

MENADŽERSKE KOMPENZACIJE – UZROK I POSLEDICA KRIZE KORPORATIVNOG KAPITALIZMA

„Najviše dobijaju oni koji sami uzimaju.

Zatim oni koji najviše traže.

A tek ono što ostane posle njih deli se onima koji zaslužuju.“

(Duško Radović)

Rezime

Nagrada za menadžera predstavlja interni mehanizam korporativnog upravljanja. Adekvatna naknada ima za cilj da podstakne menadžere na donošenje profitabilnih odluka i da ih dugoročno veže za korporaciju. Osnovni cilj ovog rada je da ukaže na potrebu povezivanja visine menadžerskih naknada sa ciljevima i odgovornošću za ostvarene rezultate. Naknade članovima uprave razmatraju se u kontekstu rešavanja agencijskih problema. Pored isticanja određenih razlika koje postoje u anglosaksonskom i kontinentalnom modelu korporativnog upravljanja posebna pažnja je usmerena na elaboriranje tri osnovna problema u vezi sa menadžerskim kompenzacijama: utvrđivanje naknade, kontrole naknade i objelodanjivanje naknade.

Globalna finansijska kriza podstakla je značajne rasprave na temu moralnosti i opravdanosti naknada koje se isplaćuju menadžmentu. Pronalaženje adekvatnih mehanizama za utvrđivanje visine kompenzacionih šema treba da doprinese podizanju ekonomske efikasnosti i unapređenju korporativnog upravljanja u cjelini. Prihvatanje i implementiranje standarda korporativnog upravljanja i najboljih praksi ne samo za društva koja kotiraju na berzi već i za društva koja ne kotiraju na organizovanom tržištu, omogućiti ili bi eliminisanje negativnih efekata vezanih za informacionu asimetriju i moguće zloupotrebe od strane menadžmenta. Na taj način se vratilo bi se poljuljano povjerenje u korporativni kapitalizam. U protivnom generisanje krize bi se nastavljeno. Uostalom, istorija kapitalizma je istorija krize.

Ključne riječi: menadžerske naknade, član uprave, agencijski problem, objelodanjivanje, bonus, akcijske opcije, korporativni kapitalizam

¹ Vanredni profesor na Ekonomskom fakultetu Univerziteta Crne Gore, e-mail: milanl@ac.me

² Assistant Professor of Finance, Western New England College Springfield, United States, e-mail: milos.vulanovic@wne.edu

UVOD

U posljednjih pedeset godina korporacije – akcionarska društva, postale su najznačajniji entiteti tržišnog privrednog razvoja. Moć korporacija ogleda se u njihovoj sposobnosti da udruže kapital, a samim tim i privrednu moć neograničenog broja ljudi. Bez obzira na svoju značajnu ulogu u privrednom i civilizacijskom razvoju uopšte, moderne korporacije su danas najčešće ponašaju kao nepogrešive i svemogućke i sve više utiču na odluke državnih organa koji bi trebalo da ih kontrolišu. Drugim riječima korporacije upravljaju našim životima, određuju i naša ponašanja i funkcionisanja društvenih i privrednih sistema uopšte.

Posljednjih godina svjedoci smo sve većeg broja korporacijskih skandala i prevara, što nas navodi na zaključak da su korporacije u posljednja tri vijeka prigrabile toliko moć i da su ugrozili i sami državni nadzor. U svom procesu razvoja prošle su put od nekih institucija, koje je bilo moguće zabraniti zakonskim aktima, do institucija koje dominiraju društvom i državom. Ekonomsko-financijska kriza globalnih razmjera razotkrila je mnoge slabosti korporativnog kapitalizma. Brojni teoretičari sa pravom postavljaju pitanje koji su osnovni uzroci ovakvog stanja, i da li se bliži kraj epohi korporativnog kapitalizma? Bez prejudiciranja odgovora na postavljeno pitanje nametnuo se zaključak da se u samoj filozofiji i ponašanju korporacije nešto mora mijenjati. Mendžerska pohlepa i visina njihovih kompenzacija u tom kontekstu zauzima značajno mjesto. U tom cilju veoma je važno sagledati i empirijski verifikovati uzavisnost između visine menadžerskih naknada i efikasnosti ostvarenja ciljeva korporativnog poslovanja. Pri tom treba imati na umu da sve više prevladava uvjerenje da osnovni cilj poslovanja korporacija nije maksimiranje dobitka na dugi rok, već društvena odgovornost i održivi razvoj. Bez obzira na to koliko ovakva konstatacija zvuči „orvelovski“ sasvim je sigurno da korporacije moraju uskladiti svoje poslovanje sa konceptom održivog razvoja ili ekosistem zemlje biti ugrožen a njegova mogućnost opstanka dovedena u pitanje. Sa pravom se postavlja pitanje da li je institucionalna moć korporacije i neograničena želja za stvaranjem profita napravila od korporacija „frankenštajne sposobne da čine zlo“³. I pored činjenice da je koncept neoliberalne ekonomije pretrpio brojne kritike, veliki broj teoretičara još uvijek sumnja u društvenu odgovornost korporacija. Jedan od najpoznatijih teoretičara liberalne ekonomije Milton Fridman smatra da su korporacije dobre za društvo a da preveliki državni intervencionizam nije. Interesi korporacije prema njegovom mišljenju su interesi akcionara, tako da korporacija ne smije trošiti novac svojih akcionara za društveno odgovorne ciljeve koji nijesu povezani sa njenim finansijskim uinkom i interesom akcionara. Prema njegovom mišljenju postoji samo jedna društvena odgovornost za direktore korporacije a to je zaraditi što više profita za akcionare. „Direktori kojima su važniji ekološki i društveni ciljevi od stvaranja profita su nemoralni“, smatra Fridman.⁴

Finansijska kriza koja je najprije zahvatila bankarski i finansijski sektor postala je „globalna mora“. Posljednjih godina sve više se vode debate o tome kako riješiti problem nagrađivanja menadžera. Rešenje ovog problema ogleda se u nastojanju da se zadovolji vječna pohlepa i gramzivost a istovremeno unaprijedi sistem korporativnog upravljanja prije svega kroz implementaciju koncepta društvene odgovornosti.

³ Izjava sudije američkog Vrhovnog Lousa Brandeisa u presudi iz 1933. godine.

⁴ Joel Bakan: Korporacija: patološka težnja za profitom i moć, Mirakul, Zagreb 2006. godina, str. 8

MENADŽERSKE NAKNADE I AGENCIJSKI PROBLEM

Shleifer and Vishny (1997) definisu Korporativno upravljanje kao skup nacina koji vlasnici kapitala koriste da bi osigurali povrat an kapital.

Finasijska kriza je ponovo aktuelizovala pitanje šta je uloga vlasnika kapitala u upravljanju firmom? Bez obzira na razvijenu teoriju i praksu korporativnog upravljanja i dalje nemamo kona ne odgovore na pitanja:

- Koliko aktivnosti akcionara uticu na profit i performance društva?
- Koliko aktivnosti akcionara usložnjavaju situaciju vezanu za agencijski problem?

U cilju sveobuhvatnog sagledavanja me uzavisnosti izme u visine menadžerskih naknada i efikasnosti poslovanja korporacija, neophodno je preciznije definisati šta predstavlja naknadu koja se daje lanovima uprave? Istovremeno, potrebno je odgovoriti na pitanje ko su lanovi uprave kojima pripada naknada?

Kodeksi korporativnog upravljanja, kao i ve ina zakona koja regulišu problematiku korporativnog upravljanja ne definišu sam pojam naknade. U terijsko-pravnom smislu mogu e je izdvojiti onu definiciju koja kaže da je **naknada ona imovinska korist koju društvo daje lanu uprave kao protiv inidbu za obavljanje ugovorenih poslova u vezi sa upravljanjem i poslovo enjem društvom.**

Iz navedene definicije mogu e je uo iti tri osnovne karakteristike. Prvo, da je naknada imovinska korist koja se daje lanovima uprave društva. Drugo, da naknadu daje deruštvo a ne neko tre e lice i tre e, naknada se daje kao protiv indba za obavljanje ugovorenih poslova od strane menadžmenta.

Naknada kao imovinska korist omogu ava direktno ili indirektno pove anje imovine lana uprave. Direktno pove anje imovine obuhvata:

- Naknade u novcu
- Naknade u akcijama
- Naknade u robi i sl

Tako e, mogu a je situacija da se naknadom pove ava imovina lana uprave, ali da naknada sama po sebi nema taj efekat. Na primjer ako društvo da obezbje enje za kredit koji lan uprave dobija od banke.

Pod direktnim pove anjem imovine podrazumijevaju se i one naknade koje mogu ali i ne moraju da uveaju imovinu lanu uprave. Da li e zasita do i do pove anja imvine ili ne zavisi od ispunjenja odre enih uslova . U ovom sluaju radi se o naknadama sa potencijalnim (uslovnim) imovinskim koristima za lana uprave. Kao tipi ni primjeri naknada sa potencijalnim koristima mogu se navesti:

- Godišnji bonusi
- Akcijske opcije

- U eš e u dobitku
- Privremeno neprenosive akcije itd.

Imovinske koristi koje dobija lan uprave mogu biti i indirektne. To su one koristi koje u stvari predstavljaju nerealizovane gubitke. Nerealizovani gubici nastaju zbog injenice da lan uprave nije imao odre ene troškove koji se mogu osnovano o ekivati ve su ti troškovi pokriveni od strane društva. Na primjer direktor ne e imati telefonske troškove i troškove za internet jer su oni pokriveni od strane društva.

Po pravilu naknadu lanovima uprave daje korporacija – društvo. Može se desiti da naknadu daje neko drugo lice ali u tom slu aju naknada se daje u ime i za ra un društva.

Naknada se daje kao protiv inidba za obavljanje ugovorenog posla od strane lana uprave a koji se odnosi na upravljanje i rukovo enje društvom. Drugim rije ima društvo pla a naknadu u zamjenu za ono što je dobilo od lana uprave. U pravnoj teoriji preovladava stav da naknada kao protiv inidba ne mora biti ekvivalentna obavljenom poslu i ostvarenom rezultatu. U uslovima razvijenog i efikasnog korporativnog upravljanja naknada bi odgovarala onome što je lan uprave zaista i zaslužio. U praksi, naknada je rezultat protiv inidbe, ali ne i ekvivalentna mjera zasluga i rezultata menadžmenta kompanije. Tvrdnja, da naknada ne mora biti ekvivalentna obavljenom poslu zasniva se na analogiji da ugovorom o kupoprodaji neke robe ugovorena cijena može biti ve a ili manja od tržišna a da to ne dovede u pitanje pravnu prirodu obavljene transakcije.

Naknadom se ne mogu smatrati davanja, koja lanu uprave omogu avaju obavljanje poslova upravljanja i rukovo enja, kao na primjer: kupovina službenih automobila, kupovina kancelarijske opreme, troškovi službene reprezentacije, putni troškovi i sl. Ovi troškovi ipak mogu poprimiti karakter naknade kada njihov nastanka nije bio potreban za obavljanje ugovorenih poslova (na primjer kupovina aviona i sl.)

lanovi uprave mogu od društva dobiti odre ene imvinske koristi, koje ne predstvljaju naknadu za obavljeno poslovo enje i upravljanje društvom. Takav primjer imamo u slu aju isplate nov ane naknade za slu aj smrti lana porodice, nov ana isplata za slu aj penzionisanja, novogodišnji bonus i sl. Jedan broj teoreti ara, prije svega predstavnika liberalne ekonomije, oakvo stanje smatra rasipaništvom. Bez obzira što u ovom slu aju nemamo direktnu protiv inidbu za navedene isplate, smatra se da društvo ipak ima indirektnu korist, koja se ogleda u podizanju lojalnosti i motivisanju menadžmenta, što u krajnjem rezultira podizanjem ekonomske efikasnosti.

U teoriji i praksi korporativnog upravljanja esto se postavlja pitanje, da li se pod terminom naknade mogu obuhvatiti i nagrade koje se daju menadžmentu? Naknada lanu uprave je protiv inidba za obavljene posao, dok je nagrada davanje za dobro obavljene posao i postizanje odre enih rezultata. Ipak, bez obzira na iznesene razli itosti naj eš e se terminom naknade obuhvataju i nagrade koje se ispla uju lanovima uprave.

„U cilju prou avanj uticaja visine naknade na efikasnost poslovanja preduze a i korporativno upravljanje uopšte neophodno je razriješiti još jednu dilemu. Ta dilema odnosi se na pitanje ko se sve smatra lanom uprave? Odgovor na ovo pitanje zavisi prije svega od modela korporativnog upravljanja koji se primjenjuje u odre enoj zemlji. esto se umjesto termina lanovi uprave koriseti termin direktori društva. Pojam direktor obuhvata sva ona lica koja pripadaju upravlja kim, nadzornim i administrativnim organima društva ijim akcijama se

trguje na organizovanom tržištu kapitala.“⁵ U zemljama koje primjenjuju dvodomni model korporativnog upravljanja članovima uprave smatraju se sva lica koja su članovi odbora direktora i nadzornog odbora. U zemljama koje primjenjuju jednodomni model korporativnog upravljanja članovi uprave - direktori su članovi odbora direktora i izvršnog odbora. U jednodomnom modelu korporativnog upravljanja direktori se dijele na izvršne i neizvršne, dok se u dvodomnom modelu korporativnog upravljanja pravi podjela na upravljačke i nadzorne direktore. I u jednodomni i u dvodomni model korporativnog upravljanja postoje nezavisni direktori koji obavljaju izvršnu ili nadzornu funkciju. Utvrđivanje naknada nezavisnih direktora predstavlja posebno izazovnu i kontraverznu temu u okviru teorije i prakse korporativnog upravljanja.

U posljednje vrijeme u fokusu korporativnog upravljanja su i naknade (stimulacije i nagrade) koje se dodjeljuju licima, koja se ne mogu označiti kao članovi uprave. Kod ovih lica nije izražen konflikt interesa, koji proističe iz agencijskog problema, ali njihove odluke i postupci mogu uticati na povećanje rizika poslovanja i samim tim na finansijski rezultat. Ovakva praksa je veoma važna za finansijske institucije, koje su posljednjih godina značajan generator krize uslovljene neadekvatnim menadžmentom i preuzimanjem značajnog nivoa rizika prilikom donošenja određenih odluka od strane lica koja ne pripadaju upravnom ili izvršnom odboru.

Uobičajeno se shvaća da neki problemi korporativnog upravljanja ne javljaju se u svakom preduzeću, već samo tamo gdje postoji veliki broj vlasnika i odvojenost svojine od upravljanja. Drugim riječima, problematika iz oblasti korporativnog upravljanja uglavnom se vezuje za akcionarska društva.

Danas se gotovo ne može govoriti o uspješnoj i efikasnoj kompaniji koja ne primjenjuje i unapređuje standarde korporativnog upravljanja. Kada se govori o standardima korporativnog upravljanja i najboljoj praksi u domenu korporativnog upravljanja, uglavnom se misli na akcionarska društva koja se kotiraju na berzi. U tom kontekstu posebno je izražen problem koji se odnosi na utvrđivanje i visinu naknade direktorima društva. Rešavanje ovog problema uslovljeno je davanjem odgovora na dva pitanja:

1. Koje kompanije moraju poštovati standarde korporativnog upravljanja i najbolju praksu u pogledu utvrđivanja naknade?
2. Na koja lica i organe se odnose navedena pravila?

Kodeksi i standardi korporativnog upravljanja uglavnom se odnose na akcionarska društva čijim akcijama se trguje na organizovanom tržištu. Dobra praksa korporativnog upravljanja preporučuje primjenu kodeksa i navedenih standarda i za društva koja ne kotiraju na berzi. Istovremeno dobra praksa korporativnog upravljanja u pogledu određivanja naknada i stimulacija ne vezuje se samo za direktore koji pripadaju upravnom i izvršnom odboru, već i za menadžere nižeg nivoa, kod kojih ne postoji konflikt interesa ali je naglašen rizik preuzimanja i donošenja određenih odluka koje mogu uticati na finansijski rezultat društva.

Sa inteziviranjem finansijske i ekonomske krize korporativno upravljanje sve više dobija na značaju, pri čemu se kao imperativ nameće zahtjev da privredna društva poboljšaju svoje standarde i na ovom polju kako bi preživjela.

⁵ Vuk Radović : Naknade članovima uprave akcionarskog društva – preporuke dobre prakse korporativnog upravljanja, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd 2011, str. 24

Dobro korporativno upravljanje zavisi od usklađenosti između različitih mehanizama koji omogućavaju efikasno upravljanje i rješavanje konflikata koji nastaju u korporativnim strukturama.

Potencijalno najznačajniji konflikt u domenu korporativnog upravljanja predstavlja agencijski problem, koji se opisuje kao ponašanje menadžmenta koje je suprotno interesima akcionara a koje stvara određene koristi menadžmentu. Korporativno upravljanje podrazumijeva uzimanje u obzir interesa svih učesnika u korporaciji, što ukazuje na potrebu respektovanja i drugih potencijalnih konflikata a ne samo onih koji postoje u odnosu menadžment – vlasnici.

Agencijski problem uzrokuje nastajanje agencijskih troškova, što ima za posledicu smanjenje efikasnosti korporativnog upravljanja i pad tržišne vrijednosti preduzeća.

Postoje tri osnovna agencijska problema koja se odnose na akcionarsko društvo:

1. odnos menadžmenta i akcionara – prvi agencijski problem
2. odnos između ulaznih (kontrolnih) i manjinskih akcionara – drugi agencijski problem
3. odnos između menadžmenta (ili ulaznih akcionara) i ostalih nosilaca rizika u poslovanju preduzeća – treći agencijski problem

Adekvatan sistem nagradivanja može biti u funkciji smanjenja svakog od navedenih agencijskih problema. Način utvrđivanja nadoknada, njihova visina i struktura u značajnoj mjeri su uslovljeni stepenom koncentracije vlasništva u korporaciji. Rizici zloupotrebe od strane menadžmenta manji su ako je izražen uticaj kontrolnih akcionara, drugim riječima ima ukoliko je koncentrovano vlasništvo.

Jednodomni model korporativnog upravljanja karakterišu: disperzovano akcionarstvo, razvijeno finansijsko tržište, razvijeni instituti sudske prakse, laka mogućnost preuzimanja kompanije itd. U uslovima disperzovanog akcionarstva pojedina način i uticaj akcionara je veoma mala. Akcionari ne mogu da vrše direktan nadzor nad radom menadžmenta niti mogu biti direktno uključeni u donošenje poslovnih odluka. U takvim uslovima menadžment društva ima značajnu slobodu i diskreciju u domenu poslovnog odlučivanja i upravljanja. Rezultat takvog ponašanja može biti težnja menadžmenta da zadovoljava lične interese a ne interese akcionara. Ako postoji sumnja na zloupotrebu menadžmenta akcionari mogu prodati svoje akcije. S obzirom na veliki broj akcionara i disperzovano vlasništvo kontrola nad kompanijom najčešće se ostvaruje se kupovinom preko 10 % akcija. Na taj način tržište korporativne kontrole predstavlja veoma efikasan mehanizam kontrole i nadzora nad menadžmentom. Mogućnost neprijateljskog preuzimanja u ovom slučaju prinudi menadžment da ne zapostavlja interese vlasnika. Istovremeno, menadžeri razvijaju određene strategije odvajanja kojima žele onemogućiti preuzimanje i sačuvati svoju poziciju u društvu. Te strategije su najčešće poznate pod nazivom zlatni padobran, otrovne pilule, povećanje zaduženosti i sl. U većini slučajeva, strategije spriječavanja preuzimanja dovode do smanjenja efikasnosti korporativnog upravljanja i smanjenju vrijednosti kapitala postojećih akcionara.

Menadžerske naknade u sistemu disperzovanog akcionarstva mogu pomoći prevladavanju prvog agencijskog problema. Tradicionalno objašnjenje smatra da je najbolje povezati finansijske interese akcionara sa finansijskim interesima menadžmenta. To se postiže primjenom principa optimalnog ugovaranja. Prema ovom principu optimalna je ona nagrada koja: omogućava privlačenje i zadržavanje kvalitetnog menadžmenta, daje podsticaj

menadžmentu da radi u ime i za račun vlasnika društva, uvećavaju i njihovu imovinu i smanjuje ukupne troškove. Ugovaranje optimalnih naknada ima za cilj smanjenje potencijalnog konflikta između vlasnika i menadžmenta kroz smanjenje agencijskih troškova. Smanjenje ukupnih troškova proizilazi iz prirodnih svojstava stimulativnih naknada kao osnovnog postojanja za rješavanje prvog agencijskog konflikta. Stimulativne naknade omogućuju avajzu istovremeno motivisanje i disciplinovanje članova uprave društva.

Tradicionalni pristup menadžerskim naknadama nije uspio da objasni brojna odstupanja od principa optimalnog ugovaranja, koja rezultiraju zadržavanjem nesposobnih i neefikasnih menadžera kao i raznim zloupotrebama i kriminalnim radnjama i prevarama.

Tradicionalni pristup određivanju naknada polazi od određenih pretpostavki

- utvrđivanje naknada mora obezbijediti zaštitu interesa akcionara i maksimizirati njihovu korist,
- akcionari imaju mogućnost sprečavanja ugovaranja kompenzacionog paketa ako je suprotan njihovim interesima,
- tržišni mehanizam omogućuje formiranje optimalnih naknada.

Korporativna praksa nije dokazala potpunu održivost navedenih pretpostavki. Iako su naknade imale za cilj rješavanje prvog agencijskog problema, one su postajale izvor novih problema. Drugim riječima, naknade su dobile efekat bumerang., jer su umjesto da omogućuju rješavanje konflikta generisale nove probleme. Brojni faktori su uzrokovali ovakvo stanje. Među njima se posebno ističu: određivanje visine naknade od strane samih članova uprave, ograničavanje prava akcionara u pogledu odlučivanja o visini i strukturi naknade, ograničena sudska kontrola i nedovoljno primjenjiva sudska praksa, netransparentnost koja se vezuje za odsustvo prakse objavljivanja visine naknade i sl.

Nedostatke tradicionalnog pristupa pitanju ugovaranja naknade pokušao je da ukloni takozvani „moderni pristup ugovaranju naknade“. Moderni pristup fokusira se na tzv. menadžersku mogućnost, to jest na mogućnost da menadžeri određuju visinu sopstvene naknade. Ukoliko je menadžerska mogućnost važna smatra se da je potencijalni konflikt između akcionara i menadžmenta izraženiji. Velika mogućnost odlučivanja direktora omogućuje dobijanje važnih naknada u odnosu na naknade koje bi bile ugovorene u skladu sa interesom akcionara.

U dvodimnom modelu korporativnog upravljanja zbog prisustva koncentracije vlasništva još uvijek nije došlo do potpunijeg razdvajanja vlasništva od upravljanja akcionarskim društvom. Ovdje nije posebno izražen prvi agencijski problem s obzirom na činjenicu da između menadžmenta i kontrolnog/ih vlasnika postoji važna povezanost. Problem koji je dominantno izražen u društvima sa koncentrovanim kapitalom je situacija da menadžment prvenstveno želi zadovoljiti interese kontrolnih akcionara a tek onda društva u cjelini. Ovakvo stanje može ugroziti interese manjinskih akcionara čime se otvara tzv drugi agencijski problem odnos između većinskih i manjinskih akcionara. Rješavanje drugog agencijskog problema moguće je pronaći i kroz obezbjeđivanje adekvatne sudske kontrole nad visinom menadžerskih naknada čime se u velikoj mjeri obezbjeđuje zaštita prava manjinskih akcionara.

VRESTE NAKNADA

Naknade menadžerima po pravilu utvrđuju odbor direktora ili skupština akcionara. U većini slučajeva naknade predstavljaju kombinaciju više različitih vrsta naknada. U slučajevima kada odbor direktora konstituiše komisiju za nagradivanje, ta komisija se može baviti pitanjima vezanim za kompenzacije menadžera i zaposlenih u kompaniji.

Naknade koje menadžeri dobijaju za operativno rukovođenje korporacijom mogu se javiti u obliku:

- fiksne nadoknade
- varijabilne nadoknade
 - bonusi
 - akcijske opcije
 - udjel u neto dobitku

Fiksna nadoknada se uglavnom ugovara u manjim korporacijama u kojima je posao kontrole menadžmenta značajno pojednostavljen i kada vlasnici imaju relativno dobar pristup informacijama u kompaniji. Menadžerske zarade uglavnom sadrže fiksno ugovoreni iznos, koji se uveličava za određenu varijabilu u zavisnosti od stepena ostvarenja zadataka i ispunjenja ciljeva kompanije.

Utvrđivanjem varijabile, koja se vezuje za rezultate menadžmenta, obezbjeđuje se značajnije povezivanje interesa akcionara i njihovih agenata. Varijabilne nadoknade se mogu isplaćivati: u novcu – tada je riječ o bonusima, isplatom u akcijama, akcijskim opcijama i udjelom u neto dobitku društva.

Bonusi u novcu i isplata u dividendnim akcijama obično se vezuje za ostvarenje određenih rezultata koji se indikuju određenim pokazateljima (dividendna stopa, rentabilnost, rast tržišne cijene akcija i sl.)

Akcijske opcije daju mogućnost menadžerima da po unaprijed određenoj cijeni kupe određeni iznos akcija u nekom budućem vremenskom periodu. U tom slučaju menadžeri su posebno zainteresovani za ostvarivanje dobrih rezultata, jer na taj način ostvaruju značajne kapitalne dobitke, koji rezultiraju iz povećanja tržišne vrijednosti akcija iste ili niže, unaprijed utvrđenoj cijeni.

Udjel menadžera i zaposlenih u udjelom neto dobitka predstavlja također oblik varijabilne naknade, kojom se menadžeri i zaposleni motivišu za ostvarenje što boljih rezultata poslovanja. Ovaj oblik nadoknade omogućava istovremeno zadovoljavanje interesa i vlasnika, menadžera i zaposlenih u kompaniji. Vlasnici kapitala dobrovoljno odustaju od dijela ostvarenog profita nagraduju i njime menadžere i zaposlene u kompanije. U suštini ovo odustajanje od profita indirektno se može smatrati investicijom vlasnika, koji u budućnosti očekuju povećane stope prinosa i na taj način kompenziraju odustajanje od dijela tekućeg profita.

Na visinu naknade i njihovu strukturu utiče veliki broj činilaca. Među njima se posebno ističu: „pravni propisi, socio–ekonomski i kulturni uslovi, razvijenost tržišta HOV, globalizacija i internacionalizacija svetskog tržišta kapitala i tradicija.“⁶

Osim osnovne podjele naknada na fiksne i varijabilne moguće je napraviti i sledeće podjele:

- podsticajne i nepodsticajne naknade;
- novčane i nenovčane naknade;
- naknade koje odobrava skupština akcionara i naknade koje odobrava odbor direktora;
- ugovorene i neugovorene naknade

Podsticajne naknade su one koje podstiču menadžment na rad u interesu društva, odnosno akcionara. Podsticajne naknade se vezuju za varijabilne naknade koje zavise od ostvarenog uinkta.

Novčane naknade imamo u slučaju kada je imovinska korist koju dobija član uprave iskazana u novcu, kao na primer: osnovna plata, godišnji bonus, menadžerske otpremnine i sl.

Nenovčane naknade su one naknade kod kojih je imovinska korist menadžera izražena u stvarima i pravima. U nenovčane naknade spadaju: korporativni zajmovi, posebne pogodnosti i sl.

Naknade menadžmentu može odobravati skupština akcionara ili odbor direktora. U praksi korporativnog upravljanja prisutna je tendencija povećanja broja naknada koje odobrava skupština, jer se na taj način omogućava neposrednije učestvovanje akcionara u procesu kontrole menadžmenta i u procesu utvrđivanja visine naknada.

Ugovorene naknade su one koje su definisane posebnim kompenzacionim ugovorom između menadžera i društva. Neugovorene naknade nisu predmet posebnog ugovaranja već predstavljaju tzv. dobrovoljna davanja. Obično se pojavljuju ili kao posebne pogodnosti ili kao neugovorena plaćanja za slučaj svojevolijskog napuštanja društva – nepravi zlatni padobran.

OSNOVNE KONTRAVERZE OKO MENADŽERSKIH NAKNADA

S obzirom na činjenicu da je osnovni cilj rada usmjeren ka dokazivanju da je menadžerska pohlepa iskazana kroz neprimjereno visoke menadžerske kompenzacije jedan od glavnih uzroka krize korporativnog kapitalizma, zadržimo se na elaboraciji samo nekoliko karakteristika oblika menadžerskih kompenzacija kao što su: korporativni zajam, naknade za slučaj privremenog prestanka ugovora (zlatni padobran) i posebne pogodnosti.

Korporativni zajam je dugoročni i namjenski ugovor o zajmu koji u sebi sadrži određenu povlaštenost ili više povlaštenih klauzula – niža kamatna stopa, mogućnost otpisa duga, obezbjeđenje kredita od strane društva i sl. Ovim ugovorom društvo odobrava dugoročni

⁶ Vuk Radović : Naknade članovima uprave akcionarskog društva – preporuke dobre prakse korporativnog upravljanja, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, beograd 2011, str. 43

novi zajam članu uprave sa obavezom njegovog vraćanja posle određenog perioda. Korporativni zajam je u nekim zemljama apsolutno zabranjen, dok su u nekim zemljama ograničeni. Takvo stanovište prihvatile su i SAD (korporativni zajmovi zabranjeni su SOA aktom) a pod tim uticajem i mnoge zemlje koje su svojim zakonodavstvom favorizovale anglosaksonski model korporativnog upravljanja, pa među njima i Crna Gora. Razlozi za ovakvo opredjeljenje leže u činjenici da je većina ovakvih zajmova predstavljala neopravdano rasipanje. Kao primjer navode se korporativni zajmovi odobreni Denisu Kozlowskom – generalnom direktoru korporacije Tyco, Bernardu Ebbersu generalnom direktoru kompanije WorldCom, porodici Rigas i sl.

Denis Kozlowski je dobio zajam od 19 miliona \$ koji je kasnije otpisan. Kozlowski je novcem dobijenim od korporativnih zajmova kupovao luksuzne stvari koje su klasičan primjer rasipanja. Primjera radi za rođendansku žurku svoje supruge kupio je skulpturu Mikelanđelovog Davida od leda iz koje ista i liker vredan 2.000.000 \$. Za kupovinu pokretnog toaleta potrošio je 17.000 \$, 6.000 \$ za kupatilske zavjese svoje kućne pomoćnice i sl.

Ebbers je od kompanije WorldCom dobio zajmove od više stotina miliona \$. Njegovi zajmovi iznosili su 20% novih sredstava u bilansu stanja društva.

Kenet Lay je od kompanije Enron dobio zajam kojim je kupio opcije kompanije i ostvari dobitak od 100 miliona \$ u godini kolapsa Enrona.

Zlatni padobranci - naknade za slučaj privremenog prestanka ugovora, suštinski predstavljaju odbrambenu mjeru u slučaju neprijateljskog preuzimanja. Ako se zlatni padobran posmatra iz ugla naknade onda on predstavlja novu naknadu koju dobija top menadžment u slučaju voljnog ili nevoljnog prestanka njihovog ugovora usled preuzimanja društva. Zlatni padobran može predviđati ne samo isplate u novcu. Takođe može obuhvatiti i druga lica koja su na upravljačkim pozicijama u društvu. Postoje određene varijacije zlatnog padobrana kao što su srebrni padobran – predviđa manje naknade i bronzani padobran – širi krug lica koji dobija naknadu.

Rasprave o opravdanosti korišćenja zlatnih padobrana intenzivno se vode ovih dana ne samo među teoretičarima korporativnog upravljanja nego i među nosiocima izvršne vlasti. Generalno nameće se zaključak da u uslovima finansijske krize ekonomska i menadžerska elita treba da pruži primjer drugima. Ako brojna upozorenja javnosti i vlada ne budu djelotvorna i menadžeri se sami ne odreknu „neprirodnih bonusa“, većina vlada bi prinudno donese posebne dekrete. Ovih dana na meti brojnih kritičara našao se bivši generalni direktor „Enrona“ Pjer Anrija Guržon koji je dobio milionski zlatni padobran. Istovremeno njegov bonus je prije odlaska iznosio 400.000 € u vrijeme kada kompanija otpušta 5.000 radnika a preostalim limitira i ograničava zarade.

Posebne pogodnosti obuhvataju raznovrsne privilegije koje društvo nudi članovima uprave. Osim značajnih materijalnih koristi posebne pogodnosti utiču na povećanje menadžerske moći. Posebne pogodnosti u novije vrijeme izazivaju posebnu pažnju različitih interesnih grupa i veoma često su kritikovane. Razlozi za ovakav animozitet je beskrajna pohlepnost i amoralnost velikog broja menadžera, tako da je kampanja usmjerena na smanjenje menadžerske moći poprimila globalne razmjere. Kao posebno ističani primjer zloupotreba pogodnosti od strane menadžera navodi se primjer Ross Džonsona bivšeg generalnog direktora kompanije RJR Nabisco. On je novcem društva finansirao nabavku luksuzne avio flote i izgradnju luksuznih hangara a avio flotom kompanije prevezio svoj privatni avio koji je

ak posebno navo en na spisku putnika. Tako e zabilježeni su slu ajevi da je John Rigas avionom svoje kompanije slao boži nu jelku svojoj erci i sl.

Od svih mehanizama korporativnog upravljanja menadžerske naknade su najmanje razvijeni mehanizam korporativnog upravljanja crnogorskoj j praksi. Razlozi za takvo stanje su mnogobrojni. Menadžerske nadoknade su veoma esto instrument raznih manipulacija i zloupotreba. Nedovoljno razvijeni mehanizme kontrole i sudske zaštite onemogu avaju adekvatnije rešavanje ovog problema. S obzirom na injenicu da se kroz korporacije osim ekonomskih prelamaju i odre eni politi ki interesi, veoma su este situacije da su lanovi doboru direktora u kompanijama u kojima je kontrolno ili ve insko u eš e države predstavnici politi kih partija, a ne lica koja posjeduju sposobnosti i kvalitete. Nije teško dokazati hipotezu da se u takvim uslovima oni naj eš e ponašaju na na in da prvenstveno zadovoljavaju svoje li ne interese. Iz tog razloga su poslednjih godina korporativnu praksu u Crnoj Gori obilježili brojni skandali vezani za neprimjereno visoke isplate nadoknada i otpremnina neizvršnim i izvršnim direktorima crnogorskih kompanija.

Ovakve devijacije nijesu bile pisutne samo za crnogorske korporacije u kojima država ima zna ajno vlasni ko u eš e, ve i kompanijam koje su privatizovani i u kojima dominira privatno vlasništvo.

Nadoknade, koje su neprimjerene rezultatima poslovanja i menadžerska pohlepa, nijesu karakteristika samo zemalja u tranziciji, kao što je Crna Gora ve i visokorazvijenih zemalja sa veoma razvijenim korporativnim upravljanjem. Kao ilustrativan primjer navodi se isplata više od 70 milijardi \$ menadžerima najve ih posrnulih ameri kih banaka, koje je novcem poreskih obveznika od oko 700 milijardi \$ država spašavala od bankrotstva. Ova informacija je izazvala je veliko negodovanje, jer je upotreba ovog novca poreskih obveznika za sanaciju banaka odobrena pod uslovom da bankarskim menadžerima ne budu ispla ivani bonusi za njihov rad u protekloj godini.

Me u bankama koje ispla uju visoke nagrade i bonuse menadžerima koji to nisu zaslužili, nalaze brojne ameri ke banke, koje su poslednjih godine zbog finansijske krize pretrpele ogromne gubitke: „Meril Lin “, „Morgan Stenli“, „Leman braders“, „Goldman Saksa“, „Sitigrupa“...

Najviše kritika upu eno je na ra un Dika Fulda, bivšeg šefa „Leman bradersa“, nekada etvrte najve e investicione banke u SAD, koja je sredinom septembra 2009. godine podnijela zahtev za ste aj. Njemu je, ispla eno 485 miliona dolara plate i bonusa za razdoblje od 2000. do 2007. godine. Predsjedniku odbora direktora „Meril Lin a“ banke, Sten O'Nil ispla ene su nagrade i bonusi u iznosu od 161 milion % nakon što je otišao u penziju, a kasnije je objavljeno da je ta banka izgubila osam milijardi dolara. Šef „Sitigrupa“ ak Prins napustio je banku sa 38 miliona dolara otpremnine u bonusima i akcijama - i to pošto je ta banka pretrpela gubitke od više milijardi dolara.⁷

Menadžerima 25 najve ih banaka na Wall Streety je u 2010. godini ispla eno 135,5 milijardi \$ nagrada i bonusa i pored lošig rezultata koje su ostvarile.⁸ Pregled visine menadžerskih kompezacija ispla enih u SAD u 2009, 2010 i 2011. godini dat je u narednim tabelama:

⁷ <http://www.mondopress.com/cluster/bankarima-isplaceni-najveci-bonusi-u-povijesti-c826f7d99br/>

⁸ <http://www.danas.net.hr&novac/page/2011/02/03/0485006.html>

Tabela br. 1: Menadžerske kompezacije ispla ene u SAD za 2009. – pregled 25 najve ih isplata⁹

Rang	Ime	kompanija	plata (\$mil)	5-Yr plata (\$mil)	akcije u vlasništvu (\$mil)	godine	efikasnost
1	Lawrence J Ellison	Oracle	556.98	944.45	21,987.4	64	103
2	Ray R Irani	Occidental Petroleum	222.64	743.55	394.3	74	106
3	John B Hess	Hess	154.58	234.83	2,016.8	55	115
4	Michael D Watford	Ultra Petroleum	116.93	174.17	104.1	55	28
5	Mark G Papa	EOG Resources	90.47	170.69	51.7	62	92
6	William R Berkley	WR Berkley	87.48 ⁵	178.29	627.4	63	67
7	Matthew K Rose	Burlington Santa Fe	68.62	140.73	39.8	50	40
8	Paul J Evanson	Allegheny Energy	67.26	143.54	33.1	67	NA
9	Hugh Grant	Monsanto	64.60	135.30	28.0	51	NA
10	Robert W Lane	Deere & Co	61.30	142.40	11.8	59	109
11	Keith A Hutton	XTO Energy	54.78 ⁶	NA	96.4	50	NA
12	Mark V Hurd	Hewlett-Packard	51.93	114.40 ²	17.9	52	NA
13	John H Hammergren	McKesson	51.29	137.78	9.4	50	124
14	Bradbury H Anderson	Best Buy	49.26 ⁵	80.63	92.9	59	68
15	David J O'Reilly	Chevron	47.56	121.62	15.8	62	119
16	Frederick W Smith	FedEx	44.49	131.10	1,001.9	64	165
17	Robert J Stevens	Lockheed Martin	42.68	101.39	26.3	57	NA
18	Ronald E Hermance Jr	Hudson City Bancorp	42.27	65.89	42.8	61	13
19	Brian L Roberts	Comcast	39.26	159.70	283.5	49	137
20	John W Rowe	Exelon	39.22	155.13	20.9	63	83
21	Richard C Adkerson	Freeport Copper	38.66 ⁵	142.85	58.6	62	NA
22	Ronald A Williams	Aetna	38.12 ⁵	77.86 ³	28.0	60	NA
23	Chase Carey	DirecTV Group	36.86 ⁵	54.36 ²	15.3	55	NA
24	Thomas M Ryan	CVS Caremark	36.72	119.14	84.7	56	72
25	Aubrey K McClendon	Chesapeake Energy	36.01 ⁵	189.67	45.4	48	126

⁹ http://www.forbes.com/lists/2009/12/best-boss-09_CEO-Compensation_Rank.html

Tabela br. 2: Menadžerske kompezacije ispla ene u SAD za 2010. – pregled 25 najve ih isplata¹⁰

Rang	Ime	Kompanija	plata (\$mil)	5-Yr plata (\$mil)	akcije u vlasništvu (\$mil)	godine	efikasnost
1	H Lawrence Culp Jr	Danaher	141.36	188.52	49.3	47	90
2	Lawrence J Ellison	Oracle	130.23	1,028.31	29,896.2	65	82
3	Aubrey K McClendon	Chesapeake Energy	114.29 ⁵	293.35	25.7	49	163
4	Ray R Irani	Occidental Petroleum	103.07	782.48	622.3	75	89
5	David C Novak	Yum Brands	76.49	207.63	9.2	57	78
6	John C Martin	Gilead Sciences	60.40	184.37	73.1	58	38
7	Sol J Barer	Celgene	59.31 ⁵	108.94 ³	39.4	63	NA
8	Keith A Hutton	XTO Energy	54.78 ^{5,6}	NA	153.1	51	NA
9	Richard C Adkerson	Freeport Copper	48.75 ⁵	177.48	47.6	63	NA
10	Jen-Hsun Huang	Nvidia	31.40	137.25	356.5	47	31
11	Ivan G Seidenberg	Verizon Commun	30.93	101.53	57.1	63	184
12	Louis C Camilleri	Philip Morris Intl	30.08	NA	91.8	55	NA
13	Ralph Lauren	Polo Ralph Lauren	30.05	126.61	3,690.3	70	82
14	Howard D Schultz	Starbucks	29.21	129.77 ³	482.3	56	NA
15	Robert W Selander	MasterCard	28.96 ⁵	97.45	10.3	58	NA
16	Laurence D Fink	BlackRock	28.20 ⁵	105.62	278.2	57	20
17	J Wayne Leonard	Entergy	27.32	89.43	21.1	59	98
18	Leslie Moonves	CBS	26.47 ⁵	123.56	17.0	61	NA
19	Hugh Grant	Monsanto	26.08	157.17	29.5	52	40
20	Gregg L Engles	Dean Foods	25.51 ⁵	116.38	40.7	52	181
21	Samuel J Palmisano	IBM	25.20	118.78	76.8	58	166
22	John H Hammergren	McKesson	25.18	149.59	32.7	51	79
23	David B Snow Jr	Medco Health	25.05	67.49	19.3	55	14
24	William H Swanson	Raytheon	24.88	97.77	52.7	61	141
25	James C Mullen	Biogen Idec	24.77 ⁵	61.84	11.6	51	NA

¹⁰ http://www.forbes.com/lists/2010/12/boss-10_CEO-Compensation_Rank.html

Tabela br. 3: Menadžerske kompenzacije isplaćene u SAD za 2011. – pregled 10 najvećih isplata¹¹

Rang	Ime	Kompanija	plata (\$mil)	5-Yr plata (\$mil)	akcije u vlasništvu (\$mil)	godine	efikasnost
1	Stephen J Hemsley	UnitedHealth Group	101.96	120.47	111.4	58	-
2	Edward A Mueller	Qwest Communications	65.80	75.00	36.3	64	-
3	Robert A Iger	Walt Disney	53.3	147.0	43.4	60	-
4	George Paz	Express Scripts	51.52	100.21	79.5	56	-
5	Lew Frankfort	Coach	49.45	137.87	133.9	65	86
6	Ralph Lauren	Polo Ralph Lauren	43.00	155.25	3,417.8	71	74
7	John C Martin	Gilead Sciences	42.72	204.24	76.8	59	72
8	James T Hackett	Anadarko Petroleum	38.94	97.38	24.6	57	93
9	John T Chambers	Cisco Systems	37.90	170.34	58.0	61	190
10	Ivan G Seidenberg	Verizon Commun	36.75	130.19	76.5	64	163

Imaju li u vidu različita iskustva u pogledu objelodanjivanja naknada menadžmentu postavlja se pitanje da li njihovo javno objavljivanje doprinosi efikasnijem radu menadžera i sprečavaju mogući zloupotreba.

Objavljivanje menadžerskih kompenzacija je u skladu s modernim trendovima korporativnog upravljanja jer se danas putem Interneta uvijek mogu provjeriti kompenzacije svih glavnih menadžera **bilo koje** listane kompanije u SAD-u. Europska komisija je 2004. objavila „Preporuku za razvijanje adekvatnog sistema nagrađivanja direktora listanih kompanija.“

Preporuke navode da struktura nadoknada mora biti pod efikasnim nadzorom uz ostvarenje pravo na adekvatne informacije.

Iako je riječ samo o preporuci, zemlje članice moraju poduzeti sve potrebne mjere kako bi osigurale da njihove javne kompanije vode računa o preporuci. U preporuci Eu se pod pojmom direktor podrazumijeva bilo koja osoba iz upravnih organa, glavne uprave i nadzornog odbora.

Svaka kompanija koja kotira na berzi bila bi dužna da u sklopu svog godišnjeg izvještaja i na svojim web stranicama objavi i **Izvještaj o naknadama** koji bi sadržao politiku kompenzacija direktora za iduću poslovnu godinu uz pregled sprovođenja politike kompenzacija u prethodnoj godini.

Preporuka EU predstavlja dobru osnovu za unapređenje ovog segmenta korporativnog upravljanja.

¹¹ http://www.forbes.com/lists/2011/12/ceo-compensation-11_land.html

EMPIRIJSKE STUDIJE POSVE ENE MENADŽERSKIM NAKNADAMA

Nadoknade menadžerima su važan dio literature o korporativnom upravljanju, jer menadžeri su osobe od kojih najviše zavise performanse kompanija. Studije koje proučavaju nadoknade menadžerima pokušavaju da pronađu u zavisnosti između njihove kompenzacija menadžerima i performansi kompanija koje oni vode.

Dva glavna ugla posmatranja empirijskih studija su:

1. Odnos menadžera i borda direktora kroz ugovorne aranžmane, gdje ti ugovorni aranžmani na najmanju mjeru svode konflikt između menadžera i vlasnika kapitala
2. Menadžerski ugovori su problematični sami po sebi i više predstavljaju problem nego rešenje problema (Bebchuk and Fried 2004.)

Empirijske studije pokazuju da nivo menadžerskih kompenzacija raste u poslednjoj dekadi (Jensen, Murphy, and Wruck, 2004) ali nema jasnog objašnjenja da li je taj rast prouzrokovan ponudom i potražnjom ili je uzrokovan mogućnošću u menadžera da ubiraju dodatnu rentu.

U literaturi koja se bavi korporativnim upravljanjem nije postignut konsekvencijalni odnos između optimalnih i inakompenzovanih menadžera i koji je ispravan „benchmark“ na osnovu kojeg se njihova kompenzacija mijenja.

Murphy and Zbojnik (2007.) pretpostavljaju da se povećanje zarada menadžera dešava zbog njihovih specifičnih sposobnosti i samim tim njihovih mogućnosti da biraju kompanija u kojoj rade.

Kaplan and Rauh (2009) govore da su kompenzacije menadžerima uporedno veće u finansijskom sektoru nego u ostalim segmentima privrede.

Nekoliko studija pokazuje da su kompenzacije menadžera veće ako njihovi nezavisni direktori rade u više firmi i zbog toga imaju manje mogućnosti da kontrolišu menadžere (Hartzell and Starks, 2003.) što negativno utiče na rešavanje potencijalnih konflikata izraženih agencijskim problemom.

ZAKLJUČAK

Naknade menadžmentu predstavljaju interni mehanizam korporativnog upravljanja. Naknade predstavljaju imovinske koristi koje direktori dobijaju kao protivindubno za obavljanje ugovorenih poslova upravljanja i rukovođenja društvom od strane društva ili nekog trećeg lica koje naknadu daje u ime i za račun društva. Menadžerska pohlepa, nedovoljno razvijeni mehanizmi kontrole i ograničenja u pogledu mjerenja performansi kompanija negativno utiču na ostvarivanje ciljeva korporacije i predstavljaju značajan uzrok generisanja kriza tzv. korporativnog kapitalizma. Rešenje problema nalazi se u prihvatanju kodeksa i standarda korporativnog upravljanja, ali i u potpunom redefinisavanju filozofije funkcionisanja korporativnog sektora. Prihvatanje koncepta društvene odgovornosti i održivog razvoja kao vrhovnog cilja korporacije stvara preduslove za efikasnije poslovanje i rešavanje stvarnih i mogućih konflikata između različitih interesnih grupa.

Brojni skandala koji su rezultat nemoralnih i neprimjerenih naknada generalnim direktorima korporacija, zaokupili su pažnju ne samo teoretičara menadžmenta i korporativnog upravljanja već i izazvali određene reakcije najšire javnosti i nosioca izvršne vlasti. Predmet posebnog preispitivanja postale su pojedine vrste naknada kao što su korporativni zajmovi, zlatni padobranci i posebne pogodnosti.

Na određivanje naknada menadžmentu, njihova kontrola i objelodanjivanje predstavljaju veoma važne činjenice u procesu korporativnog upravljanja. Osnovni zahtjev koji se danas postavlja u pogledu kreiranja adekvatnih kompenzacionih šema je uspostavljanje ravnoteže između visine menadžerske naknade i ostvarenih rezultata. Rešenje ovog problema vjerovatno se nalazi u kreiranju adekvatnih strategija i primjeni najbolje korporativne prakse i standarda.

Literatura:

1. Bakan J.: Korporacija: patološka težnja za profitom i moć, Mirakul, Zagreb 2006. godina
2. Bebchuk, L. A., and J. Fried. 2004. *Pay without Performance*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
3. Hartzell, J. C., and L. T. Starks. 2003. Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance* 58:2351–74.
4. Hermalin, B. E., and M. S. Weisbach. 2003. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review* 9:7–26.
5. Jensen, M. C., K. J. Murphy, and E. Wruck. 2004. Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What Are the Problems, and How to Fix Them. ECGI Working Paper Series in Finance 44.
6. Kahan, M., and E. Rock. 2007. Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control. *University of Pennsylvania Law Review* 155:1021–93.
7. Kaplan, S. N., and J. Rauh. 2009. Wall Street and Main Street: What Contributes to the Rise in the Highest Incomes? *Review of Financial Studies*
8. Karpoff, J. M. 2001. The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings. Working Paper, University of Washington.
9. Klein, A., and E. Zur. 2009 Hedge Fund Activism. *Journal of Finance*
10. Korporativno upravljanje, priručnik, Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore, Podgorica 2009. godina.
11. Lojpur A., Lakićević M., Korporacijsko upravljanje u teoriji i praksi privatizacije, Ekonomski fakultet Podgorica, 2009. godina
12. Malinić D., Kompenzacione šeme za menadžere, Zbornik radova: Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miloševićki ekonomski forum, 2007.
13. Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20:293-315.
14. Murphy, K. J., and J. Zabojsnik. 2007. Managerial Capital and the Market for CEOs. Working Paper, Queen's University
15. Radović V.: Naknade članovima uprave akcionarskog društva – preporuke dobre prakse korporativnog upravljanja, Pravni fakultet Univerziteta u Beogradu, Beograd 2011. godina.
16. Ravina, E., and P. Sapienza. 2009. What Do Independent Directors Know? Evidence from Their Trading. *Review of Financial Studies*,
17. Shleifer, A., and R. Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94:461–88.
18. Shleifer, A., and R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52:737–83.
19. Tipurić D. i suradnici, Korporativno upravljanje, Sinergija Zagreb, 2008. godina.
20. Vasiljević M., Modeli i trendovi u regulativi korporativnog upravljanja u uporednom pravu, Drugi simpozijum SRR Republike Srpske - Korporativno upravljanje kao determinanta

konkurentne sposobnosti preduze a, Savez ra unovo a i revizora Republike Srpske, Banja Vru ica, 2007. godina.

<http://www.mondopress.com/cluster/bankarima-isplaceni-najveci-bonusi-u-povijesti-c826f7d99br/>
<http://www.danas.net.hr&novac/page/2011/02/03/0485006.html>
http://www.forbes.com/lists/2009/12/best-boss-09_CEO-Compensation_Rank.html
http://www.forbes.com/lists/2010/12/boss-10_CEO-Compensation_Rank.html
http://www.forbes.com/lists/2011/12/ceo-compensation-11_land.html

Summary

Managerial compensation is an internal mechanism of corporate governance. The proper compensation level is an important incentive to align managers with the corporate long term goals such as profitability. In this paper we vouch for the need of tying managerial compensation with corporate goals. We consider compensation in the setting of agency problem. In addition of outlining differences between Anglo-Saxon and Civil Law practices of corporate governance we study three important aspects of managerial compensation, namely: the determinants of compensation levels, monitoring of compensation levels and reporting compensation levels to the public.

Global financial crisis encouraged discussion on moral aspects and adequacy of high level of managerial compensation. Finding the proper level of compensation increases economic efficiency and improves the quality of corporate governance. Adoption and implementation of proper corporate governance standards both for publicly listed and private companies should lead to the decrease in information asymmetry. Additionally it also leads to the decrease in the ability of managers to misuse corporate power. That could possibly be the mechanism to improve confidence in corporate capitalism. If that does not happen crisis would continue. Which confirms the saying that: "The history of capitalism is the history of crisis".

Keywords: managerial compensation, board member, agencu problem, disclosure, bonus, share options, corporate capitalism