

BARBARA BUZOWSKA\*

## Kontrowersje wokół wynagrodzenia menedżerów jako instrumentu nadzoru nad własnością

---

Słowa kluczowe: nadzór korporacyjny, wynagrodzenie menedżerów, kontrakt menedżerski.

---

Streszczenie: Artykuł traktuje o roli wynagrodzeń menedżerów jako instrumentu, za pomocą którego właściciele kapitału motywują menedżera do działania zgodnego z ich interesami. Wokół koncepcji wynagradzania menedżerów występuje wiele kontrowersji, co do możliwości takiego kształtowania wynagrodzeń, aby efektywnie wspierały nadzór nad własnością.

### 1. Wprowadzenie

W historii myśli ekonomicznej oraz w naukach o organizacji i zarządzaniu znajdujemy wiele nurtów eksponujących kluczową rolę menedżera w przedsiębiorstwie. Syntezy tych nurtów dokonał w swej publikacji m.in. A. Noga (2009, s. 192–195) omawiając menedżerskie teorie przedsiębiorstw. W sytuacji rozproszenia własności oraz coraz bardziej złożonych organizacji wzrasta znaczenie profesjonalnego zarządzania. Śledząc kariery menedżerów dochodzimy do wniosku, że pozyskanie sprawnego menedżera traktowane jest jako jedno z głównych źródeł przewagi konkurencyjnej firmy, co powoduje, iż prestiżowa pozycja szefa firmy nie wiąże się ze stabilnością zatrudnienia w dłuższej perspektywie czasowej.

Największa światowa firma zajmująca się rekrutacją na najwyższe stanowiska kierownicze Korn/Ferry International przewiduje, iż w 2010 roku co czwarta firma na świecie wymieni obecnego prezesa. Podobne tendencje przewidywane są w Pol-

---

\* Mgr Barbara Buzowska – doktorant, Wydział Zarządzania Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.

sce, a dotyczyć mogą głównie sektora bankowego, ubezpieczeń, farmacji, ale również szefów firm produkujących dobra codziennego użytku (zwłaszcza AGD i RTV), firm budownictwa mieszkaniowego oraz szefów firm doradczych.

W przypadku sprawdzenia się prognoz co do rynku krajowego, rok 2010 byłby kolejnym rokiem wymiany menedżerów największych firm w Polsce. W minionym roku nastąpiły zmiany na stanowiskach 28 procent prezesów 50 największych firm z listy 500 „Rzeczypospolitej” (Błaszczak, 2010, s. B). W przypadku występowania tak dużej niepewności pracy, muszą występować dodatkowe, poza prestiżem wynikającym z zajmowanego stanowiska, istotne mechanizmy pobudzające menedżerów do działań na rzecz maksymalizowania ekonomicznej wartości firmy.

Celem artykułu jest próba odpowiedzi na pytanie: czy wynagrodzenie menedżerów traktowane jako ważny element w strukturze ładu korporacyjnego jest instrumentem wykorzystywanym przez nadzór korporacyjny jako bodziec pobudzający do efektywnego działania menedżerów? W literaturze przedmiotu istnieje wiele spojrzeń, często sprzecznych ze sobą, co do roli wynagrodzeń jako mechanizmu, za pomocą którego akcjonariusze motywują menedżera do działania zgodnego z ich interesami. Niezależnie jednak od występujących kontrowersji wokół koncepcji wynagradzania menedżerów istnieje w większości zgoda, iż systemy motywacyjne budowane na wynagrodzeniach należą, obok regulacji prawnych, rynku kapitałowego i rynku talentów menedżerskich, do mechanizmów pozwalających minimalizować skutki rozdziału własności od zarządzania (Zalega, 2004, s. 12). W niniejszym materiale rozważaniom poddano kwestie budzące największe kontrowersje w dyskusji nad kształtowaniem wynagrodzeń kadry menedżerskiej, w szczególności wynagradzanie oparte na własności oraz mechanizm ustawowego regulowania wysokości wynagrodzeń menedżerów. W końcowej części wskazano na inicjatywy Unii Europejskiej w zakresie wdrożenia systemu regulującego wynagrodzenia dyrektorów w państwach członkowskich.

## 2. Wynagrodzenia menedżerów – optymalność kontraktów menedżerskich

Dyskusja wokół mechanizmów nadzoru korporacyjnego narasta szczególnie w okresie kryzysu gospodarczego, którego niekorzystne następstwa powodują ograniczenie zaufania inwestorów co do efektywności ich funkcjonowania. OECD definiując istotę nadzoru korporacyjnego wskazuje na sieć zależności pomiędzy kierownictwem spółki, jej organami oraz akcjonariuszami i pozostałymi grupami udziałowymi, tworzącą strukturę, za pośrednictwem której ustala się cele podmiotu gospodarczego i środki ich realizacji oraz narzędzia monitorowania wyników (Jerzemowska, 2002, s. 25). Nie tylko teoretycy wywodząc z teorii agencji, ale również obserwatorzy życia gospodarczego podkreślają, iż oceniając poczynania kadry zarządzającej korporacjami należy pamiętać, iż są oni wynajętymi agentami, a ich

władza jako kadry menedżerskiej pochodzi od właścicieli kapitału. Badacze podejmujący problem nadzoru korporacyjnego jako jeden ze sposobów badań wskazują ocenę funkcji spełnianych przez organy nadzoru oraz relacji występujących między radą spółki a kierownictwem (Rudolf i in., 2002, s. 41). Najbardziej słuszne wydaje się jednak podejście, iż ochrona interesów akcjonariuszy to wypadkowa kilku mechanizmów nadzoru nad własnością zarówno tych, które wynikają z otoczenia korporacji, jak i mechanizmów prawnie określających obszar nadzoru. W polskim systemie nadzoru korporacyjnego szczególne miejsce zajmuje rada nadzorcza (Rudolf i in., 2002, s. 59). Podejmowane próby empirycznego potwierdzenia wpływu rady na efektywność korporacji wykazały, iż „ani formalne uwarunkowania zawarte w przepisach, ani umiejętności wykorzystania możliwości przez radę nie stanowią istotnej bariery w możliwościach oddziaływania rady na poprawę efektywności działania spółek. Trudno jednak nie oprzeć się wrażeniu, że możliwości te nie są odpowiednio wykorzystane” (Rudolf i in., 2002, s. 92). Niezależnie jednak od poziomu aktywności rad w poszczególnych spółkach należy podkreślić, iż rady nadzorcze są konstytuującym czynnikiem ładu korporacyjnego i w świetle unormowań prawnych mają istotną rolę do spełnienia. Istotne jest zatem, aby ich zachowanie nadzorcze nie ujawniało się tylko w momencie trudnej sytuacji finansowej organizacji. To głównie w dyspozycji rad spółek jest tak ważny instrument nadzoru, umożliwiający dyscyplinowanie działania menedżerów – kształtowanie wynagrodzenia kadry zarządzającej. Mimo wielu kontrowersji co do efektywności tego mechanizmu i braku mierzalnych dowodów, iż wysokość wynagrodzeń menedżerów przekłada się na osiągnięcia firmy należy się zgodzić, iż wynagrodzenie menedżera jest bodźcem, który może pozytywnie motywować do zachowań zgodnych z oczekiwaniami właściciela. Zjawiska kryzysowe ujawniły, iż rady spółek nie spełniły oczekiwań akcjonariuszy w zakresie tworzenia systemów wynagradzania zachowujących właściwe relacje między korzyściami menedżerów, a wynikami ekonomicznymi spółek (Urbanek, 2010, s. 91).

Doświadczenia korporacji odczuwających skutki kryzysu gospodarczego, gdzie wysokie uposażenie menedżerów nie zawsze było powiązane z sukcesem organizacji stało się ważnym przyczynkiem do dyskusji o optymalności kontraktów menedżerskich. Niewłaściwa polityka wynagradzania osób zarządzających spółkami została zidentyfikowana jako jeden z kluczowych czynników, który doprowadził do kryzysu finansowego (Urbanek, 2010, s. 87).

Zgodnie z teorią agencji, optymalny z punktu widzenia akcjonariuszy kontrakt menedżerski ma przyczyniać się do wzrostu wartości firmy, minimalizowania kosztów transakcyjnych<sup>1</sup> i pobudzania menedżera (agenta) do działania w interesie właścicieli przedsiębiorstwa. Dla właścicieli wartość firmy to wzrost zamożności posiadaczy akcji, uzyskany dzięki wszelkim wypłatom generowanym przez to przedsiębiorstwo, czyli wszelkiego rodzaju pożytkom od zainwestowanego kapitału

<sup>1</sup> Wynagrodzenie menedżerów (agentów) jest jednym z kosztów, które zgodnie z teorią agencji, ponoszą właściciele w związku z ich zatrudnieniem.

(np. dywidendom, wypłatom oprocentowania od kapitału), a przede wszystkim zmiana wartości posiadanych akcji (Pyszkowski, 2008, s. 402).

Historia gospodarek krajów rozwiniętych pokazuje, iż dodatkowej motywacji menedżerom, aby działali w interesie właścicieli dostarczano poprzez umożliwienie zakupu akcji zarządzanych przez nich przedsiębiorstw i inne nagrody uzależnione od osiąganego dobrobytu akcjonariuszy (Stalmach, 2005, s. 16). Pogląd, iż dla akcjonariuszy wypracowanie dodatkowej wartości firmy warte jest dodatkowego wynagradzania menedżera potwierdzają stosowane w wielu krajach programy motywacyjne dla osób zarządzających. Dla przykładu w tabelicy 1 przedstawiono programy motywacyjne dla menedżerów wykorzystywane w Wielkiej Brytanii.

Tabela 1

## Programy motywacyjne dla menedżerów

Lp.	Rodzaj programu	Dostępne instrumenty
1.	Program opcji menedżerskich	<ul style="list-style-type: none"> <li>– prawo do nabycia w przyszłości określonej liczby akcji,</li> <li>– uczestnicy nie ponoszą obciążeń podatkowych w momencie przyznania akcji,</li> <li>– cena rynkowa akcji nie może być ustalana poniżej ceny rynkowej akcji w dniu jej przyznania.</li> </ul>
2.	Program zachęt menedżerskich dla małych i średnich przedsiębiorstw funkcjonujących w branżach obarczonych dużym ryzykiem inwestycyjnym	<ul style="list-style-type: none"> <li>– opcje na akcje uprawniające do ulgi podatkowej o określonej wartości (100 tys. GBP).</li> </ul>

Źródło: Pyszkowski, 2008, s. 419.

Wysokie wynagrodzenia menedżerów poddawane są jednak krytyce, najsilniej w okresie pogorszenia koniunktury gospodarczej. Dotyczy to szczególnie wynagrodzeń kadry menedżerskiej tych firm, które z obawy przed bankructwem wspomagane były przez wielomiliardową pomoc państwa. W poszukiwaniu przez właścicieli optymalnych kontraktów menedżerskich stosowane są systemy wynagrodzeń zawierające poza wynagrodzeniem podstawowym również nagrody pieniężne, premie, systemy korygowania pensji oraz udział we własności. Z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego należy zadać pytanie, który ze składników wynagrodzenia wiąże długookresowo prezesa z firmą, stanowi bodziec dla menedżera do ponadprzeciętnych wyników w zakresie tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Często wskazywany jest jako skuteczny instrument nadzoru udział we własności.

W literaturze przedmiotu spotykamy sprzeczne poglądy co do wykorzystania wynagradzania akcjami jako efektywnego mechanizmu nadzoru korporacyjnego. Posiadanie przez menedżera akcji spółki, którą zarządza powinno być bodźcem do

podejmowania starań o wzrost jej wartości. Zasadne wydaje się stanowisko, iż posiadanie akcji przez kierownictwo spółki ma motywować do ściślejszej identyfikacji z ekonomicznymi interesami akcjonariuszy. Słabe wyniki firmy mogą też stanowić zagrożenie utraty pracy. Badacze wskazują, iż zależność ta ma wprost zastosowanie do nowo zatrudnionych prezesów o słabej pozycji na rynku usług menedżerskich, zaś w przypadku prezesów o wypracowanej, pewnej pozycji na rynku złe wyniki firmy nie wiążą się automatycznie z utratą pracy (Zalega, 2004, s. 14).

Udział akcji w strukturze wynagrodzeń może też z jednej strony ograniczać inicjatywę prezesa spółki, gdyż ryzykowne przedsięwzięcia mogą również jego pozbawić własności, z drugiej zaś zmuszać do rozważnego zarządzania ryzykiem. Analizując systemy wynagrodzeń w aspekcie wykorzystania ich jako mechanizmu nadzoru korporacyjnego wydaje się, iż przekazanie kierownictwu określonego pakietu akcji powinno wpłynąć na efektywność pracy menedżera. Trudność natomiast stanowi ustalenie, jaki udział w strukturze wynagrodzeń powinny mieć akcje, aby stanowiły na tyle istotny bodziec dla menedżera, aby można było uznać go jako element nadzoru korporacyjnego. Dyskusja wokół wynagrodzenia udziałem we własności musi uwzględniać również sytuację gospodarczą w jakiej funkcjonuje firma, zarówno tę o zasięgu krajowym, jak i ogólnosiwiatowym. Badania, które z pewnością będą prowadzone po przejściu aktualnego kryzysu gospodarczego dadzą nową wiedzę i zweryfikują dotychczasowe założenia, że posiadanie własności akcji zarządzanej spółki jest najbardziej efektywnym środkiem motywacji menedżera. Niezależnie od wyników przyszłych badań, kryzys gospodarczy ukazał praktyki w zakresie wynagrodzeń będące w sprzeczności z zasadami efektywnego zarządzania ryzykiem, wskazujące na brak właściwego nadzoru właścicielskiego.

Inicjatywy ustawodawcze podejmowane zarówno przez Stany Zjednoczone, jak i Unię Europejską zmierzają do wprowadzenia regulacji umożliwiających wprowadzenie efektywnych systemów wynagradzania osób zarządzających spółkami. Kierunki proponowanych reform polityki wynagradzania menedżerów mają na celu „zachowanie równowagi między korzyściami menedżerów, akcjonariuszy i innych grup interesariuszy, między krótko- i długookresowymi wynikami ekonomicznymi spółki, między skłonnościami do ryzyka i kontrolą ryzyka, między celami jednostkowymi a celami całej organizacji” (Urbanek, 2010, s. 94).

### **3. Mierniki efektywności pracy menedżera**

Istnieje zasadnicza trudność określenia mierników pozwalających jednoznacznie powiązać efektywność działania menedżerów z wynikami osiąganymi przez spółkę. Problem ten wskazują też teoretycy przedmiotu. Kwestie te pojawiają się również podczas dyskusji prowadzonych w aspekcie kryzysu gospodarczego. Zadawane są pytania czy właściwe jest przekonanie menedżerów, że nie są w żaden sposób odpowiedzialni za to co się dzieje z wartością rynkową akcji zarządzanych przez nich

spółek. W kontekście prowadzonych rozważań ciekawe wydaje się spostrzeżenie B. Grahama, aby miernikiem kompetencji kierownictwa spółki była średnia cena rynkowa akcji. Uważa on, iż „akcjonariusz ocenia, czy jego inwestycja jest udana, w kategoriach uzyskiwanej dywidendy, jak i długoterminowych tendencji jej średniej wartości rynkowej. Te same kryteria należałoby logicznie zastosować przy testowaniu efektywności kierownictwa spółki oraz postaw, jakie mają wobec właścicieli przedsiębiorstwa” (Graham, 1999, s. 136). Zgodzić się należy, że mierniki służące ocenie efektywności menedżerów powinny być zgodne z tymi, które wykorzystywane są do miary oceny wzrostu wartości firmy. Pamiętajmy jednak, iż te oparte na statystycznej analizie bilansu, rachunku zysków i strat czy przepływach gotówkowych mogą w łatwy sposób podlegać manipulacji. Dlatego też do analizy długoterminowej wartości przedsiębiorstwa proponuje się wykorzystanie m.in. mierników wartości opartych na koncepcji zysku rezydualnego (Pyszkowski, 2008, s. 403–405).

W Polsce od kilku lat spółki publiczne wdrażają kodeksy dobrych praktyk w nadzorze korporacyjnym, w których odnajdujemy m.in. zalecenia, aby wynagrodzenie członków organów spółek było powiązane z zakresem ich zadań oraz odpowiedzialności. Badania potwierdzające wpływ kodeksu dobrych praktyk na jakość sprawowania nadzoru nad spółkami publicznymi nie ukazały jednak zakresu wykorzystania wynagrodzeń jako instrumentu nadzoru korporacyjnego (Bohdanowicz, Jeżak, 2007, s. 110).

#### **4. Wynagrodzenia menedżerów państw członkowskich – zalecenia Komisji Wspólnot Europejskich**

O znaczeniu kształtowania systemu wynagrodzeń w aspekcie nadzoru korporacyjnego świadczy również stanowisko Unii Europejskiej. W ramach przyjętego w maju 2003 roku komunikatu w sprawie „Modernizacji prawa spółek i wzmocnienia ładu korporacyjnego w Unii Europejskiej – plan dalszych działań” zawarto wśród propozycji wzmocnienia praw akcjonariuszy również sugestie do wdrożenia odpowiedniego systemu regulującego wynagrodzenia dyrektorów w państwach członkowskich. Jednym z ważniejszych rozwiązań jest Zalecenie Komisji (Dyrektywa, 2004), gdzie wskazano na konieczność ujawnienia szczegółowo wynagrodzeń dyrektorów, sposobu zatwierdzania wynagrodzenia opartego na akcjach oraz zasad przedkładania akcjonariuszom informacji o systemach wynagradzania.

Ujawnienie polityki wynagrodzeń, zgodnie z zaleceniami Komisji Wspólnot Europejskich ma umożliwić akcjonariuszom ocenę podejścia spółki do kwestii wynagrodzeń i wpłynąć na wzrost odpowiedzialności spółki wobec akcjonariuszy. Kryzys finansowy lat 2007–2008 spowodował, iż kwestie nadzoru właścicielskiego nad wynagrodzeniami menedżerów stały się przedmiotem wielu debat publicznych. Unia Europejska przyznaje, iż niewłaściwe praktyki w zakresie wynagrodzeń

nakłaniały do podejmowania nadmiernego ryzyka, przyczyniając się tym samym do znacznych strat wiodących przedsiębiorstw finansowych, co rozprzestrzeniło się na resztę gospodarki, obciążając społeczeństwo wysokimi kosztami (Dyrektywa, 2009).

## **5. Ustawowe ograniczenia wynagrodzenia menedżerów – „ustawa kominowa”**

Szczególnym rodzajem regulacji wysokości wynagrodzenia menedżerów kierujących niektórymi podmiotami na gruncie krajowym są zapisy zawarte w tzw. ustawie kominowej (Ustawa, 2000). Kwestia ustawowego określenia maksymalnego wynagrodzenia menedżerów dotyczy osób zajmujących stanowiska kierownicze m.in. w przedsiębiorstwach państwowych, państwowych jednostkach organizacyjnych posiadających osobowość prawną, jednoosobowych spółkach prawa handlowego utworzonych przez Skarb Państwa lub jednostki samorządu terytorialnego, spółkach prawa handlowego, w których udział Skarbu Państwa lub jednostek samorządu terytorialnego przekracza 50% kapitału zakładowego (lub 50% liczby akcji), agencjach państwowych, bez względu na ich formę organizacyjno-prawną, jednostkach badawczo-rozwojowych, fundacjach, w których dotacja ze środków publicznych przekracza 25% rocznych przychodów, funduszach celowych, niektórych państwowych jednostkach i zakładach budżetowych, samodzielnych publicznych zakładach opieki zdrowotnej. Menedżerom m.in. w przedsiębiorstwach państwowych oraz jednoosobowych spółkach prawa handlowego utworzonych przez Skarb Państwa lub jednostki samorządu terytorialnego mogą być przyznane świadczenia dodatkowe oraz nagroda roczna, która może być przyznana w zależności od osiągniętych wyników finansowych lub stopnia realizacji innych zadań w wysokości nie przekraczającej trzykrotności ich przeciętnego wynagrodzenia miesięcznego w roku poprzedzającym przyznanie nagrody, natomiast maksymalna wartość świadczeń dodatkowych obejmujących świadczenia bytowe, socjalne, komunikacyjne oraz ubezpieczenia majątkowe i osobowe przyznane w ciągu roku nie może przekroczyć dwunastokrotności przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia przyjętego dla ustalenia wynagrodzenia miesięcznego tych osób.

Kontrowersyjność zapisów tej ustawy można rozpatrywać w wielu aspektach. Jako zasadniczy nasuwa się problem naruszenia konstytucyjnej zasady równego traktowania w obrocie gospodarczym przedsiębiorstw publicznych i prywatnych, co może ograniczać konkurencyjność jednostek publicznych (art. 32 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej). Trudne do realizacji są zasady przyjęte na gruncie teorii agencji. W ustawowo zapisanej formule wynagradzania państwo jako właściciel ma zawężone możliwości ustalania wynagrodzenia menedżera-agenta w zależności od jego wyników. Ta sytuacja oznacza również, iż właściciel w niewielkim stopniu przerzuca ryzyko działalności na agenta.

Ustalenie górnych limitów wynagrodzeń rodzi ponadto niebezpieczeństwo odpływu do innych firm najlepszych menedżerów, jak również pokusę nieetycznych zachowań celem uzyskania korzyści materialnych. Z punktu widzenia przedsiębiorcy mamy do czynienia z naruszeniem pewności obrotu, gdyż utrata wysoko wykwalifikowanej kadry specjalistów, w konsekwencji może wpłynąć na działalność finansową firmy (Patulski, 2005). Nadmierny formalizm w określaniu wynagrodzeń menedżerów w spółkach państwowych i samorządowych potwierdza fakt, iż w tej formule prawnej również nie wszyscy osiągają maksymalne ustawowo określone wynagrodzenia.

Budowa dyskryminacyjnego systemu wynagradzania, gdzie nie wyniki ekonomiczne, ale fakt, iż właścicielem jest Skarb Państwa lub jednostka samorządu terytorialnego decyduje o uposażeniu menedżera oznacza, iż pryncypał publiczny nie wykorzystuje wynagrodzenia jako elementu skutecznego nadzoru nad własnością. Należy ponadto dodać, iż przedsiębiorstwa, nawet gdy są spółkami kapitałowymi, są często złymi właścicielami, gdyż będąc instytucjami publicznymi pełnią różne funkcje traktowane jako ważniejsze niż wzrost wartości spółki (Bossak, Zalega, 2001, s. 5).

## 6. Podsumowanie

Niezależnie od kontrowersji występujących wokół wynagrodzenia menedżerów jako instrumentu kontroli nad własnością panuje zgoda, iż nadzór korporacyjny musi być wsparty rozsądną polityką wynagrodzeń menedżerów. Zachęty ekonomiczne do podejmowania ryzyka nie powinny kreować zagrożeń, które ujawnił kryzys gospodarczy, kiedy praktyki w zakresie wynagrodzeń skłaniały menedżerów do podejmowania nadmiernego ryzyka celem osiągnięcia wyższych dochodów w krótkim czasie, natomiast narażając przedsiębiorstwa na straty w perspektywie długoterminowej. System wynagrodzeń menedżerów będzie w większym stopniu spełniał swoją funkcję mechanizmu nadzoru korporacyjnego pod warunkiem, iż przekazując władze właściciele będą monitorować zarządzanie własnością w takim zakresie, aby istniała pełna świadomość wśród menedżerów (wynajętych agentów), że ich władza pochodzi od właścicieli kapitału.

## Bibliografia

- Błaszczak A. 2010. *Nadchodzi kolejna fala wymiany prezesów*. „Rzeczpospolita” nr 10 (8521).
- Bohdanowicz L., Jeżak J. 2007. *Czy kodeksy dobrych praktyk wpłynęły na poprawę jakości sprawowania nadzoru nad spółkami?* „Organizacja i Kierowanie” nr 3 (129).
- Bossak J., Zalega K. 2001. *Efektywność corporate governance a kierunki rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*. „Organizacja i Kierowanie” nr 4 (106).



- Dyrektywa [2004] kierowana do Państw Członkowskich – Zalecenie Komisji 2004/913/WE z dnia 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie. Dz. U. UE.L.04.385.55.
- Dyrektywa [2009] kierowana do Państw Członkowskich – Zalecenie Komisji 2009/385)WE z dnia 30 kwietnia 2009 r. w sprawie polityki wynagrodzeń w sektorze usług finansowych. Dz. U. UE.L.09.120.22.
- Graham B. 1999. *Mądry inwestor*. Kraków: Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu. ISBN 83-85441-92-1.
- Jerzemska M. 2002. *Nadzór korporacyjny*. Warszawa: PWE. ISBN 83-208-1382-4
- Noga A. 2009. *Teorie przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE. ISBN 978-83-208-1800-0.
- Patulski A. 2005. *Problem ograniczeń w wynagradzaniu osób kierujących niektórymi podmiotami prawnymi*. „Personel i Zarządzanie” nr 4.
- Pyszkowski C. 2008. *Menedżerskie programy motywacyjne*. W: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*. Red. A. Szablewski, R. Tuzimek. Warszawa: Poltex. ISBN 83-88840-59-2.
- Rudolf S. i in. 2002. *Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka*. Warszawa: PWE.
- Stalmach R. 2005. *Zarządzanie firmą w interesie akcjonariuszy*. Warszawa: Difin. ISBN 83-7251-562-X.
- Urbanek P. 2010. *Kryzys finansowy a polityka wynagradzania menedżerów*. W: *Nadzór korporacyjny w warunkach kryzysu gospodarczego*. red. P. Urbanek. Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego.
- Ustawa [2000] z dnia 3 marca 2000 r. o wynagradzaniu osób kierujących podmiotami prawnymi. Dz. U. z 2000 r., nr 26, poz. 306 ze zm.
- Zalega K. 2004. *Wynagradzanie oparte na własności jako element ładu korporacyjnego – w poszukiwaniu optimum*. „Przegląd Organizacji” nr 2.

## **Controversies over Salaries of Managers as an Instrument of Property Supervision**

**Summary:** This paper discusses the role of managers' salaries as an instrument through which owners of capital motivate managers to act in accordance with their interests. Around the concept of managers' salaries, there are many controversies connected with the possibilities of shaping salaries in order to support effectively the supervision of the property.

---

---

Key words: corporate supervision, salary of managers, the management contract

---

---