

др *Александра* ЈОВАНОВИЋ  
професор Правног факултета Универзитета у Београду

## РЕГУЛАЦИЈА МЕНАѢЕРСКЕ КОМПЕНЗАЦИЈЕ И ПРЕДУЗИМАЊЕ РИЗИКА\*

### Резиме

*Све кризе доследно ираи и идеја да се кризе решавају и иредуиређују иооштиравањем реулације. Овај рад даје итеоријску аргументацију и емпиријске налазе који не иодржавају реулацију менаѢерске компензације. Сложено реулаиорно окружење мења иржишина иравила иире, мења иодсйицаје и иако реалоцира ризике, ирошкове, корисйи и ироизводи озбиљне и скује економске и социјалне иоследице које реулаиор није иредвидео. Дирекйина реулација менаѢерске компензације у финансијском секйору не имйлицира усйосйављање јаче конйироле акционара над менаѢерима, ни ии ефикасно иредузимање ризика. За ио је важно иосйи ии ирансйаренйностй одлука о врсйи и висини компензације како би акционари мо ии да усйанове да ли је менаѢерска компензација иовезана са иреузетйим ризиком, односно са доношењем ефикасних одлука менаѢера. За ио је, умесйо дирекйине реулације, ефикасније да акционари имају увид у иолийику, сйрукйуру, висину накнада и да о ииоме мо иу да расйрављају (say on pay), а не да реулаиор одређује максималну компензацију и њену врсйу.*

**Кључне речи:** *корйорайивно уйрављање, менаѢерска компензација, сйецифични хумани кайи ийал, иредузимање ризика, реулација менаѢерске компензације.*

---

\* Рад је резултат рада на пројекту Правног факултета Универзитета у Београду: *Развој иравној сисйема Србије и хармонизација са иравом Евройске Уније – иравни, економски, иолийикоолошки и социолошки асйектй.*

## I Увод

Рад анализира везу између менаџерске компензације и прихватања прекомерног ризика у контексту реформе корпоративног управљања, односно оног њеног дела који је усмерен на усклађивање начина одређивања награде, врсте и висине награђивања менаџера са интересима акционара. Тема менаџерске компензације није нова, али је са финансијском кризом 2007–2009. године покренута идеја ограничавања висине менаџерске компензације чиме се напушта терен досадашње праксе националних компанијских законодавстава<sup>1</sup> и корпоративних етичких кодексa који се ослањају на одредбе које се баве пре свега јачањем контроле акционара путем омогућавања акционарима да расправљају о питањима компензације менаџера и обезбеђивања транспарентности<sup>2</sup> политике, врсте и висине накнада.

Преовлађујуће објашњење узрока економске кризе 2007–2009. године неупитно је засновано на аргументацији која се позива на неспутаност тржишта, недовољну регулацију, дерегулацију, похлепу, па и кризу капитализма. Оваква објашњења воде економскополитичким и правним захватима који иду у правцу све веће државне интервенције у привреди. Супротно претходним објашњењима, у овом раду се позивамо на аргументацију која води другачијим препорукама у вођењу економске политике и креирању права. У питању је аргументација која показује да регулација, чак и када изгледа оправдана, има ненамераване и нежељене економске и социјалне последице јер дизајнирање економске регулације није посао прецизне математичке калкулације.

---

1 Закон о привредним друштвима (*Службени гласник Републике Србије*, бр. 125/04) се бави питањима компензације менаџера. Скупштина акционара одлучује о политици накнада и наградама члановима управног одбора и о издацима по основу награђивања директора и чланова управног одбора путем издавања акција, варанта и других финансијских и нефинансијских давања (члан 290, став 1, тачка 5 и 10). Закон предвиђа оснивање комисије за накнаде (обавеза за отворено акционарско друштво) које даје препоруке узимајући у обзир укупне накнаде, плате, награде, трошкове и зараде запослених и стандарде накнада прописане законом (члан 317, став 3, тачка 2). Питања накнаде чланова комисије за именовања и комисије за накнаду се одређују одлуком управног одбора или статутом друштва (члан 317, став 4). Накнада која се плаћа члановима управног и извршног одбора отвореног акционарског друштва може се укључити у финансијске извештаје који се годишње подносе скупштини акционара и објавити у складу са законом који уређује тржиште хартија од вредности (члан 325, став 4–6). Управни одбор одобрава услове уговора које друштво закључује са извршним директорима (члан 313, став 1, тачка 11).

2 Видети Корпоративно управљање, IFC, (2007), стр. 129–131, 155–159.

## II Тржиште, специфични хумани капитал и менаџерска компензација

Криза је покренула питање основа за успостављање система корпоративног управљања који ефикасније повезује интересе менаџера и акционара. Бројни су ризици<sup>3</sup> у вези са њиховим односом, а овај рад издваја проблем компензације – плаћања менаџера који је (заједно са повезаном идејом о менаџерској похлепи) проглашен главним узроком кризе. И тржиште и правна правила су механизми којима се подстиче понашање у складу са поштовањем праксе доброг корпоративног управљања. Проблем одређивања начина, врсте и висине менаџерске компензације је питање које решава тржиште, а које ефикасан закон подржава одредбама које би и саме заинтересоване стране уговориле под претпоставком савршене информисаности. Ефикасан закон захтева да акционари расправљају о компензацији и да буду информисани о пракси која се примењује јер би они сами себе штитили на тај начин. Проблем одређивања компензације је постао начин усклађивања интереса акционара и менаџера, односно начин редуковања проблема корпоративног управљања.<sup>4</sup>

Неспорно је, да због немогућности потпуног специфицирања уговора и опортунизма, постоје принципал-агент проблем, морални хазард и негативна селекција као проблеми корпоративног управљања. Тржиште (уговори) делује уколико постоји поверење акционара у менаџере као што, уосталом, на тржишту постоји поверење при куповини многих ствари.

Исто тако, специфични хумани капитал менаџера је везан за дато предузеће/банку због чега је замена менаџера скупа и за предузеће/банку и за менаџера. Зато постоји обострани интерес да се сачува уговорни однос. Озбиљан је губитак за банку одлазак менаџера који има велико знање о банчиним клијентима, њиховом кредитном рејтингу и бонитету. Банке нуде компензацију изнад тржишне плате како би извукли већи радни напор него што би менаџер понудио у другој банци.

Али ово још увек не значи да држава треба да приступи регулацији висине и/или врсте менаџерске компензације. Сукоб интереса акционара и менаџера је могућ и при успостављању регулације о врсти и ви-

3 На пример, ризик преузимања или ризик инсајдерске трговине. Видети F. Easterbrook, D. Fishel, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge: Harvard University Press, 1991, стр. 263.

4 О новој парадигми у схватању корпоративног управљања видети М. Васиљевић, *Корпоративно управљање – њравни аспекти*, Правни факултет Универзитета у Београду и Профинвест доо, Београд, 2007, стр. 189.

сини компензације менаџера јер ће се менаџери прилагођавати и тако успостављеној компензацији. Дакле, није извесно да ће регулација којом се покушава умањити ризик одвратити предузећа/банке од ризичних, а профитабилних пројеката.

Прича о менаџерској специфичној инвестицији у хумани капитал<sup>5</sup> која је недиверзификована води закључку о несклоности менаџера да предузимају ризик, или бар мању склоност ка ризичним пословним подухватима него што је склоност акционара. Дакле, менаџери су склонији мањем ризику који доноси мање приносе у односу на ризичније инвестиције, дакле и више приносе које желе акционари.

Тржишни механизми који корпоративно управљање постављају на линију усклађивања интереса менаџера и акционара, односно који подстичу менаџере да максимизирају благостање акционара су бројни – губитак репутације, смањење компензације, претња преузимања, претња стечаја и друго. Лоше одлуке менаџера више штете менаџерима који имају аверзију према ризику него што штете акционарима/инвеститорима који имају неутрални однос према ризику. Због лошег пословања банке, пашће вредност специфичног хуманог капитала, а на тржишту рада компензација менаџера ће пратити успех или неуспех у пословању банке јер је тај успех или неуспех вредна информација о квалитету менаџера коју преноси тржиште.<sup>6</sup> Информација која сигнализује квалитет менаџера утиче на будућу зараду менаџера јесте добар подстицај – награда или претња – који може бити инструмент усклађивања интереса менаџера и акционара. Дакле, менаџерски избор инвестиције одражава процену односа ризика и приноса, а тржиште капитала вреднује ризик преко цена акције (или других финансијских инструмената) и сигнализира колико су ефикасне менаџерске одлуке. Тако се преносе информације које сигнализују репутацију банака, као и репутацију њихових менаџера. Одлуку о одређивању компензације менаџера, такође, схватамо као пословну одлуку коју тржиште кажњава или награђује као и друге пословне одлуке.

С друге стране правна правила о одговорности служе за одвраћање од најгрубљих облика опортунитета (крађа, превара, штета), као и од оног опортунитета који ће се десити највероватније само једанпут. Менаџери су везани фидуцијарном дужношћу према акционарима која се тешко може заштити на тржишту када менаџери најгрубљим облицима опортунитета себи усмеравају приносе.

5 О специфичном хуманом капиталу и начину на који утиче на обликовање уговора у погледу компензације запослених видети А. Јовановић, *Увод у економску анализу њрава*, Центар за публикације Правног факултета Универзитета у Београду, 2008, стр. 50–53.

6 E. Fama, „Agency Problems and Theory of the Firm“, *The Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, 1980.

Регулација, с друге стране, води ненамераваним исходима. Пример су хипотекарне обвезнице као иновативни пакет који је био адаптација на постављени регулаторни оквир. Регулатор нема знање о последицама своје регулације – о свим исходима и вероватноћи њиховог наступања. Нереална је претпоставка да регулатор има потпуно знање о свим исходима, а и поред тога постоји проблем подстицаја регулатора да донесе ефикасно решење због тога што је могуће да регулатор доноси одлуке у процесу трговања са интересним групама. Уместо регулације, проблем би могао да се решава на тржишним основама – новим нестандартним уговорима са више специфицираним одредбама које штите акционаре.<sup>7</sup> Менаџерска компензација може да буде инструмент ефикасног надзирања менаџера тако да их подстиче да бирају ефикасни ниво ризика, али одређивање те компензације и контрола менаџера се ослања на тржишне процесе. Компензација менаџера је компонована из плате која одговара плати за генерални карактер радног ресурса коју би добио у алтернативној употреби и из присвајања квази ренте<sup>8</sup> као награде за специфични хумани капитал. Регулација менаџерске компензације подразумева да регулатор жели да одређује висину и облик у којем ће се присвојити квази-рента.

Што се банака тиче, постојање пруденционе регулације (која је установљена да умањи негативне ефекте прекомерног ризика) делује на подстицаје менаџера у погледу прихватања ризика. Ипак, тржиште може делотворно да контролише менаџере чак и „изнад и изван онога што јавни регулатор одређује“,<sup>9</sup> али не сме бити спутано мноштвом и комплексношћу регулације која генерише подстицаје који продукују ненамераване исходе јер ни регулатор ни менаџери нису свезнајући и свемогући.

Ефикасно тржиште преноси информације и у том процесу одређује вредност предузећа и компензацију за специфични хумани капитал. Компензација менаџера је део пакета корпоративног управљања и

7 Специфичност хуманог капитала захтева заштиту која се постиже релационим уговорима – дугорочног карактера којима се чува уговорни однос који има вредност за обе уговорне стране – и предузеће и менаџере.

8 О природи квази ренте као награде за трошак у специфични хумани капитал и њеном односу према профиту, видети у А. Јовановић, *Увод у економску анализу њрава*, стр. 50–53.

9 Однос тржишта и регулације води томе да тржишни закони увек делују, да економски актери налазе начина да се прилагоде новом регулаторном оквиру, да пронађу нове могућности за стицање добитака, да иновирају тако да остварују своје циљеве, али регулаторна ограничења подижу трансакционе трошкове. То је све до тренутка док регулација не достигне размере када никакво даље прилагођавање економских актера није могуће, односно до размера разних регулација које у свом унакрсном и међусобном дејству доводе до колапса тржишта. Видети Р. Boettke, „What happened to „Efficient Markets“?“, *The Independent Review*, 2009, V. 14, стр. 374.

зато менаџери имају интерес да прихвате ограничење своје дискреције путем механизма корпоративног управљања.

### III Компензација менаџера као подстицај за ризично понашање и криза 2007–2009. године

Регулација утиче на подстицаје и трансакционе трошкове привредних актера, подстиче их да заобиђу регулаторна правила, да буду предузетници иноватори, да траже нове иновативне пакете (попут хипотекарних обвезница), да се регулацији прилагоде најефикасније, али то је скупо прилагођавање са високим трансакционим трошковима које неће повратити поверење на основу кога функционише тржиште. Пруденциона регулација у банкарском сектору усмерена на обавезне резерве, капиталну адекватност и композицију активе свакако делује на подстицаје менаџера. Поред ове регулације, регулаторни оквир у коме је започета криза карактерише многострука регулација које уређује различите секторе.<sup>10</sup> Регулација утиче на подстицаје менаџера и то у смислу прихватања нивоа ризика, а тиме се утиче на каматну стопу као премију за ризик, утиче ка структуру капитала предузећа,<sup>11</sup> утиче на тражење

10 За кризу је одговорна многострука регулација и то не само у финансијском сектору, већ и у другим секторима (обезбеђивања станова за друштвене слојеве са нижим примањима путем куповине некретнина под субвенционираним условима, отежавање процедуре реализације хипотеке). У финансијском сектору је пруденциона регулација настојала да смањи ризике, док је истовремено са њом удружена регулација која је налагала банкама да одобравају кредите по нижим каматним стопама клијентима који не испуњавају банкарске стандарде, као и да траже минимално учешће или да уопште не траже учешће за кредите који су били обезбеђени хипотеком. Банке су такве ризичне хипотекарне кредите продавале финансијским институцијама које је држава субвенционирала да купе те кредите (*Fannie Mae* и *Freddie Mac*), а које су их препаковале у хипотекарне обвезнице (правили пакете који су садржали одређени број таквих хипотекарних кредита) и даље продавале финансијским институцијама, па и истим тим банкама које су првобитно давале хипотекарне кредите клијентима. Такође, проблем корпоративног управљања у банкама настаје и због ограничења нефинансијским компанијама да имају контролни пакет који би водио концентрисаној својини која омогућава контролу менаџера. Исто тако, банке, као и инвестициони фондови, осигуравајућа друштва имају ограничење да држе акције у одређеним предузећима, па имају проблем где да улажу. На овом месту напомињемо да је било још државног деловања које је у садејству са претходно наведеном регулацијом водила кризи, као што је на пример статус рејтинг агенција које су хипотекарним обвезницама, иако високо ризичним, приписивали највиши рејтинг. О историји банкарских криза, ефектима регулације и политичком оквиру за доношење регулације видети С. Calomiris, *Banking Crisis and the Rules of the Game*, NBER National Bureau of Economic Research Working Paper, October 2009.

11 О структури капитала као управљачком механизму видети А. Јовановић, „Legal Rules, Governance Structures and Financial Systems“, *Право и привреда*, бр. 9–12/2001.

начина како да се ефикасно одговори на регулаторна ограничења а да се истовремено максимизира и профит и менаџерски интереси. Дакле, иако се регулација уведена са образложењем да је потребно предупредити прекомерно ризично понашање у финансијском сектору, криза 2007–2009. године се управо може објаснити многоструком регулацијом која је повећала подстицаје за прекомерно ризично понашање супротно првобитној идеји њеног увођења. Овакво објашњење кризе нас доводи на добро познати терен мултипликативних ефеката државне интервенције, на терен негативних пропратних ефеката низа нових не-савршености које је регулација изазвала. Регулација је довела до пласмана кредита висикоризичним клијентима што је довело до преваљивања ризика на квалитетне хипотекарне клијенте и акционаре. Менаџери су под оваквим регулационим правилима имали подстицај да потцене ризик. Менаџери нису свезнајући, а њихово понашање у погледу акција и опција које су поседовали емпиријски потврђује да они нису имали знање о ризику у који су улазили, односно да њихова компензација није утицала на улажење у прекомерни ризик.

#### IV Шеме менаџерске компензације и понашање банака

У тражењу одговорности за кризу 2007–2009, истицано је да су менаџери улазили у прекомерни ризик зато што су плаћени високим компензацијама, односно добијају високе плате, бонусе као краткорочне подстицаје, опције, акције као дугорочне подстицаје и разне друге бенефиције. Међутим, истраживања<sup>12</sup> не потврђују претходни став о односу између менаџерске компензације и преузимања ризика.

Литература о менаџерској компензацији ставља под лупу корпоративно управљање и питање ефикасног система компензације који усклађује интересе акционара и менаџера. Проблем се види у томе што су подстицаји које имају менаџери везани за краткорочну добит, па се уобичајено истиче потреба да се компензација усклади са резултатима дугорочног пословања. Поставља се питање да ли менаџерска својина акција обезбеђује најнепосредније усклађивање интереса акционара и менаџера. Такође, истиче се и да компензација путем опција подстиче прекомерно ризичне одлуке у односу на акционаре јер се менаџери

12 За преглед налаза оскудних емпиријских истраживања на основу којих се може закључити о вези између понашања банака у кризи и менаџерске компензације и понашања банака и регулације видети: R. Falenbrach, R. M. Stulz, *Bank CEO Incentives and the Credit Crisis*, Fisher College of Business, Working Paper, No. 13, 2009; A. Beltratti, R. Stulz, *Why Do Some Banks Perform Better during Crises? A Cross Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, ECG European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 254, 2009; V. Acharya, M. Richardson, „Causes of the Financial Crisis“, *Critical Review*, Vol. 21, No. 2–3, 2009.

усмеравају на краткорочан учинак и кретања цена акција, као и да високи леврици (однос дуга према капиталу) имплицира да менаџери могу да повећавају вредност својих акција путем промена вредности активе.

Уобичајено се мисли да је менаџерска својина акција јак подстицај, односно најбољи начин усклађивања интереса акционара и менаџера и да је то начин који усклађује компензацију са дугорочним циљевима успешности пословања. Ипак емпиријски резултати<sup>13</sup> показују да нема доказа да су банке које су имале боље усклађене интересе менаџера са интересима њихових акционара (мерено менаџерском својином акција) имале веће приносе на акције за време кризе. Има, напротив, неких доказа да су такве банке имале мање приносе на акције и мањи принос на капитал. Нема доказа о узорку да је компензација у опцијама,<sup>14</sup> односно већа осетљивост компензације на краткорочне промене цена акција довела до мањих приноса на акције за време кризе. Ни виши бонуси у кешу нису довели до нижих приноса. Дакле, банке са бољом усклађеношћу интереса акционара и менаџера су биле значајно неуспешније од оних банака чији су менаџери имали слабије подстицаје. Неочекиван је закључак да су банке које су имале боље усклађене интересе акционара и менаџера (менаџерска својина акција) за време кризе пословале лоше иако су у 2006. години пре кризе имале боље пословне резултате од других банака. Могуће објашњење је да су у 2006. години менаџери максимизирајући благостање акционара прихватили већу изложеност ризику у очекивању већих приноса.

Нема доказа да су банке које су имале лоше усклађене интересе менаџера и акционара пословале лоше за време кризе.<sup>15</sup> Компензација неизвршних директора није корелирана са пословањем банака у кризи. Исто тако, менаџери (извршни директори) нису антиципирањем кризе смањивали држање акција у кризи или за време кризе, а то би свакако урадили да су пре кризе улазили у прекомерни ризик и радили против интереса максимизације благостања акционара. Нема доказа да су смањивали своју изложеност ризику пред наступање кризе и у току кризе, напротив претрпели су велике губитке.

Управљање ризиком је одавно постало проблем регулације. Регулатор не може унапред знати да ли се слаби резултати предузећа треба приписати лошим одлукама менаџера (улажење у прекомерни ризик)

13 R. Falenbrach, R. M. Stulz, *нав. pag*, стр. 9. Студија се односи на извршне директоре у деведесет и осам банака, односно 95 банака за које је било података о компензацији менаџера.

14 Опције као компензација се сматрају инструментом који води прекомерном ризику иако у узорку нема доказа да је већа осетљивост менаџерске компензације на краткорочне промене цена акција – водила мањим приносима на акције.

15 R. Falenbrach, R. M. Stulz, *нав. pag*, стр. 25.



или неким другим факторима који делују на предузеће или на тржиште, као што је регулација. Могуће је да предузеће показује лоше пословне резултате, а да нема менаџерских грешака у управљању. Исто тако, не значи да профитабилно предузеће не може бити профитабилније.

## V Регулација менаџерске компензације у банкарском сектору

Залагање за регулацију менаџерске компензације у банкарском сектору се заснива на аргументацији да реформе корпоративног управљања усмерене на усклађивање компензације менаџера са интересима акционара не могу елиминисати проблем прекомерног ризика који води великим социјалним негативним екстерним ефектима упркос томе што менаџери раде у интересу акционара. Наиме, чак и компензација у акцијама у спрези са структуром капитала банака које имају високи левриц (однос дуга према капиталу) води томе да менаџери својим одлукама присвајају добит заједно са акционарима, а ризик пребацују на друге. У игру се уводе и други *stakeholder*-и<sup>16</sup> – преференцијални акционари, власници обвезница, депоненти, порески обвезници који могу трпети трошкове губитака. Ова анализа признаје да су у кризи 2007–2009. менаџери претрпели велике губитке, али ипак сматра да губици нису нужно дали подстицај за избегавање ризика, као и да је потребно регулисати компензацију менаџера у банкама као важан елемент финансијске регулације. Одавде произлази тврдња да менаџери не сносе трошкове губитака и следи залагање за нови концептуални оквир и нормативну основу за регулацију менаџерске компензације. Предлог је увођење регулације менаџерске компензације само у банкарском сектору уз давање значајне дискреције банкама.

Становиште,<sup>17</sup> супротно идеји о менаџерској компензацији као узроку кризе, истиче аргумент да менаџери због свог незнања о ризицима нису реаговали на време, а да су одлуке доносили потцењујући ризик на шта их наводила многострука регулација. Емпиријски је потврђено да је 81% хипотекарних обвезница које су банке купиле имало највиши ААА рејтинг и тиме имало мање приносе од ризичнијих обвезница са нижим рејтингом. Ипак, упркос жељи да остваре веће приносе, па тиме и веће бонусе, менаџери су само у 19% случајева куповали хартије са

16 Видети L. A. Bebchuk, H. Spamann, *Regulating Banker's Pay*, Harvard John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion paper, No. 641, 2009.

17 J. Friedman, „Three Myths about the Crisis: Bonuses, Irrationality and Capitalism“, *Critical Review*, September 2009; J. Friedman, „A Perfect Storm of Ignorance“, *Cato Policy Report*, Cato Institute, 2010.

нижим рејтингом.<sup>18</sup> Ово су докази да менаџери нису имали знање о ризику у који су улазили, односно да њихова компензација није утицала на улажење у прекомерни ризик.

Једна од студија<sup>19</sup> је оцењивала факторе које су допринеле лошем пословању банака у време кризе и испитивала да ли су неке банке биле предиспонирани на велике губитке или су их губици погодили неочекивано. Није било конзистентног доказа да банке са бољим корпоративним управљањем<sup>20</sup> имају боље резултате за време кризе. Изненађујући је закључак да су банке са добрим корпоративним управљањем (пријатељским менаџментом) за време кризе пословале лоше иако су у 2006. години пре кризе имале боље пословне резултате од других банака. Овакав резултат се објашњава очекивањем да ће тржиште наградити предузимање ризичних подухвата што је у 2007. години изостало. Као један од индикатора корпоративног управљања је коришћена политика компензације менаџера.

Закључци ове студије о корпоративном управљању, па индиректно и о компензацији менаџера оспоравају закључке ОЕЦД извештаја који тврди да „Финансијска криза може у важном обиму бити приписана грешкама и слабостима аранжманима корпоративног управљања“.<sup>21</sup>

За разлику од тврдњи да је слаба регулација допринела лошем пословању банака за време кризе, резултати исте студије<sup>22</sup> ипак показују малу објашњавајућу снагу регулаторног фактора за објашњење понашања банака. Студија закључује да су у време кризе банке у земљама са строжим захтевом за капиталном адекватношћу, независношћу супервизије

18 А и највећи део тих 19% обвезница са нижим рејтингом од ААА је имало релативно висок рејтинг. Видети V. Acharya, M. Richardson, „Causes of the Financial Crisis“, *Critical Review*, Vol. 21, No. 2–3, 2009; J. Friedman, „Three Myths about the Crisis: Bubbles, Irrationality and Capitalism“, *Critical Review*, September 2009.

19 A. Beltratti, R. Stulz, *Why Do Some Banks Perform Better during Crises? A Cross Country Study of the Impact of Governance and Regulation*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper No. 254, 2009. Студија је користећи приносе на акције на узорку 98 великих банака од којих је 19 из САД, оцењивала факторе које су допринеле лошем пословању банака у време кризе у периоду јул 2007. – децембар 2008. године.

20 Корпоративно управљање је мерено CGQ коефицијентом преко индикатора за особине управног одбора, карактеристика функција ревизије, карактеристикама политике компензације и рестрикције за преузимање. Такође, мерена је заштита акционара са индексом антидиректорских права. Видети R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, „Corporate Ownership Around the World“, *The Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, 1999.

21 G. Kirkpatrick, *The corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, Report*, OECD, Paris, France, 2008, а цитирано према A. Beltratti, R. Stulz, *нав. pag.*

22 A. Beltratti, R. Stulz, *нав. pag.*

и строжијом регулацијом боље прошле, док је строжа супервизија била негативно корелирана са пословним успехом у време кризе. За последњи резултат о негативној корелацији између пословног успеха и строжије супервизије банака који противречи претходном закључку о позитивној корелацији између строжије регулације и бољег пословања банака, аутори траже објашњење у појачавању регулаторних мера за очување банака у време кризе које су биле веома скупе за акционаре/банке. Боље детерминанте понашања банака од регулације и корпоративног управљања су, према овом истраживању, профитабилност банака и биланси имовине које је свака имала пре кризе.

## VI Уместо закључка

Директна регулација менаџерске компензације у финансијском, као уосталом и у другим секторима, не значи успостављање јаче контроле акционара над менаџерима, нити значи ефикасно предузимање ризика. Зато је важно постићи транспарентност одлука о врсти и висини компензације како би акционари могли да установе да ли је менаџерска компензација повезана са предузетим ризиком, односно са доношењем ефикасних одлука менаџера. Такође је, уместо директне регулације, ефикасније да акционари имају увид у политику, структуру, висину накнада и да о томе могу да расправљају (*say on pay*), а не да регулатор одређује максималну компензацију и њену врсту.

Посебно, максимизирање компензације ће, као и у сваком другом случају максималних цена, водити одласку менаџера банака у друге индустрије, негативној селекцији менаџера, као и томе да ће менаџери који остају тражити и налазити начина да заобиђу регулацију компензације. Тако би се угрожавала транспарентност и појачавао агенцијски проблем. Врста и висина компензације менаџера је инструмент усклађивања интереса акционара и менаџера и истовремено представља питање пословне политике. Ефикасно управљање подстицајима менаџера мора да се заснива на флексибилној политици одређивања врсте и висине компензације. Што се тиче негативних социјалних екстерних ефеката, они су последица конкуренције ефеката многоструке регулације коју регулатори нису предвидели нити су могли да предвиде, а којима су се менаџери прилагођавали.

Ако прихватимо да је одређивање компензације ствар пословног одлучивања, одговор на проблем усклађености интереса акционара и менаџера и сношење ефикасног нивоа ризика, се разликује од одговора који би уследили из разумевања компензације као инструмента регулације којим се може дизајнирати друштвено жељено понашање

менаџера, њихових предузећа, банака и други друштвено пожељни исходи.

Нема универзалног правила о плаћању менаџера које је оптимално за свако предузеће/банку. Емпиријска истраживања имплицирају да је проблем менаџерске компензације једно од питања које треба оставити преговорима између акционара и менаџера.

**Aleksandra JOVANOVIĆ, PhD**  
**Professor at the Faculty of Law University of Belgrade**

## **MANAGERIAL COMPENSATION REGULATION AND RISK TAKING**

### **Summary**

*Crises are consistently followed by the idea that their solving and preventing requires strong regulation. The article presents theoretical argumentation and results of empirical studies that do not support managerial compensation regulation. Complex regulatory environment changes the rules of the game, changes incentives, reallocates risk, costs, benefits and produces serious and costly economic and social consequences that were not predicted by a regulator. Direct regulation of managerial compensation in financial sector does not imply stronger shareholders' control over management, neither efficient risk taking. For these reasons, it is important to make transparent the decisions on the managerial compensation in order to allow shareholders to find out whether managerial compensation is related to efficient risk taking decisions. That is why shareholders should have insight in compensation policy, structure, level and opportunity to discuss it (say on pay) instead of regulating maximum level and structure of compensation.*

**Key words:** *corporate governance, managerial compensation, specific human capital, risk taking, managerial compensation regulation.*