Вознаграждение руководителей высшего звена на примере компаний Восточной Европы
(опыт эмпирического исследования на данных Bloomberg)

Докладчик
Кузнецова Екатерина
Дискуссанты
Солнцев Сергей
Травкин Павел

Содержание:

1. Проблема «принципал - агент» и агентские издержки
2. Тенденции развития системы вознаграждения топ - менеджеров
3. Структура компенсационного пакета топ - менеджеров
   - Постоянная часть
   - Переменная текущая часть
   - Переменная долгосрочная часть
   - Нематериальная часть
4. Основные подходы к системе вознаграждения топ - менеджеров
5. Эмпирическое исследование

Проблема «принципал-агент» и агентские издержки

Собственник капитала

Делегирование права контроля

Руководитель высшего звена (топ - менеджер)

Несовпадение интересов + Асимметрия информации

Агентские проблемы:

- Проблема усилий;
- Проблема выбора инвестиционного горизонта;
- Проблема различий в принятии риска;
- Проблема неэффективного использования активов.

Неэффективность политики компании:

- инвестиционной;
- операционной;
- финансовой.

Снижение стоимости компании или замедление ее роста

?

Сложность контроля за деятельностью топ - менеджеров

Сложность оценки результатов работы топ - менеджеров

Проблема «принципал-агент» и агентские издержки

Потенциальная оценка бизнеса при совпадении интересов топ - менеджеров и собственников капитала

Агентские издержки

Фактическая оценка бизнеса

?

Решение проблемы:
система вознаграждения руководителей высшего звена компании

Универсальные характеристики системы вознаграждения

Размер

Способ платежа

Способ увязки

Задачи и принципы

Различия между системой мотивации топ - менеджеров и других наемных сотрудников компании:

1. Топ - менеджеры могут прямо влиять на конечные результаты деятельности компании → *Система мотивации топ - менеджеров строится на базе объективных показателей, характеризующих результаты деятельности компании;*

2. Для топ - менеджеров характерен более продолжительный период, за который оценивается их деятельность (от года до трех) → *Наличие долгосрочных механизмов мотивации в компенсационных пакетах топ - менеджеров;*

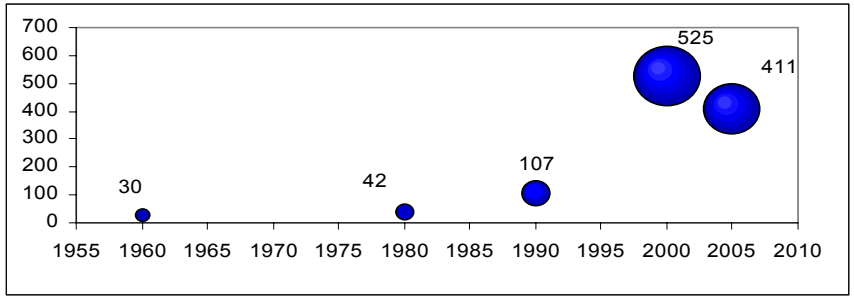
3. Система мотивации топ - менеджеров должна быть ориентирована на достижение целей, поставленных собственниками бизнеса (увеличение капитализации) → *Система вознаграждения строится на основе показателей, которые связаны со стоимостью бизнеса;*

4. Размер вознаграждения должен быть достаточно большим, в силу высокой профессиональной квалификации, а также деловых и личностных качеств топ - менеджеров.

Тенденции развития системы вознаграждения топ - менеджеров и причины ее динамики

1. Сильно повысился абсолютный уровень средних выплат топ - менеджерам;

2. Наблюдается увеличение разрыва между размером вознаграждения топ - менеджеров и других сотрудников компании, работающих по найму;

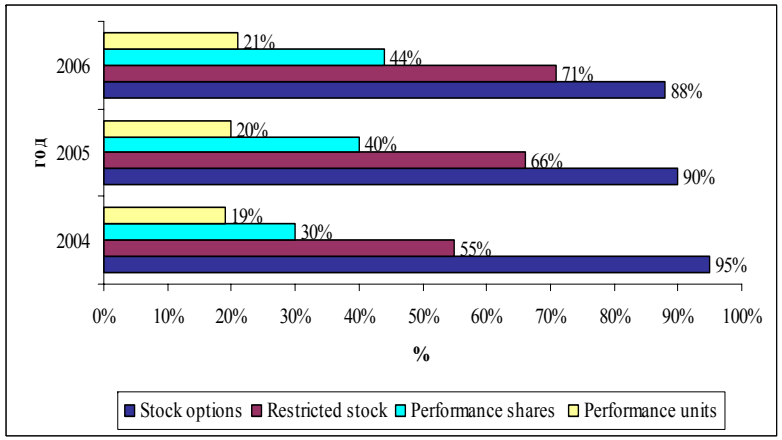


Источник: Institute for Policy Studies - United for a Fair Economy (2006)

3. Резко увеличилась доля переменной части в компенсационном пакете топ - менеджеров

CEO/ Компания	*2004*	*2003*	*% изменение*
Jerald G. Fishman/ Analig Devices	689	41	1 580
Brian L. Halla/ National Semiconductor	5 000	401	1 147
Joseph W. Luter III/ Smithfield Foods	6 609	698	847
Markos I. Tambakeras/ Kennametal	1 231	168	633
Stanley A. Rabin/ Commercial Metals	1 650	240	588
Arthur F. Weinbach/ Automatic Data Processing	840	168	400

Источник: Анализ отчетности 100 крупнейших компаний США, проведенный агентством Mercer Human Resource Consulting, New York



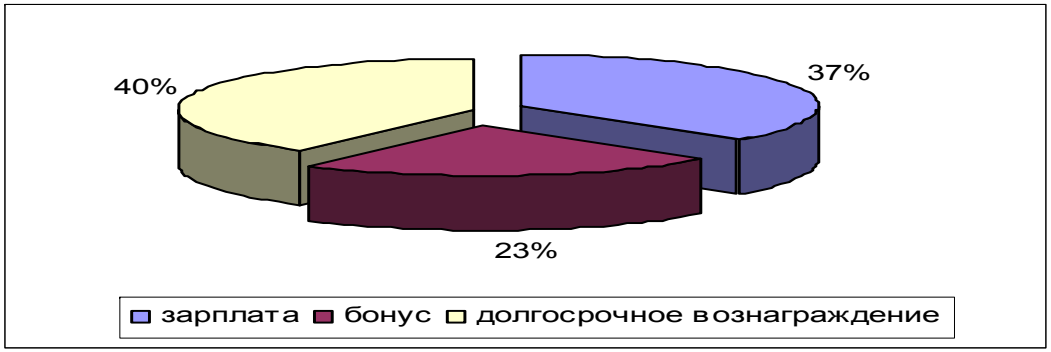
Источник: Frederic W. Cook & Co. анализ 250 крупнейших компаний США, входящих а индекс S&P 500

Основные составные части общего вознаграждения топ - менеджеров компании

Классическая схема вознаграждения топ-менеджера:*

- фиксированная часть (зарплата) – 50%,
- краткосрочное премирование (например, годовые бонусы) – 25%,
- долгосрочные поощрительные выплаты (опционы на акции, отсроченные денежные выплаты) – 20%,
- остальное – дополнительные льготы (например, автомобиль, страховка).

Распределение общей суммы вознаграждения



Источник: PwC Global Equity Incentive Survey, 2005

* В соответствии с классификацией, принятой Американской ассоциацией спе-циалистов по оплате труда («World at Work»)

Постоянная часть системы вознаграждения топ - менеджеров (фиксированная заработная плата)

- *Устанавливается изначально;*
- *Платится за то, что топ - менеджер обладает определенным количеством знаний, умений, навыков;*
- *Не зависит от результатов деятельности компании;*
- *Размер зарплаты соответствует среднему значению в аналогичных компаниях.*

Топ - менеджер при поиске работы в первую очередь обращает внимание на уровень заработной платы

Мотивационная сила

У заработной платы самый низкий мотивационный коэффициент полезного действия (КПД)

исследования американских психологов:

повышение зарплаты стимулирует мотивацию топ-менеджера в течение одного – пяти месяцев, после чего мотивация снижается до прежнего уровня

Переменная текущая часть вознаграждения топ - менеджеров (бонусы)

- Составляет порядка 30 – 50% от общей суммы денежных выплат;
- Зависит от результатов деятельности топ – менеджера;
- Размер бонусного вознаграждения привязывается к количественно измеримым и надежным в оценке показателям – KPI (key performance indicators).

Показатели для формирования бонусного фонда	Руководители высшего звена	
	Количество компаний	%
Выручка, продажи	7	54%
Показатели прибыли	10	77%
Показатели денежного потока	6	46%
Показатели рентабельности	6	46%
Производственный показатели	9	69%
Показатели качества	4	31%
Показатели удовлетворенности клиентов	1	8%
Другое (например, EVA, NPV, доля рынка)	1	8%

Источник: результаты исследования уровня вознаграждения топ - менеджеров крупнейших российских компаний, проведенного компанией ПрайсвотерхаусКуперс в 2005 г.

Переменная текущая часть вознаграждения топ - менеджеров (бонусы)

Как правило используются KPI разного уровня:

Учет вклада разных факторов управления	Доля факторов в целевом бонусе для высшего уровня управления (топ-менеджмент), %	Доля факторов в целевом бонусе для среднего уровня управления (руководители подразделений, заместители), %	Доля факторов в целевом бонусе для низшего уровня менеджмента, %
Компания в целом Corporate Performance Factor (CPF)	80	50	20
Функциональное направление/подразделение Divisional Performance Factor (DPF)	0	30	50
Индивидуальные цели Individual Performance Factor (IPF)	20	20	30

Переменная долгосрочная часть компенсационного пакета топ - менеджеров

- Составляет порядка 35% от общего размера вознаграждения;
- Зависит от результатов деятельности топ – менеджера.

<u>Преимущества долгосрочных мотивационных механизмов:</u>

❖ объединяют интересы акционеров и менеджеров;

❖ вознаграждают получение устойчивых результатов в течение трех — пяти лет;

❖ увеличивают «горизонт планирования» руководителей высшего звена и способствуют принятию решений, выгодных акционерам в долгосрочной перспективе;

❖ являются противовесом желанию максимизировать прибыль в текущем году в ущерб развитию компании;

❖ служат надежным инструментом для удержания топ - менеджеров.

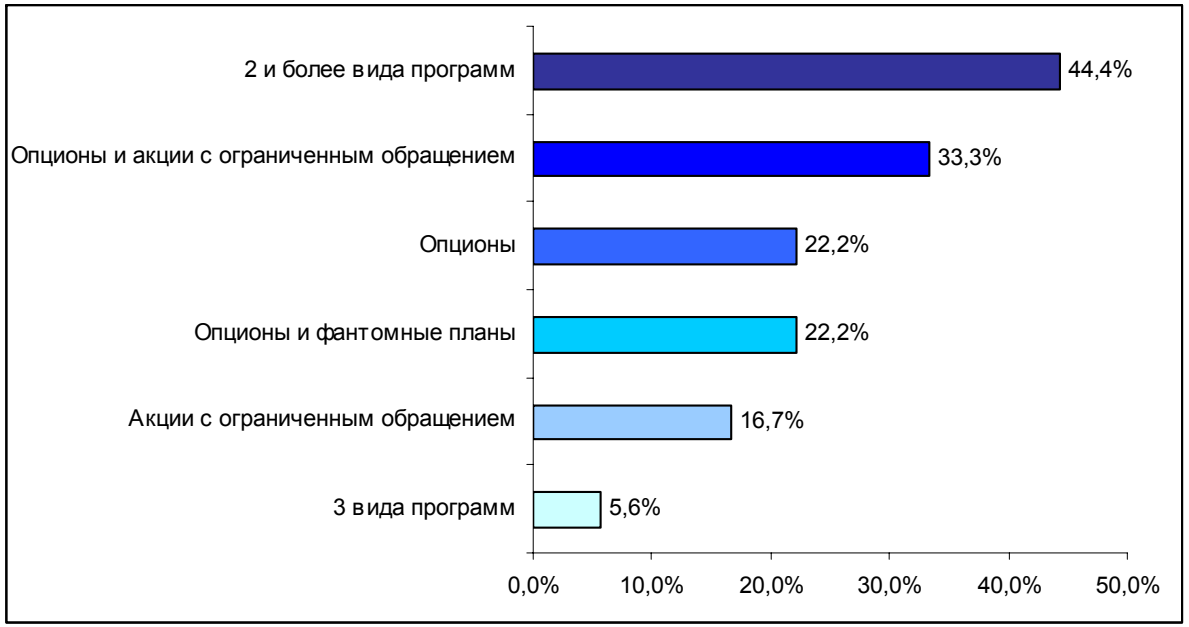
Переменная долгосрочная часть компенсационного пакета топ - менеджеров

Виды программ долгосрочного вознаграждения

Программы долгосрочного вознаграждения, основанные на акциях:

- премирование акциями;
- опционы;
- акции с ограничениями

Программы долгосрочного вознаграждения, основанные на денежных выплатах



Источник: ПрайсвотерхаусКуперс

Нематериальная составляющая компенсационного пакета топ - менеджеров

- Признание профессионализма менеджера собственниками бизнеса;
- Доверие и делегирование полномочий;
- Известный бренд компании;
- Стабильно развивающийся бизнес;
- Долгосрочные перспективы в карьере;
- Обучение;
- Корпоративная культура.

Основные подходы к формированию системы вознаграждения топ - менеджеров компании

- Традиционный подход;
- Подход, ориентированный на результат и производительность;
- Подход, ориентированный на стоимость бизнеса.

Система вознаграждения, ориентированная на повышение стоимости бизнеса

<table>
<tr><th>Система внутренних показателей, характеризующих стоимость</th><th colspan="2">Курс акций (капитализация компании)</th></tr>
<tr><td>Бонус - системы на основе</td><td>Чистое участие</td><td>Виртуальное участие</td></tr>
<tr><td>Дисконтированного денежного потока (DCF)</td><td>Опционы на акции</td><td rowspan="4">Фантом - акции</td></tr>
<tr><td>Экономической добавленной стоимости (EVA)</td><td rowspan="3">Участие в собственности (выдача акций)</td></tr>
<tr><td>Прибыли на акцию (EPS)</td></tr>
<tr><td>Рентабельности активов (ROA)</td></tr>
<tr><td>Система сбалансированных показателей (Balanced Scorecard - BSC)</td><td colspan="2"></td></tr>
</table>

Система вознаграждения, построенная на показателе EVA

это «якорь системы финансового управления на основе EVA»

Stern Stewart (1991)

- **Недостатки системы вознаграждения (бонусных планов), основанной на традиционных бухгалтерских показателях:**
  - подвержены манипуляциям;
  - достаточно часто включают в себя пересматриваемые или субъективные цели;
  - часто ориентируют менеджеров только на краткосрочные цели.
- **Преимущества бонусных планов, увязанных с EVA:**
  - Более объективные;
  - Относительно простые;
  - Обеспечивают нацеленность на долгосрочные результаты.

Разрешение конфликта интересов менеджеров и акционеров

Эмпирические исследования эффективности применения опционных схем вознаграждения

Фондовые опционы - это гибкий и многофункциональный инструмент фондового рынка, который может решить одновременно и поэтапно самый широкий круг задач, стоящих перед топ - менеджерами и акционерами компаний.

рост капитализации компании

повышение заинтересованности высшего и среднего звена менеджеров в результатах работы компании через конкретный финансовый инструмент

установление зависимости между доходами менеджеров компании и курсовой стоимостью акций (зависимость может быть прямой или опосредованной)

Эмпирические исследования эффективности применения опционных схем вознаграждения

обобщая ряд теоретических и эмпирических работ в отношении эффективности и экономической рациональности применения опционных схем вознаграждения, можно выделить два подхода

с точки зрения решения конфликта принципал - агент (incentive alignment view)

Jensen and Meckling (1976)
Demsetz and Lehn (1985)
Himmelberg, Hubbard and Palia (1999)
Core and Guay (1999)
Rajgopal and Shevlin (2002)

проводили свои исследования, исходя из предпосылки о том, что выделение опционов для вознаграждения топ – менеджеров соотносится с целью максимизации стоимости компании

с точки зрения получения «ренты» (rent extraction view)

Jenter (2001)
Meulbroek (2001)
Hall and Murphy (2002)
Lambert and Larcker (2002)

опционы – неэффективный способ вознаграждения менеджеров

Yermack (1997)
Aboody and Kasznik (2000)
Bens, Nagar and Wong (2002)
Carpenter and Remmers (2001)

доказали, что менеджеры злоупотребляют выданными им опционами в своих интересах

Исследование по применению опционных программ в России

- В реальном секторе только девять компаний (МТС, Вымпелком, Татнефть, IBS, Лебедянский. Вимм –Билль – Данн, Лукойл, ОМЗ, РАО «ЕЭС России») уже используют опционные программы;
- Подавляющее большинство из этих компаний выпустило опционы в период 2001 – 2003;
- Опционные программы в основном были рассчитаны для топ – менеджмента компании (первых 10 топ – менеджеров компании);
- На опционные программы выделялось до 3% акций компании (в большинстве случав только 0,5% - 1% акций компании).

- После 2006 года наблюдается существенное увеличение заявлений компаний о применении ими опционных механизмов вознаграждения;
- Выделили порядка 18 компаний (Газпром, Альфа Капитал, РБК, ТМК, Евраз, Евроцемент групп, Ситроникс, Комстар – Объединенные телесистемы, Сургутнефтегаз, Полюс Золото, Пятерочка, Глория Джинс), которые планируют запуск опционных программ в ближайшее будущее (в большинстве случаев необходимо одобрение совета директоров).

- Отдельно был рассмотрен финансовый сектор и выявлено, что порядка 4 участников этого рынка (Газпромбанк, банк Зенит, банк Траст, Банк «Сосьете Женераль Восток») используют этот механизм в своей практике.

Эмпирическое исследование

Цель исследования:

1. выявить детерминанты (определяющие факторы) вознаграждения топ – менеджеров компаний Восточной Европы;
2. оценить взаимосвязь между вознаграждением топ – менеджеров и результатами деятельности компании (pay – performance relations).

Актуальность рассматриваемых вопросов:

- отсутствие систематического исследования компенсационных пакетов CEO за пределами США;
- среди исследований по странам Азии и Восточной Европы наибольшее число исследований было проведено по Японским компаниям (Kaplan, 1994; Xu, 1997; Ang and Constant, 1997; Joh, 1999; Kubo, 2001).

Описание выборки

Компании Восточной Европы (Словения, Чехия, Эстония, Венгрия, Латвия, Литва, Словакия, Сербия, Румыния, Польша, Россия)

Особенности рассматриваемой выборки:

- Далеко не у всех котируемых компаний есть сайт на английском языке;
- Ежегодные отчеты предоставляются незначительным числом компаний и за непродолжительный период времени;
- Ежегодные отчеты не всегда содержат информацию по корпоративному управлению, а так же консолидированную отчетность.

Итоговая выборка:

- 39 компаний, акции которых котируются на биржах соответствующих стран (Будапештская, Рижская, Вильнюсская, Варшавская, Московская, Будапештская, Белградская, Братиславская, Люблянская, Пражская, Талинская Фондовые биржи);
- Период 2002 – 2005 гг.

Источники информации:

1. *Ежегодные отчеты по всем компаниям, вошедшим в выборку за период 2002 – 2005 гг.:*

- данные о размере вознаграждения топ – менеджеров;
- численность топ – менеджмента компании (Members of Management board);
- Показатели структуры собственности компании;
- Характеристики корпоративного управления компанией;

2. *База данных Bloomberg:*

- данные (ежегодно за период 2001 – 2006 гг.) по котировкам акций компаний Восточной Европы;

3. *База данных Van Dijk (Amadeus):*

- бухгалтерские показатели (объем продаж, прибыль, величина активов за соответствующий период и т.д.).

Используемые модели:

- Модель линейной регрессии (polled regression);
- Модель с детерминированным эффектом (fixed effect model);
- Модель со случайным эффектом (random effect model).

Тестируемые гипотезы

Гипотеза 1: существует положительная взаимосвязь между размером компании и уровнем вознаграждения топ - менеджеров компаний Восточной Европы

положительная зависимость между размером компании и вознаграждением топ - менеджеров может быть объяснена как внутренней организационной структурой компании, так и внешним рынком труда

Гипотеза 2: существует положительная взаимосвязь между результатами деятельности компании и уровнем вознаграждения топ - менеджеров компании Восточной Европы

ожидается выявить положительную взаимосвязь как и в ряде исследований по США (Antle and Smith, 1986; Lambert and Larcker, 1987; Leonard, 1990; Murthy, 1985; Tosi and Gomez - Mejia, 1989)

Тестируемые гипотезы

Гипотеза 3: *уровень вознаграждения топ - менеджеров ниже в компаниях Восточной Европы с концентрированной структурой собственности*

Скорее всего, при отсутствии контроля и мониторинга, руководители высшего звена будут выплачивать себе большее вознаграждение, чем в случае пристального контроля за ними со стороны акционеров

Гипотеза 4: *взаимосвязь между результатами деятельности и уровнем вознаграждения топ - менеджеров сильнее в компаниях Восточной Европы с концентрированной структурой собственности*

Если у менеджеров есть свобода действия (неконцентрированная структура собственности), они будут стараться избежать принятия основанных на результатах деятельности компенсационных программ вознаграждения, так как такие компенсационные пакеты увеличивают степень их подверженности индивидуальному риску

Тестируемые гипотезы

Гипотеза 5: *взаимосвязь вознаграждения топ - менеджеров с результативностью деятельности компаний Восточной Европы будет усиливаться по мере уменьшения доли государственной собственности в структуре капитала компании*

- Более высокая доля государства в структуре собственности компании снижает воздействие рыночных факторов на компанию;
- Сопротивление в отношении изменения системы вознаграждения топ - менеджеров по причине высокой инертности государственной политики и бюрократических процедур

Гипотеза 6: *взаимосвязь между результатами деятельности и уровнем вознаграждения топ - менеджеров сильнее в компаниях Восточной Европы, в структуре собственности которых присутствуют институциональные инвесторы*

Финансовые институциональные инвесторы оказывают сильное воздействие на принимаемые в компании инвестиционные решения, а также помогают снизить агентские издержки

Тестируемые гипотезы

Гипотеза 7: назначение независимого директора в совет директоров компании Восточной Европы не сделает более сильной связь вознаграждения и результативности деятельности компании

Во многих развивающихся и переходных экономиках «независимые директора» достаточно часто в действительности не являются независимыми от топ - менеджмента компании, и характеризуются как «цветочная ваза»

Гипотеза 8: разделение должностных позиций CEO и председателя совета директоров компании не усилит взаимосвязь вознаграждения с результатами деятельности компаний Восточной Европы

Разделение позиций CEO и председателя совета директоров повысит независимость, силу и бдительность системы корпоративного управления компании. Увеличение силы корпоративного управления приведет к большему контролю за действиями топ - менеджеров

Переменные модели

Вознаграждение топ – менеджеров (зависимая переменная)

- Общее годовое вознаграждение всех топ – менеджеров компании;
- Общее годовое вознаграждение на одного топ – менеджера;
- Постоянная часть годового вознаграждения всех топ – менеджеров компании (зарплата);
- Переменная часть годового вознаграждения всех топ – менеджеров компании (бонусы и прочее).*

Независимые переменные

- Размер компании *(логарифм величины продаж);*
- Показатели результативности деятельности компании;
- Показатели структуры собственности компании;
- Характеристики корпоративного управления компанией.

* Исключается из анализа фондовые опционы и другие долгосрочные мотивационные механизмы

Переменные модели

Performance measures

1. Stock performance:
- Rate of return (ROR);
- Return on equity (ROE);
2. Alternative firm performance:
- Return on assets (ROA);
- Return on sales (ROS);
- EBITDA;
- Negative Profit;
- EBITDA Margin;
- Sales growth;
- Leverage.

* Исключается из анализа фондовые опционы и другие долгосрочные мотивационные механизмы

Переменные модели

Ownership structure

- Widely – held or closely – held ownership structure
- government share
- institutional share

Board structure

- duality
- independence

Дамми переменные

- year effect
- effect of diversification

Описательные характеристики выборки

- В выборке наибольшее количество компаний из нескольких стран: Чехия - 7, Польша - 11, Словения - 5;
- Согласно классификации базы данных Amadeus всем компаниям присвоен критерий very large company;
- В выборке компании лишь нескольких отраслей: нефтегазовая, химическая, фармацевтическая, электроэнергетическая, отрасль телекоммуникации;
- В выборке компании и диверсифицированные и не диверсифицированные (по наличию primarily and secondary SIC codes);
- 10 компаний используют опционные программы вознаграждения топ - менеджеров;
- Есть компании с высокой долей государства в структуре собственности, так же есть компании с существенной долей акций в руках институциональных инвесторов;
- В основном (90%) разделены позиции CEO и председателя совета директоров компании.

Описательная статистика

Показатели	*2002*	*2003*	*2004*	*2005*
Общее ежегодное вознаграждение всех топ –менеджеров (тыс. долл.)	1 341	1 600	2 058	2 824
Темпы роста, %		**119%**	**129%**	**137%**
Среднее ежегодное вознаграждение на одного топ – менеджера (тыс. долл.)	241	286	405	547
Темпы роста, %		**118%**	**142%**	**135%**
Фиксированная часть компенсационного пакета всех топ менеджеров (тыс. долл.)	1 019	1 272	1 630	2 289
Темпы роста, %		**125%**	**128%**	**140%**
Переменная часть компенсационного пакета всех топ – менеджеров (тыс. долл.)	877	1 029	1 243	2 512
Темпы роста, %		**117%**	**121%**	**202%**

Результаты эмпирического исследования

1. Выявлена статистически значимая положительная зависимость между размером компании и уровнем вознаграждения топ – менеджеров

   различия в размерах компаний объясняют 54,7% общего изменения переменной части вознаграждения топ – менеджеров

2. Не найдено статистически значимой зависимости между вознаграждением топ – менеджеров и акционерной стоимости компании

   котировки акций не отражают полной информации о результатах деятельности компании (в динамике котировок очень много «шума»)

3. Результаты подтвердили наличие низкого уровня корпоративного управления в компаниях стран Восточной Европы

   Введение в модель переменных, характеризующих структуру собственности компании и структуру совета директоров компании не оказали влияния на взаимосвязь уровня вознаграждения топ – менеджеров и акционерной стоимости компании

4. Топ – менеджеры не наказываются за низкие значения показателя рентабельности активов, но и не вознаграждаются за увеличение данного показателя деятельности компании (зависимость отсутствует)
5. Топ – менеджеры не наказываются за получение отрицательной прибыли в отчетном году

Результаты эмпирического исследования

6. Выявили положительную зависимость между переменной частью годового вознаграждения топ – менеджеров и темпом роста продаж

   увеличение роста продаж на 1% приводит к увеличению переменной части ежегодного денежного вознаграждения топ – менеджеров компаний Восточной Европы на 1,2%

7. Выявили наличие положительной взаимосвязи между общим уровнем вознаграждения топ – менеджеров и показателем EBITDA, а так же между вознаграждением на одного топ – менеджера и показателем EBITDA

   увеличение показателя EBITDA на 1% приведет к увеличению на 0,04% общего денежного вознаграждения всех топ – менеджеров, и на 0,06% ежегодного денежного вознаграждения на одного топ – менеджера

8. Выявлена положительная зависимость между постоянной частью компенсационного пакета топ – менеджеров и рентабельностью по показателю EBITDA

   увеличение показателя рентабельности EBITDA на 1% приведет к увеличению на 0,43% уровень постоянного ежегодного вознаграждения топ – менеджеров компаний Восточной Европы

Направления дальнейших исследований

1. Расширение выборки как за счет рассмотрения большего числа компаний, так и за счет расширения временного периода;
2. Включение в выборку равномерного количества представителей каждой страны;
3. Рассматривать отдельно основные элементы компенсационного пакета топ – менеджеров, выделяя при этом отдельно опционные программы вознаграждения;
4. Введение в модель лагированных переменных для показателей деятельности компании.

НО для дальнейшего проведения исследований в этой области требуется

законодательно закрепленная обязанность публичных компаний раскрывать значительный объем информации по показателям своей деятельности, в том числе по составу и размеру вознаграждения топ – менеджеров

Спасибо за внимание

Вопросы