

Piotr Urbanek\*

## Polityka wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze bankowym w świetle wyników badań empirycznych

### Wstęp

Polityka wynagradzania kadry kierowniczej największych korporacji od lat wzbudza ogromne zainteresowanie. Panuje powszechne przekonanie, że jest to jeden z najważniejszych instrumentów nadzoru korporacyjnego, który w dużym stopniu decyduje o efektywności funkcjonowania korporacji. Zespoły badawcze prowadzące od prawie 90 lat badania czynników determinujących poziom i strukturę wynagrodzeń otrzymywanych przez czołowych menedżerów wskazują na występowanie diametralnie różnych wyników. Prowadzi to do formułowania skrajnie odmiennych opinii, od konkluzji: „nie ma żadnego racjonalnego uzasadnienia dla wynagrodzeń wypłacanych czołowym menedżerom” do twierdzenia: „czołowi menedżerowie są warci każdego centa, jaki otrzymują”.

Kryzys z początku XXI wieku, związany z licznymi przypadkami przestępstw korporacyjnych, którego niechlubnym symbolem stała się amerykańska spółka Enron, dał początek radykalnym reformom nadzoru korporacyjnego, w tym polityce wynagradzania menedżerów. Nowe standardy nadzoru skutecznie ograniczyły oportunistyczne zachowania kadry menedżerskiej, polegające przede wszystkim na oderwaniu związku między wynagrodzeniami a wynikami ekonomicznymi spółek. Kolejny kryzys, którego symbolicznym początkiem było bankructwo banku Lehman Brothers, ponownie dał asumpt do zajęcia się problematyką wynagradzania osób zarządzających korporacjami. Tym razem jednak uwaga środowisk akademickich, mediów, świata polityki, instytucji regulacyjnych była skupiona przede wszystkim na kwestii wynagradzania kadry kierowniczej w sektorze usług finansowych.

Celem artykułu jest próba reasumpcji wyników badań empirycznych poświęconych problematyce polityki wynagradzania kadry menedżerskiej w sektorze finansowym. Zastosowana w opracowaniu metoda analizy i krytyki piśmiennictwa obejmuje artykuły opublikowane w latach

\* Prof. nadzw. dr hab. Piotr Urbanek, Katedra Ekonomii Instytucjonalnej, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Uniwersytet Łódzki, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41, 90-241 Łódź, piotrur@uni.lodz.pl

1995–2012. Obecny kryzys finansowy stanowi znaczącą cezurę, jeśli chodzi o podejście do badania wynagrodzeń w sektorze bankowym. Porównanie badań prowadzonych przed wybuchem kryzysu z badaniami prowadzonymi w okresie, kiedy ujawnione zostały dysfunkcjonalności polityki wynagradzania, pokazuje, że kryzys spowodował znaczącą reorientację zainteresowań badaczy zajmujących się tą problematyką. Problem relacji występujących między polityką wynagradzania menedżerów a ryzykiem w opracowaniach publikowanych przed rokiem 2008 jest sygnalizowany, ale nie dominuje. Staje się on kluczowym zagadnieniem poruszonym w badaniach prowadzonych po wybuchu kryzysu. Takie rozłożenie akcentów w podejmowanych wątkach badawczych może wskazywać na fakt, że środowisko akademickie zostało zaskoczony skalą, skutkami i przyczynami na równi z praktykami i instytucjami nadzorującymi sektory finansowe.

### 1. Badania prowadzone przed kryzysem finansowym 2007–2011

Badania prowadzone przed wybuchem obecnego kryzysu finansowego nie traktują instytucji działających w sektorze bankowym w sposób szczególny. Występuje tutaj bardzo podobne podejście jak w badaniach prowadzonych dla podmiotów działających w innych sektorach, w tym przedsiębiorstwach przemysłowych. Teoretyczną podstawą większości badań jest problem agencji i wynikająca z tego potrzeba konstrukcji takich relacji kontraktowych, które zbliżałyby preferencja agentów – menedżerów i pryncypałów – akcjonariuszy. Kluczową kwestią, która staje się przedmiotem analiz, jest relacja występująca między wynagrodzeniami kadry kierowniczej banków a wynikami ekonomicznymi (*pay per performance*) oraz wielkością banku. Wielu autorów podkreśla znaczenie rynku kontroli korporacji oraz natężenia konkurencji w sektorze bankowym. Zdecydowanie mniej uwagi w badaniach poświęca się kwestii ryzyka związanego ze stosowaniem agresywnej polityki wynagradzania menedżerów składającej do przyjmowania krótkookresowych perspektyw decyzyjnych.

Przejdźmy do krótkiej charakterystyki najważniejszych wątków badawczych i otrzymanych rezultatów.

Najczęściej stosowane podejście w analizie czynników wpływających na poziom i strukturę wynagrodzeń osób zarządzających korporacjami bazuje na dwóch teoretycznych perspektywach badawczych. Po pierwsze, akcentuje się związki, które powinny występować między wynagrodzeniami a wynikami ekonomicznymi spółek. Fundamentem tej zależności jest neoklasyczna teoria podziału, w której dochody właścicieli czynników produkcji są determinowane ich produktywnością. Innym uzasadnieniem jest zastosowanie kontraktów opartych na wynikach jako mechanizmu

łagodzącego problem agencji. Zarazem w sytuacji, kiedy korporacja jest kontrolowana przez menedżerów, można przedstawić szereg argumentów wskazujących, że wynagrodzenia mogą być silniej powiązane ze zmiennymi reprezentującymi funkcję użyteczności menedżerów, w tym m.in. rozmiar firmy mierzony wielkością aktywów lub sprzedażą.

Wyniki badań empirycznych nie rozstrzygają jednoznacznie, która z tych dwóch perspektyw teoretycznych lepiej wyjaśnia poziom i strukturę wynagrodzeń. Wskazuje się, że elastyczność wynagrodzeń względem wielkości banku kształtuje się na poziomie 1/3 [Barro, Barro, 1990]. Dla menedżerów kierujących bankami w dłuższym okresie wzrost wynagrodzeń jest dodatnio skorelowany z poprawą wyników ekonomicznych mierzonych stopą zwrotu dla akcjonariuszy i zyskiem na jedną akcję. Zarazem można zaobserwować zmniejszenie siły tej zależności w sytuacji, kiedy zwiększa się długość stażu pracy na stanowisku dyrektora generalnego (CEO). Mechanizmem decydującym o pozytywnym wpływie wyników na wynagrodzenia jest znaczący udział w całkowitych wynagrodzeniach premii rocznych i długoterminowych składników opartych na własności [Demsetz, Sainderberg, 1999]. W kolejnym badaniu na próbie banków australijskich wynagrodzenia CEO są dodatnio skorelowane z wynikami ekonomicznymi [Doucouliagos i inni, 2007]. Dodatkowo można zaobserwować, iż siła tego związku rośnie (dla ROA) lub jest stabilna (dla ROE) w kolejnych latach objętych badaniem.

Silne powiązanie wynagrodzeń kadry kierowniczej z wynikami ekonomicznymi jest formą komunikowania się spółki z rynkami kapitałowymi i inwestorami. Wskazuje to na wagę, jaką przywiązuje instytucja do kreowania wartości dla akcjonariuszy jako nadrzędnego celu. Tego typu sygnalizacja wymaga jednak wysoce transparentnej polityki wynagradzania menedżerów. Wyniki badań prowadzonych na próbie europejskich banków pokazują, że połączenie wysokiej transparentności z zasadą *pay per performance* prowadzi do osiągnięcia lepszych wyników ekonomicznych [Burghof, Hofman, 2000].

Analizując politykę wynagradzania z punktu widzenia zasady *pay per performance*, należy w przypadku banków wziąć również pod uwagę strukturę źródeł finansowania aktywów. W bankach występuje zdecydowanie większy stopień lewarowania kapitałów niż w innych sektorach. Ryzykowne strategie podejmowane w wysoce lewarowanych korporacjach są korzystne dla akcjonariuszy, ale nie dla deponentów. Ci ostatni antycypując skutki stosowania agresywnych narzędzi motywowania menedżerów (w tym opcji na akcje), mogą żądać dodatkowej premii za ryzyko, co przekłada się na wzrost kosztów zadłużenia. W tej sytuacji na-

leży oczekiwać, iż powiązania wynagrodzeń z wynikami w bankach będą słabsze niż w przedsiębiorstwach przemysłowych.

Dodatkowym argumentem uzasadniającym tę tezę jest twierdzenie, że – po pierwsze – większy zakres regulacji, jakim podlegają banki, zwiększa transparentność prowadzonych tam operacji gospodarczych w porównaniu do innych przedsiębiorstw. Może to więc stanowić alternatywny mechanizm monitorowania menedżerów w stosunku do tego, którym jest polityka wynagradzania. Po drugie, wrażliwość wynagrodzeń na wyniki zmniejsza się w miarę wzrostu wielkości firmy, co może być skutkiem presji politycznej wywieranej na wielkie organizacje. Ponieważ jednak w bankach skala prowadzonej działalności, mierzona między innymi sumą aktywów, jest zazwyczaj większa niż w innych firmach, stąd należy oczekiwać słabszej siły związku *pay per performance*. Badania empiryczne potwierdzają te hipotezy badawcze. W bankach, które są podmiotami o wyższym wskaźniku lewarowania, większym zakresie regulacji i większej wycenie rynkowej niż w firmach produkcyjnych, występuje słabsza relacja między wysokością wynagrodzeń menedżerów a wynikami ekonomicznymi mierzonymi zmianą wartości dla akcjonariuszy [Kose, Yiming, 2003].

Relacja *pay per performance* może być również analizowana w kontekście heterogeniczności polityki wynagradzania dla naczelnego kierownictwa banku [Ang i inni, 2000]. Wskazuje się tutaj na szczególną uwagę, jaką rady banków poświęcają kwestii motywowania dyrektora generalnego (CEO), który odgrywa kluczową rolę w procesie kreowania wartości dla akcjonariuszy. W przypadku pozostałych członków naczelnego kierownictwa ich wynagrodzenie jest zazwyczaj niższe od wynagrodzenia CEO, ich monitoring może być prowadzony bezpośrednio przez dyrektora generalnego, a dodatkowo ważnym motywatorem ich zachowań może być perspektywa awansu na stanowisko dyrektora generalnego. W tej sytuacji można oczekiwać różnej struktury i elastyczności wynagrodzeń CEO i pozostałych menedżerów. W przypadku tego pierwszego większy udział wynagrodzenia całkowitego ma formę opcji na akcje i premii za wyniki [Demsetz, Sainderberg, 1999].

Istotny wpływ na politykę wynagradzania menedżerów może mieć funkcjonowanie rynku kontroli korporacji i natężenie konkurencji w sektorze bankowym. Procesy fuzji i przejęć w sektorze bankowym charakteryzują się specyfiką, wyraźnie odróżniającą przebieg tego rodzaju transakcji od tych, które mają miejsce w innych sektorach. Jest to rynek podlegający większej regulacji. W Stanach Zjednoczonych do lat 80. ubiegłego wieku istniały przepisy nakładające ograniczenia na prowadzenie transakcji przejęć między bankami działającymi w różnych stanach. Zniesienie tego

rodzaju regionalnych restrykcji zwiększyło presję konkurencyjną na banki działające wcześniej na rynkach regionalnych (stanowych).

Można wskazać różne kanały oddziaływania presji konkurencyjnej na wynagrodzenia menedżerów. Przede wszystkim wpływa to na wzrost elastyczność zysków względem zmiany produktywności. W efekcie prowadzi do korzystnych zmian proefektywnościowych skutków decyzji osób zarządzających bankami. Drugim kanałem transmisji są zmiany w ryzyku, na jakie napotykają menedżerowie, i w konsekwencji może to się przekładać na zmiany rentowności. Wreszcie większa konkurencyjność zmniejsza skalę asymetrii informacji między pryncypałem i agentem, gdyż ten pierwszy łatwiej może ocenić wysiłki agentów, mając dostęp do informacji dla konkurencyjnych jednostek.

Otrzymane wyniki jednoznacznie wskazują, iż wyższy stopień konkurencyjności korzystnie wpływa na wystąpienie właściwych relacji pomiędzy wynagrodzeniami kadry menedżerskiej a wynikami ekonomicznymi oraz oddziałuje na funkcjonowanie rynku talentów menedżerskich. Wynikająca z deregulacji presja konkurencyjnego sektora bankowego ma pozytywny wpływ na wysokość wynagrodzeń stałych i premii otrzymywanych przez kadre kierowniczą banków [Hubbard, Palia, 1995]. Deregulacja zwiększa wrażliwość wynagrodzeń na wyniki ekonomiczne oraz zmienia strukturę wynagrodzeń [Crawford i inni, 1995]. Rośnie udział wynagrodzenia zmiennego (premię za wyniki) [Cunat, Guadalupe, 2008] oraz wynagrodzenia opartego na własności [Brewer i inni, 2003].

Transakcje fuzji i przejęć jest to obszar, gdzie można obserwować zróżnicowanie interesów akcjonariuszy i menedżerów. Mechanizmem, który powinien skłaniać menedżerów do troski o interes akcjonariuszy przy podejmowaniu tego rodzaju decyzji, jest system wynagradzania, w jakim istotną część korzyści menedżerów zależy od wartości spółki. Im większa jest zatem zależność wynagrodzeń menedżerów od wyników rynkowych spółek, tym mniejsze powinno być prawdopodobieństwo zaangażowania się w transakcje fuzji i przejęć, które nie będą prowadziły do kreacji wartości dla akcjonariuszy. Kolejne badania potwierdziły tę hipotezę [Minnick i in., 2011]. Banki z systemami wynagradzania kadry menedżerskiej konstruowanymi zgodnie z zasadą *pay per performance* wykazywały większe stopy zwrotu w reakcji na zapowiedź transakcji. W takich bankach częściej dochodziło do fuzji, które prowadziły do kreacji wartości, i wreszcie wyniki finansowe banków mierzone wskaźnikami ROA, ROE, stopy zwrotu z akcji w okresie trzech lat po transakcji były lepsze niż w bankach o mniejszej wrażliwości wynagrodzeń na wyniki.



Struktura wynagrodzenia, w tym udział składników w formie opcji na akcje, wskazuje na stopień agresywności polityki wynagradzania i może mieć istotny wpływ na profil ryzyka decyzji podejmowanych przez kierownictwo banku. W szczególności chodzi tu o charakter decyzji inwestycyjnych, stopień zadłużenia i poziom kapitałów własnych.

W badaniach empirycznych, w których był podejmowany ten wątek, wykazano występowanie relacji między agresywnością polityki wynagradzania a ryzykiem banku. Podkreśla się, że banki w większym zakresie niż firmy z innych sektorów stosują wynagrodzenia w formie opcji, co przekłada się na większe ryzyko [Chen i inni, 2006]. Rosnący udział opcji na akcje w całkowitym wynagrodzeniu prowadzi do większej zmienności kapitałów i aktywów [Mehran, Rosenberg, 2007].

## **2. Badania prowadzone po wybuchu kryzysu finansowego**

Nieefektywna polityka wynagradzania kadry kierowniczej instytucji sektora finansowego została zidentyfikowana jako jeden z kluczowych czynników, który doprowadził do obecnego kryzysu finansowego. Zasady wynagradzania kadry zarządzającej bankami skutkowały przyjmowaniem krótkookresowej perspektywy i mogły skłaniać instytucje do angażowania się w bardzo ryzykowną działalność bez względu na wyniki instytucji w długim okresie.

Reakcją na dysfunkcjonalności polityki wynagradzania menedżerów w bankach były liczne badania empiryczne, w których podejmowano próby identyfikacji czynników determinujących poziom i strukturę wynagrodzeń otrzymywanych przez najwyższych funkcjonariuszy banków w okresie przed i w trakcie kryzysu finansowego. Analiza badań empirycznych prowadzonych po ujawnieniu się zjawisk kryzysowych z lat 2007–2008 wskazuje na wyraźną reorientację podejmowanej problematyki badawczej. Dwa wątki badawcze są szczególnie często podejmowane. Po pierwsze, chodzi o weryfikację powszechnie stawianej tezy, iż zbyt silne powiązanie wynagrodzeń z wynikami krótkookresowymi mogło zachęcać osoby zarządzające instytucjami finansowymi do przyjmowania krótkookresowej perspektywy decyzyjnej i podejmowania nadmiernego ryzyka. Podkreśla się, że polityka wynagradzania była tylko jednym z wielu czynników zwiększających poziom ryzyka instytucji finansowych. Zarazem jest to czynnik wzbudzający największe kontrowersje i dlatego został objęty licznymi inicjatywami legislacyjnymi, które mają na celu ograniczenie tego rodzaju nieefektywnych praktyk.

Po drugie, autorzy prac podejmują próby oceny skutków kryzysu z punktu widzenia korzyści i strat ponoszonych przez menedżerów i akcjonariuszy. Jest to zjawisko, które można określić terminem „Kultury

Własności". Wysocy funkcjonariusze banków, jako właściciele znaczących pakietów akcji w kierowanych przez nich instytucjach, byli narażeni na podobne ryzyko co inni akcjonariusze. W tym kontekście można spotkać się z opiniami, że szefowie największych korporacji finansowych razem z innymi akcjonariuszami ponieśli ogromne straty na skutek drastycznej przeceny akcji zarządzanych przez nich spółek. Szefowie banków zarządzali nimi w sposób, który w ich ocenie miał przynosić korzyści akcjonariuszom. To może wskazywać, iż nadmiernie ryzykowne przedsięwzięcia nie były skutkiem oddziaływania agresywnych bodźców motywacyjnych, a wynikały z błędów, nieumiejętności oszacowania skali ryzyka, nadmiernego optymizmu, zadufania itp. przyczyn.

Przypadek dwóch amerykańskich instytucji finansowych, które zapisały się w historii obecnego kryzysu – banków Lehman Brothers i Bear Stearns – skłania do odrzucenia tej ostatniej tezy [Bebchuk i inni, 2010]. Osoby zarządzające tymi instytucjami w okresie poprzedzającym kryzys otrzymały wynagrodzenia w kwocie przekraczającej 1,4 mld USD dla banku Bear Stearns i 1,0 mld USD dla Lehman Brothers. Na te sumy składały się zarówno premie za wyniki, jak i dochody ze sprzedaży akcji przed wybuchem kryzysu. Korzyści osiągnięte przed kryzysem z nawiązką zrekompensowały straty będące skutkiem kryzysu.

Analiza transakcji akcjami prowadzonych przez czołowych menedżerów w 14 największych instytucjach sektora finansowego w Stanach Zjednoczonych za okres 2000–2008 wskazuje na występowanie wyraźnej asymetrii [Bhagat, Bolton, 2010]. Wartość aktywów sprzedawanych przez menedżerów 100-krotnie przewyższa wartość aktywów zakupionych. Zdaniem autorów świadczy to o wpływie programów motywacyjnych na nadmierną ekspozycję na ryzyko w największych bankach.

W kolejnym badaniu wykazano, że rady banków preferowały systemy wynagradzania menedżerów zachęcające do podejmowania ryzykownych decyzji [DeYoung i inni, 2010]. Banki kierowane przez menedżerów, których wynagrodzenia cechowała wysoka wrażliwość na ryzyko (mierzona jako zmiana w dobrobycie CEO spowodowana zmiennością stopy zwrotu), generowały większą część swoich dochodów z operacji nieodsetkowych, wykorzystując ryzykowne instrumenty związane z sekurytyzacją aktywów. Potwierdzają to wyniki następnego badania [Balachandran i inni, 2010]. Autorzy dodatkowo wskazują na inne poza polityką wynagradzania czynniki skłaniające do ryzyka: rządowe gwarancje ochraniające depozyty dla wysoce lewarowanych instytucji finansowych, poprzedzający kryzys długi okres wysokiej koniunktury gospodarczej, niewłaściwy monitoring ze strony rad dyrektorów.

Do przeciwnych wniosków doszli autorzy artykułu, w którym przedstawiono wyniki badań dla dużych banków brytyjskich [Gregg i inni, 2012]. Otrzymane rezultaty pokazują, że wynagrodzenie podstawowe i premie za wyniki wypłacane czołowym funkcjonariuszom badanych banków istotnie rosły w okresie objętym badaniem. Odwrotnie jednak do powszechnego przekonania – nie stwierdzono nadwrażliwości wynagrodzeń na wyniki krótkookresowe. Relacja *pay per performance* dla banków jest nieznacznie wyższa niż dla przedsiębiorstw działających w innych sektorach. W tym kontekście autorzy kwestionują słuszność twierdzenia o nadmiernej krótkookresowej perspektywie finansowej, która była przyjmowana dla potrzeb tworzenia parametrów oceny i motywowania kadry menedżerskiej banków. Pewną dysfunkcyjnością polityki wynagradzania w bankach było występowanie asymetrycznej reakcji wynagrodzeń na wyniki ekonomiczne mierzone stopą zwrotu z akcji. Elastyczność wynagrodzeń była wysoka w sytuacji, kiedy stopy zwrotu rosły i niska w przypadku pogorszenia wyników rynkowych osiągniętych przez banki.

Podobne konkluzje znalazły się w kolejnej pracy [Fahlenbrach, Stulz, 2009]. Otrzymane rezultaty skłaniają autorów artykułu do sformułowania dosyć kategorycznego wniosku. Polityka wynagradzania nie powinna być postrzegana jako jeden z czynników odpowiadających za kryzys finansowy. Banki, w których występowało silniejsze powiązanie interesów akcjonariuszy i menedżerów, osiągały gorsze wyniki w czasie kryzysu. Może to świadczyć o tym, że osoby zarządzające takimi bankami przed kryzysem były skłonne angażować się w bardziej ryzykowne przedsięwzięcia w celu maksymalizacji dobrobytu akcjonariuszy (i swojego również). Ta nadmierna ekspozycja na ryzyko w czasie kryzysu doprowadziła do drastycznego pogorszenia stóp zwrotu. Kolejnym argumentem świadczącym o tym, że menedżerowie nie wykazywali postaw oportunistycznych jest fakt, iż własność akcji w ich posiadaniu nie uległa istotnemu zmniejszeniu w czasie kryzysu. Gdyby byli świadomi wysokiego ryzyka, na jakie narażali akcjonariuszy, należałoby oczekiwać znaczącej redukcji zaangażowania kapitałowego w kierowane przez nich instytucje.

Jeszcze jedno badanie potwierdza tezę o braku uprzywilejowanej pozycji kadry kierowniczej instytucji finansowych w okresie kryzysu [Conyon i inni, 2010]. Badana próba objęła 30 banków europejskich i 99 amerykańskich oraz ponad 1500 firm z innych sektorów. Badanie przeprowadzono dla dwóch lat; 2006 i 2008. Wyniki tych badań jednoznacznie wskazują, iż skutki kryzysu finansowego były zdecydowanie bardziej odczuwalne dla osób kierujących instytucjami finansowymi, niż innymi podmiotami. Dotyczy to zarówno Europy, jak i Stanów Zjednoczonych. Mediana premii



dla szefa banku europejskiego spadła z 900000 euro w 2006 roku do zera dwa lata później. Podobnie zdecydowanie większe straty były związane ze spadkiem wyceny akcji będących w posiadaniu menedżerów z sektora finansowego. Wyniki te przeczą powszechnemu przekonaniu, że cechą polityki wynagradzania w sektorze finansowym jest premiowanie za sukces i brak kar za porażkę. Świadczy o tym wysoka elastyczność wynagrodzeń gotówkowych względem zmiany stopy zwrotu dla akcjonariuszy.

Kolejny artykuł jest polemiką z powszechnie obowiązującym poglądem na pożądane kierunki reformy polityki wynagradzania kadry menedżerskiej w bankach w kontekście ryzyka [Ayadi i inni, 2011]. W inicjatywach legislacyjnych podejmowanych m.in. na szczeblu instytucji Unii Europejskiej, a także innych organizacji tworzących środowiskowe standardy, podkreśla się potrzebę implementacji takich systemów wynagradzania menedżerów, w których osiągnięte przez nich korzyści będą zależące od długookresowych wyników ekonomicznych instytucji finansowych uwzględniających ryzyko. Wyniki badań pokazują, że plany opcyjnie oraz premie roczne nie prowadzą do wzrostu ryzyka banku. Także inna cecha, jaką jest relacja zmiennego składnika wynagrodzenia do wynagrodzenia podstawowego, nie wywiera znaczącego wpływu na profil ryzyka. Otrzymane rezultaty wskazują na występowanie przeciwnych relacji między ryzykiem a długookresowymi komponentami pakietów motywacyjnych. Interpretując te wyniki, autorzy artykułu wskazują, iż – po pierwsze – długoterminowe składniki wynagrodzeń umożliwią menedżerom dywersyfikację ryzyka. Po drugie, wprowadzenie ich uruchomienie jest możliwe po spełnieniu określonych warunków, zarazem jednak stosowane kryteria efektywnościowe mogą być zbyt łagodne lub elastyczne.

Brak nadmiernej ekspozycji banków na ryzyko na skutek stosowania wysokich premii gotówkowych wynika z badań prowadzonych na próbie amerykańskich i europejskich banków [Vallascas, Hangendorff, 2012]. Analizując te rezultaty, autorzy wskazują, iż systemy wynagradzania z dużym udziałem wynagrodzenia zmiennego, będącego liniową funkcją wyników, motywują menedżerów przede wszystkim do unikania niewypłacalności banków. Tego typu oddziaływanie premii jest szczególnie widoczne na silnie regulowanych rynkach finansowych.

Wynagrodzenie w formie akcji lub ich ekwiwalentów jest stosunkowo nowym składnikiem wynagrodzenia kadry zarządzających banków z Europy kontynentalnej czy z Azji, raczej typowym dla banków ze Stanów Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Z analiz przeprowadzonych dla 40 największych banków europejskich wynika, że udział akcji lub ich ekwiwalentów w łącznym wynagrodzeniu CEO dużych europejskich banków

był w latach 2007 i 2009 ciągle niższy niż banków amerykańskich [Ferrari, Ungureanu, 2011]. W badaniu tym wskazano również występowanie symptomatycznych zmian w polityce wynagradzania kadry kierowniczej między 2007 a 2009 rokiem. Przede wszystkim od roku 2009 zdecydowanie więcej banków stosuje odroczenie wypłaty wynagrodzeń zmiennych, a także wprowadza mechanizm zwrotu niesłusznie wypłaconych premii.

Ostatnie opracowanie jest to analiza przypadków dla 25 największych banków europejskich [Lapido, Nestor, 2009]. Ocena polityki wynagrodzeń w badanych bankach nie wskazuje na to, żeby zmiana struktury wynagrodzeń osób zarządzających polegająca na zmniejszeniu udziału wynagrodzenia zmiennego w wynagrodzeniu całkowitym miała doprowadzić do ograniczenia ryzyka. Tylko w pięciu z badanych banków stosowane jest rozwiązanie mające pozytywny długookresowy wpływ, ryzykowne zachowania kierownictwa polegające na odroczeniu wypłaty rocznych premii lub zwracaniu przez menedżerów niesłusznie wypłaconych nagród. Najważniejszym wnioskiem, który został sformułowany, jest konstatacja, że kontrola ryzyka w bankach powinna być prowadzona w inny sposób niż poprzez politykę wynagradzania menedżerów.

### 3. Porównanie wyników badań

Zaprezentowany w opracowaniu przegląd badań empirycznych poświęconych problematyce polityki wynagradzania kadry menedżerskiej w bankach wskazuje na wyraźną reorientację podejmowanych wątków badawczych w zależności od okresu, w którym były prowadzone te badania (tablica 1).

**Tablica 1. Najważniejsze wątki badawcze w artykułach poświęconych problematyce polityki wynagradzania w sektorze finansowym**

	Przed 2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wyniki ekonomiczne	+++++ ++	+		++	+*	
Natężenie konkurencji, rynek kontroli korporacji	+++				+	
Standardy CG	++	+		**	*	
Porównania sektorowe	+			**		
Regulacje					*****	
Ryzyko	++	+		+***	*****	*****

+ artykuły napisane przed obecnym kryzysem finansowym

\* artykuły napisane po wybuchu kryzysu

Źródło: Opracowanie własne.

Wyniki badań dla instytucji sektora bankowego prowadzone przed wybuchem kryzysu nie różnią się istotnie od wyników uzyskanych na podstawie innych prób badawczych z innych sektorów. Generalnie podkreśla się występowanie zależności wynagrodzeń od wyników ekonomicznych osiągniętych przez banki, ale siła tej zależności zmienia się pod wpływem takich czynników, jak wielkość banku, natężenie konkurencji w sektorze, cechy charakteryzujące dyrektora naczelnego, stosowane w banku standardy nadzoru korporacyjnego. Wyższa wrażliwość wynagrodzeń na wyniki występuje w mniejszych jednostkach i takich, które są poddane większej presji konkurencyjnej. Z drugiej strony silna pozycja dyrektora generalnego i gorsze standardy nadzoru korporacyjnego mają niekorzystny wpływ na tę relację.

Praktycznie wszystkie badania prowadzone po roku 2008 mają jeden wiodący wątek badawczy – wpływ polityki wynagradzania na ryzyko banku.

Wyniki przedstawionych badań empirycznych są niejednoznaczne. Jeśli chodzi o kwestię ryzyka, to w świetle przytaczanych badań nie można w sposób kategoriyczny stwierdzić, iż to niewłaściwa konstrukcja systemów motywowania naczelnej kadry kierowniczej była jedną z najważniejszych przyczyn nadmiernej ekspozycji na ryzyko, jakie występowały w największych instytucjach finansowych. Są prace, których autorzy formułują wręcz przeciwne stanowisko, zgodnie z nim to stosowanie długookresowych programów motywacyjnych zwiększa prawdopodobieństwo ryzykownych zachowań. Zarazem występuje powszechny konsensus co do pożądanego kierunku reformowania polityki wynagradzania w sektorze finansowym. Najważniejsze postulaty w tym obszarze dotyczą odraczania wypłat premii krótkoterminowych, konieczności zwrotu niesłusznie wypłaconych premii, w sytuacji pogorszenia wyników, stosowania programów partycypacji we własności, ale z warunkiem nakładania odroczonego terminu zbywania przez menedżerów otrzymanych walorów.

Trudno również sformułować jednoznaczne wnioski, co do drugiej kwestii dotyczącej skutków kryzysu, związanej z asymetrią skutków kryzysu dla akcjonariuszy i menedżerów. W części prac podkreśla się, że z jednej strony wynagrodzenia kadry kierowniczej w sektorze finansowym zdecydowanie przewyższają te, które występują w innych sektorach. Zarazem skutki kryzysu dla osób kierujących bankami były bardziej dotkliwe w postaci drastycznego obniżenia wysokości premii i przeceny akcji. Nie można zatem kategoriycznie stwierdzić, że menedżerowie wy-

korzystując lepszy dostęp do informacji, potrafili uchronić się przed skutkami kryzysu skuteczniej niż pozostali akcjonariusze.

## Zakończenie

Polityka wynagradzania osób zarządzających korporacjami powinna zapewnić uzyskanie właściwej równowagi między korzyściami menedżerów, akcjonariuszy i innych grup interesariuszy, między krótko- i długookresowymi wynikami ekonomicznymi spółki, między skłonnością do ryzyka i kontrolą ryzyka, między celami jednostkowymi a celami całej organizacji. Brak tej równowagi w wielkich instytucjach finansowych był jednym z najważniejszych czynników, które zostały zidentyfikowane jako przyczyny obecnego kryzysu.

Wniosek ten wydaje się być oczywisty, jeżeli bierze się pod uwagę doświadczenia wyniesione z obecnego kryzysu finansowego poparte licznymi badaniami empirycznymi. Przedstawiony w opracowaniu przegląd badań empirycznych pokazuje jednak, że to kryzys był impulsem do podjęcia tego rodzaju wątków badawczych.

Reasumując, wyniki badań empirycznych nie dają podstaw do stwierdzenia, że błędna polityka wynagradzania kadry kierowniczej banków powinna być postrzegana jako jedna z najważniejszych przyczyn, które doprowadziły do obecnego kryzysu finansowego. Zarazem wnioski z tych badań dostarczają cennych wskazówek co do wymaganych kierunków reformowania tej polityki.

## Literatura

1. Ang J., Lauterbach B., Schreiber B. (2000), *Pay at the Executive Suite: How do U.S. Banks Compensate their Top Management Teams*, "Recent Works, Finance", Anderson Graduate School of Management, UC Los Angeles.
2. Ayadi R., Arbak E., De Groen W. (2011), *Executive Compensation and Risk Taking in European Banking* [w:] *Research Handbook on International Banking and Governance*, Barth J.R., Lin C., Wihlborg C., (eds.), Edward Elgar, <http://ssrn.com/abstract=2017527>, dostęp dnia 10.12.2012.
3. Balachandran S., Kogut B., Harnal H. (2008), *The Probability of Default, Excessive Risk, and Executive Compensation: A Study of Financial Services Firms from 1995 to 2008*, "Columbia Business School Research Paper Series".
4. Barro J.R., Barro J.R. (1990), *Pay, Performance, and Turnover of Bank CEOs*, "Journal of Labor Economics", vol. 8, no. 4.
5. Bebchuk L., Cohen A., Spamann H. (2010), *The Wages of failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000–2008*, "Finance Working Paper No. 287", ECGI, June.

6. Bhagat S., Bolton B. (2010), *Bank Executive Compensation And Capital Requirements Reform*, <http://ssrn.com/abstract=1781318>, dostęp dnia 10.12.2012.
7. Brewer E., Hunter W., Jackson W. (2003), *Deregulation and the relationship between bank CEO compensation and risk-taking*, Federal Reserve Bank of Chicago, WP 2003-32.
8. Burghof H.-P., Hofman C. (2000), *Executives' Compensation of European Banks – Disclosure, Sensitivity, and their Impact on Bank Performance*, "Munich Business Research".
9. Chen C., Steiner T., Whyte A. (2006), *Does stock option-based executive compensation induce risk-taking? An analysis of the banking industry*, "Journal of Banking & Finance" 30.
10. Conyon M., Fernandes N., Ferreira M., Matos P., Murphy K. (2010), *The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis*, Fondazione Rodolfo De Benedetti.
11. Crawford A., Ezzell J., Miles J. (1995), *Bank CEO Pay-Performance Relations and the Effect of Deregulation*, "The Journal of Business", vol. 68, no. 2.
12. Cunat V., Guadalupe M. (2004), *Executive Compensation and Competition in the Banking and Financial Sector*, "Journal of Banking & Finance".
13. Demsetz R., Sanderberg M. (1999), *Looking Beyond the CEO: Executive Compensation at Banks*, Federal Reserve Bank of New York.
14. DeYoung R., Peng E., Yan M. (2010), *Executive Compensation and Business Policy Choices at U.S. Commercial Banks*, The Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Research Department.
15. Doucouliagos H., Haman J., Askary S. (2007), *Director's Remuneration and Performance in Australian Banking*, "Corporate Governance", vol. 15, no. 6, November.
16. Fahlenbrach R., Stulz R. (2009), *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, "Swiss Finance Institute Research Paper Series", no. 09-27.
17. Ferrarini G., Urgureanu M.C. (2011), *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: An Analysis of Executive Pay at European Banks*, "Vanderbilt Law Review", vol. 64.
18. Gregg P., Jewell S., Tonks I. (2012), *Executive Pay and Performance: Did Bankers' Bonuses Cause the Crisis?*, "International Review of Finance", 12:1.
19. Hubbard R.G., Palia D. (1995), *Executive pay and performance. Evidence from the U.S. banking industry*, "Journal of Financial Economics" 39.
20. Kose J., Yiming Q. (2003), *Incentive Features in CEO Compensation in the Banking Industry*, "Economic Policy Review", April.



21. Lapido D., Nestor S. (2009), *Bank Boards and the Financial Crisis. A corporate governance study of the 25 largest European banks*, Naestor Advisor Ltd, May.
22. Mehran H., Rosenberg J. (2007), *The Effect of Employee Stock Options on Bank Investment Choice, Borrowing, and Capital*, Federal Reserve Bank of New York, Staff Report, no. 35, October.
23. Minnick K., Unal H., Yang L. (2011), *Pay for Performance? CEO Compensation and Acquirer Returns in BHCs*, "The Review of Financial Studies", vol. 24, no. 2.
24. Vallascas F., Hangendorff J. (2012), *CEO Remuneration and Bank Default Risk: Evidence from the U.S. and Europe*, <http://ssrn.com/abstract=1691754>.

### Streszczenie

W artykule została podjęta próba reasumpcji wyników badań empirycznych poświęconych problematyce polityki wynagradzania kadry menedżerskiej w sektorze finansowym. Obecny kryzys finansowy stanowi znaczącą cezurę, jeśli chodzi o podejście do badania wynagrodzeń w sektorze bankowym. Porównanie badań prowadzonych przez wybuchem kryzysu z badaniami prowadzonymi w okresie, kiedy ujawnione zostały dysfunkcjonalności polityki wynagradzania, wskazuje na znaczącą reorientację zainteresowań badaczy zajmujących się tą problematyką. Kluczowy z punktu widzenia identyfikacji przyczyn kryzysu problem ryzyka generowanego przez politykę wynagradzania stał się najważniejszym zagadnieniem poruszonym w badaniach prowadzonych po wybuchu kryzysu.

### Słowa kluczowe

polityka wynagradzania, kryzys finansowy, sektor bankowy

### Top Executives Remuneration Policy in the Banking Sector: An Assessment of Empirical Research (Summary)

The aim of this paper is to present results of empirical investigations focused on the issue of top executives remuneration policy in the banking sector. The current financial crisis has changed approach in such research. Relationship between the bank CEOs' compensation and risk-taking, crucial in attempts to analyze and interpret cause of the crisis, has become the most important problem in investigations conducted after the outbreak of the crisis.

### Keywords

remuneration policy, financial crisis, banking sector