

Kompenzacije menadžera kao jedan od uzroka suvremene financijske krize

PETRA ŠTEFULIĆ
diplomantica Odjela za ekonomiju Sveučilišta u Zadru
23 000 Zadar
Hrvatska

petra.stefulic@gmail.com

ANITA RADMAN PEŠA
viša asistentica, Odjel za ekonomiju
Sveučilište u Zadru
Splitska 1, 23 000 Zadar
+385 23 400402
Hrvatska

apesa@unizd.hr

Sažetak: Ovaj rad istražuje uzroke i posljedice prve financijske krize 21. stoljeća s posebnim osvrtom na kompenzacije menadžera. Započela je 2007. godine u SAD-u, uzrokujući propast mnogih financijskih i nefinancijskih institucija, kao što je primjerice Lehman Brothers, a njene posljedice se osjećaju ne samo u SAD-u nego i, zahvaljujući globalizaciji, u ostatku svijeta. Kao jedan od glavnih razloga nastanka ovakve financijske krize navode se bankarski bonusi, odnosno izvršne kompenzacije, koje su poticale menadžere na ulaganje u poslove s visokim rizicima što je u konačnici rezultiralo financijskim krahom kakav se posljednji put dogodio 30-ih godina 20. stoljeća. Često se postavljaju pitanja učinkovitosti visokih nagrada, kao i pitanja etičnosti i morala u davanju tako velikih kompenzacija, odnosno nagrađivanja menadžera koji su prouzročili ovu krizu. Iako smanjenje plaća i bonusa neće promijeniti stanje u kakvom se svijet danas nalazi, potrebno je regulirati njihovu visinu kako se izvršni menadžeri, i to prvenstveno bankari, ne bi nepotrebno izlagali visokim rizicima, budući da su oni ti koji imaju značajnog utjecaja i na financijski i na poslovni sektor pa se njihovo neodgovorno ponašanje, uzrokovano prevelikim bonusima, danas odražava na cijeli svijet. Posljedice ove krize će se još dugo osjećati pa je potrebno poduzeti preventivne mjere kako bi se spriječilo njezino ponavljanje u budućnosti.

Ključne riječi: financijska kriza, uzroci financijske krize, izvršne kompenzacije, bankarski bonusi, reguliranje kompenzacija

1 Uvod

Ovaj rad se bavi problematikom kompenzacija vrhunskog menadžmenta u financijskom sustavu kao jednog od ključnih faktora uzroka prve globalne financijske krize 21. stoljeća. Kao najveća financijska kriza još od Velike depresije, utjecala je na cijeli svijet, a glavnim uzrokom njena nastanka smatra se pohlepa Wall Street bankara prouzročena previsokim novčanim kompenzacijama.

Cilj ovog istraživanja je ispitati povezanost nagrađivanja vrhovnog menadžmenta u financijskim institucijama i nedavne financijske krize. Svrha ovog rada je ispitati bankarske bonuse kao direktne i indirektne uzroke ove krize. Istraživačka pitanja koja se javljaju prilikom istraživanja kompenzacija menadžera u vrijeme financijske krize su: koji su uzroci i posljedice krize, kakvu su ulogu imali bankarski bonusi u trenutnoj financijskoj krizi, zašto je potrebno regulirati menadžerske kompenzacije te kakva se neposredna budućnost svjetske ekonomije očekuje?

Pregledom autora koji se bave ovom temom, provedena je komparativna analiza znanstvene literature u cilju stjecanja uvida u postojeće izvore informacija vezane uz nedavnu globalnu financijsku krizu, uz njene uzroke i posljedice. Nadalje, analizirane su kompenzacije vrhovnih menadžera i njihov utjecaj na nastanak ove krize, potrebne regulacije koje provode SAD i EU, te uloga Kine u svjetskom gospodarstvu 21. stoljeća. U radu su se koristile induksijsko-deduktivske metode, metode sinteze i analize, te metoda kompilacije.

Rad se sastoji od četiri cjeline. Prva cjelina je uvod. Druga cjelina objašnjava različite aspekte koji su utjecali na oblikovanje prve financijske krize 21. stoljeća. Treća cjelina govori o utjecaju bonusa na ponašanje Wall Street bankara za koje se pretpostavlja da su odgovorni za nastanak aktualne financijske krize, te se daje pregled mogućih regulacija na području menadžerskih kompenzacija. Četvrtom cjelinom donosi se zaključak.

2 Pregled kriza 20. i 21. stoljeća

Prema Attali (2009), čovječanstvo je uvijek proživljavalo krize, bile one vjerske, moralne, političke ili gospodarske. Otkako je svijetom zavladao kapitalizam, čini se da je kriza njegovo prirodno stanje. Baletić (2010) navodi kako se, u sistematskoj analizi gospodarske dinamike, krizom uže označava samo faza gospodarskog ciklusa kada se lomi trend uspona i dolazi do naglog stezanja i pada aktivnosti. Razmak od jedne do sljedeće krize naziva se gospodarskim ciklusom, koji u pravilu traje desetak godina. Kako bi se krize prikazale kao prirodna pojava u svakom društvu, u tablici 1. dan je prikaz značajnijih gospodarskih kriza koje su obilježile 20. i 21. stoljeće.

Tablica 1. Pregled značajnih gospodarskih kriza 20. i 21. stoljeća

Naziv krize	Opis	Razdoblje
Velika depresija	Velika ekonomska kriza ili Velika depresija nazivi su teškog sloma cijelih nacionalnih gospodarstva, a trajala je dugih 12 godina.	1929.-1941.
1. i 2. naftni šok	Pretpostavka za oba naftna šoka je bila su da su potrebe za naftom veće od ponude. Oba naftna šoka su izazvala recesije u industrijskim zemljama.	1973. 1979./1980.
Crni ponedjeljak	U ponedjeljak 19. listopada 1987. burze diljem svijeta su doživjela krah, gubljenjem velike vrijednosti u veoma kratkom razdoblju.	1987.

Azijska financijska kriza	Kriza je zahvatila devizna tržišta i tržišta dionica (Tajland, Filipini, Singapur, Malezija, Indonezija i Južna Koreja). Uzroci su bili: slabost financijskog sektora, problem vanjske neravnoteže te efekt prijenosa (zaraze).	1997.
Dot-com mjehur	Špekulativ mjehur koji pokriva razdoblje od 1995.-2000., tijekom kojeg su burze u razvijenim zemljama svjedočili naglom rastu njihovih kapitalnih vrijednosti. Taj mjehur je puknuo u petak, 10. ožujka 2000.	2000.
Svjetska financijska kriza 2007./2008.	Označava bankarsku krizu koja je počela 2007. godine krizom tržišta nekretnina u SAD-u. S obzirom na preprodaje kredita bankama u cijelom svijetu, kriza se proširila u globalnu financijsku krizu, a još uvijek traje.	2007.-danas

2.1 Uloga različitih aspekta u oblikovanju krize

Kod nastanka svake krize postavljaju se različita pitanja, kao što su, primjerice, koji su to faktori koji su uzrokovali njen nastanak, gdje je kriza posebno izražena, što pogoduje njenom razvoju, koje su njene posljedice i dr. Baletić (2010) navodi kako su žarište aktualne krize upravo najrazvijenije kapitalističke zemlje, čija su razvojna dinamika, ekonomska i socijalna struktura i način upravljanja upravo uzroci krize i uvjetuju tempo i pravce kriznih procesa u svijetu. Povlašten status dolara i njegova dualna upotreba (domaća i međunarodna) omogućili su SAD-u brz ekonomski rast i održavanje visoke razine zaposlenosti, ali po cijenu visokog deficita bilance plaćanja koji se olako pokrивao odlijevom stotina milijardi dolara iz zemlje, ali i njihovim masovnim povratom prodajom financijske i realne imovine inozemnim kupcima. Dugoročna neodrživost takve politike morala se jednom pokazati. Zato je ova kriza dublja, i po svojim posljedicama za oblikovanje budućeg svijeta i međunarodnog poretka, dalekosežnija od svih kriza poslije Velike krize 1930-ih godina.

U nevelikom, popularno pisanom članku „Capitalist Fools“, Stiglitz (2009), citirano u Letica (2010), naveo je i objasnio, po njegovom mišljenju, pet ključnih uzroka koji su doveli do sadašnje američke i svjetske financijske krize. Ti uzroci sežu u relativno davnju prošlost i protežu se na razdoblje od 30 godina u kojem su u Bijeloj kući bila tri republikanska predsjednika Ronald Wilson Reagan (1981.-1989.), George Herbert Walker Bush (1989.-1993.) i George Walker Bush (2001.-2009.). I jedan demokratski: William Jefferson Clinton (1993.-2001.), kojem je Stiglitz bio savjetnik.

Kao prvi uzrok Stiglitz (2009) navodi odluku predsjednika Reagana iz 1987. godine da smjeni guvernera središnje banke (FED- Federal Reserve Bank) Paula Volckera, a na čije je mjesto imenovao Alana Greenspana. Kao protivnik svakog oblika regulacije, pa i onog središnje banke, Greenspan je inicirao katastrofu koja je 2007. godine zaprijetila američkom gospodarstvu: poplava novca (likvidnost) uz propale brane regulacije osigurala je propast. Drugi uzrok, prema Stiglitzu (2009), nakon ulaganja od 300 milijuna dolara u lobiranje u Kongresu i javnosti, je usvajanje zakona 1999. godine kojim se ukida razlika između komercijalnih i investicijskih banaka. Nakon toga, sve su banke u Americi zapravo postale investicijske, pa su i tradicionalno konzervativne komercijalne banke (koje su pažljivo raspolagale novcem štediša) postale rizični burzovni i investicijski igrači.

Kao treći uzrok Stiglitz (2009) navodi novu ekonomsku i vojnu politiku Georga W. Busha nakon 2001. godine. Ključni elementi te nove politike bili su: smanjenje poreza, posebice poreza na kapitalnu dobit, smanjenje kamatnih stopa središnje banke, proširenje kruga poreznih olakšica na sve investicije, pa i one u nekretnine, te vođenje rata u Iraku koje je za posljedicu imalo nagli rast cijena nafte, a time i radikalno povećanje proračunskog deficita SAD-a. Kao četvrti uzrok Stiglitz (2009) navodi slom

klasičnog računovodstvenog i revizorskog sustava sredinom 2002. godine. Opcijske dionice poticale su menadžere svih financijskih institucija na friziranje završnih računa jer je njihova zarada ovisila o papirnatom knjigovodstvenom uspjehu. Stiglitz (2009) tvrdi da je peti uzrok izvorni dokument koji je Henry Paulson, ministar financija u Bushovoj administraciji, 3. kolovoza 2008. pripremio kao sanacijski paket, a sam dokument imao je svega tri stranice; „taj opskurni dokument trebao je ministru financija osigurati 700 milijardi dolara koje bi on trošio po vlastitoj volji (diskreciji), bez nadzora ili pravosudne kontrole“ (Stiglitz, 2009). Taj dokument za Stiglitz je ipak tek opća metafora površnosti, neznanja i neodgovornosti kojima je administracija Georga Busha na samom kraju svog mandata američki i svjetski financijski i realni sektor dovela do stanja velike recesije i depresije.

Politika je, popuštanjem regulatornih uvjeta, dala financijskim institucijama slobodu djelovanja koja je u konačnici rezultirala krahom američkog bankarstva. S tim stavom se slažu i Heilpern et al. (2009), koji navode kako je opuštanje regulatornih uvjeta jedan od glavnih pokretača trenutne krize. Tehnički argumenti za hipotekarnu sekuritizaciju usmjereni su na prednosti fokusiranja banke na: upravljanje rizikom bilance, diversifikacijskim rizikom te produljenjem sredstava za kreditiranje izvan ograničenja postavljenih uzimanjem depozita. Osim politike, i drugi faktori su pridonijeli razvoju krize. Guverner Kineske centralne banke Zhou Xiaochuan, kako je navedeno u Iley i Lewis (2011), okrivio je Wall Street i faktore poput računovodstvenih pravila, agencija za kreditni rejting, sekuritizacije kreditiranja te slabe bankovnih standarda. Drugi izvještaji su istakli ulogu pohlepe, neodgovornog ponašanja (za američke vlasnike kuća, hipotekarnih brokera, hipotekarnih zajmodavca, Wall Street investicijske banke, hedge fondovi i drugi slični investitori), te prekomjerni dug i poluge. Tek kasnije su se ti faktori stavili u širi kontekst kada se pozornost okrenula prema korijenima globalnog makroekonomskog podrijetla krize.

2.2 Događaji koji su pokrenuli financijsku krizu

Kako bi se shvatila kriza i njegove posljedice, potrebno je objasniti slijed događaja koji su prethodili financijskoj krizi. Prema Attali (2009), sve je počelo gospodarskom liberalizacijom koja nije dobila potrebnu demokratsku protutežu, pa je diljem svijeta došlo do povećanja udjela dobiti u nacionalnom dohotku, a osobito dobiti financijskog sektora, u kojem su „upućeni“ mogli zadržati glavninu dohotka. Tako je sva novostvorena bogatstva prisvojila šaćica ljudi koji su zahtijevali rentabilnost od 20% na kapitalu koje su ulagali, uglavnom ih pozajmljujući po sve nižim kamatnim stopama. To je dovelo do porasta nejednakosti u raspodjeli dohotka: 1% najbogatijeg američkog stanovništva zgrtalo je više od 16% nacionalnog dohotka. Taj prijenos bogatstva opterećivao je potražnju: zbog nedovoljno visokih plaća američka i europska srednja klasa više nije mogla trošiti kao prije.

Da bi se rast u SAD-u održao, a da se pritom ne zadire u raspodjelu bogatstva, trebalo je održati potražnju ne povećavajući dohotke, što znači poticati srednju klasu na zaduživanje: američko je društvo implicitno donijelo takvu odluku početkom 80-ih godina, uvodeći kreditne kartice za tekuću potrošnju te specifične hipotekarne zajmove za kupnju stambenog prostora. Neovisni mešetari, koji su plaćeni premijama, zajmoprimcima s najgorom „poviješću otplata“ nudili su subprime hipotekarne ugovore¹ s progresivnom kamatnom stopom, na iznos koji je ponekad premašivao cijenu nekretnine, dok je ukupni iznos ponekad bio i trideset puta veći od njihovih godišnjih primanja. Budući da su te kredite jamčili same nekretnine (asset-based), svatko je mogao sve više uzajmljivati dokle god je cijena nekretnina rasla. Takav je sustav bio bez ikakva rizika za banke. Kao djelomično javne ustanove osnovane nakon Velike krize, Freddie Mac i Fannie Mae² otkupljivali su te ugovore od banaka uz

¹ Subprime hipoteke (prema Tiller, 2010) su usmjerene prema klijentima koji nemaju toliko povoljne kreditne bodove ili klijente s razinama prihoda ispod zahtijevanih razina. Njihov cilj je navući kupce na kupovinu kuća koje trenutno ne mogu priuštiti, no bit će u mogućnosti u budućnosti. Subprime hipoteke nisu same po sebi zle, no bez razboritosti, mogu biti veoma rizične.

blagoslov Kongresa. Onim manje siromašnima, krediti Alt-A, koji su se nalazili između tzv. prime i subprime kredita, također su nudili mogućnost da se prvih godina ne otplaćuje glavnica, pa čak ni kamate u cjelosti (Attali, 2009).

Da bi taj razvoj dugovanja kućanstava i poduzeća bio prihvatljiv, kamatna se stopa morala sniziti, a odluku o tome donio je FED 2001. godine. Alan Greenspan donio je tu kapitalnu odluku kojoj su isprva svi pljeskali, a koja se dugoročno pokazala katastrofalnom. Ona je naime omogućila poduzećima, investicijskim fondovima i pojedincima da uzajmljuju sve veće iznose. Zahvaljujući tom „učinku bogatstva“ zaduženo se kućanstvo moglo još više zadužiti i još više trošiti, potičući povećanje imetka.

Dakle, FED je značajno smanjio kamatne stope kako bi stimulirao kreditiranje, što je bilo vrlo uspješno. Kako bi se izdalo što je više kredita moguće, zajmodavci bi trebali držati te kredite samo privremeno, prije nego ih prodaju investicijskim bankama. Investicijske banke bi zatim pakirale te kredite zajedno i prodavale ih. Ti paketi se posebno nazivaju *special purpose vehicles*, imaju fiksnu kamatnu stopu, te uključuju: asset-backed securities (ABS)³, residential mortgage-backed securities (RMBS)⁴, commercial mortgage-backed securities (CMBS)⁵, collateralized debt-obligations (CDOs)⁶ i collateralized mortgage obligations (CMOs)⁷. Nakon što se tisuće hipotekarnih kredita upakiralo, poslani su kreditnim rejting agencijama⁸ koje analiziraju rizičnost vrijednosnica, pri čemu je AAA najveća ocjena koja označuje da je instrument siguran. Mnoge od tih vrlo kompliciranih paketa posebnih namjena (*special purpose vehicles*) označene su sa trostrukim A, iako njihovo podrijetlo možda nije bilo jasno kreditnim rejting agencijama (Tiller, 2010).

Poslije pakiranja i analize, investicijske banke su prodavale te vrijednosnice svojim klijentima. Prema Attali (2009), taj se postupak naziva *sekuritizacijom* (a omogućuju ga prije svega nove tehnologije, matematički modeli i internet). Sekuritizacija ubrzo doživljava uspjeh zbog rentabilnosti koja se obećava kupcima tih vrijednosnica. Svi institucionalni štediša svijeta žele te sekuritizirane proizvode za sebe ili da ih plasiraju među svojim klijentima. Iznos tih vrijednosnica, bile one vezane za nekretnine ili ne, ubrzo premašuje iznos američkih državnih obveznica. To čine Freddie Mac i Fannie Mae, ostavljajući dio tih hipotekarnih kredita u svojim bilancama dok ostale prodaju u obliku RMBS-ova. Polovica tih sekuritiziranih subprime kredita našla se tako u neameričkim bankama, dok je druga polovica prodana njihovim neameričkim klijentima.

Slika 1. pokazuje prethodno opisani proces prodaje subprime hipotekarnih kredita i sekuritizacije tih vrijednosnica koji je omogućio širenje subprime hipotekarne krize velikom brzinom. Tiller (2010) navodi kako je rezultat ovog slijeda događaja bio cjenovni mjehur na američkom tržištu nekretnina, kao što je prikazano na slici 2.

² Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) i Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) (prema Investopedia.com) su državno sponzorirana poduzeća čija je uloga proširiti protok hipotekarnog novca stvaranjem sekundarnih hipotekarnih tržišta.

³ ABS (prema Attali, 2009) su sekuritizacijom stvorena pokretna vrijednost koja se oslanja na aktivu; ponekad se sastoji od portfelja hipotekarnih stambenih kredita.

⁴ RMBS (prema Attali, 2009) je vrijednosnica vezana za skup hipotekarnih stambenih kredita tipa subprime, Alt-A ili prime. Vlasnik dobiva povrat glavnice i kamate na sekuritizirane stambene kredite.

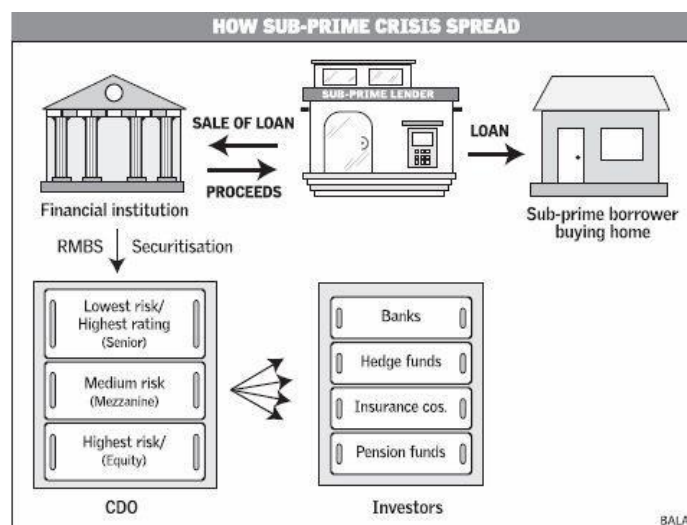
⁵ CMBS (prema Investopedia.com) je vrsta hipotekarne vrijednosnice koja je vezana za kredit na komercijalnu imovinu.

⁶ CDO (prema Attali, 2009) je dužnička vrijednosnica zasnovana na vrijednosnicama nekoliko aktiva, obično ABS-ova, dionica i obveznica.

⁷ CMO (prema Investopedia.com) je vrsta hipotekarne vrijednosnice koja stvara odvojene bazene prolaznih stopa za različite vrste obvezničara s različitim rokovima dospijeća, pod nazivom tranše.

⁸ Rejting-agencije (prema Attali, 2009) bi trebale biti neovisne i nepotkupljive ustanove koje posjećuju poduzeća ne bi li štedišama i ulagačima rekly što misle o načinu na koji se njima upravlja, kao i o njihovoj financijskoj snazi te transparentnosti. Ocjenom koju im daju utvrđuju kamatne stope što će ih ta poduzeća trebati plaćati podignu li kredit. Tu bi djelatnost zapravo trebala obavljati javna poduzeća ili međunarodne agencije, ili barem neprofitne ustanove, ali obavljaju je privatna poduzeća, među kojima tri prednjače: S&P, Moody's i Fitch.

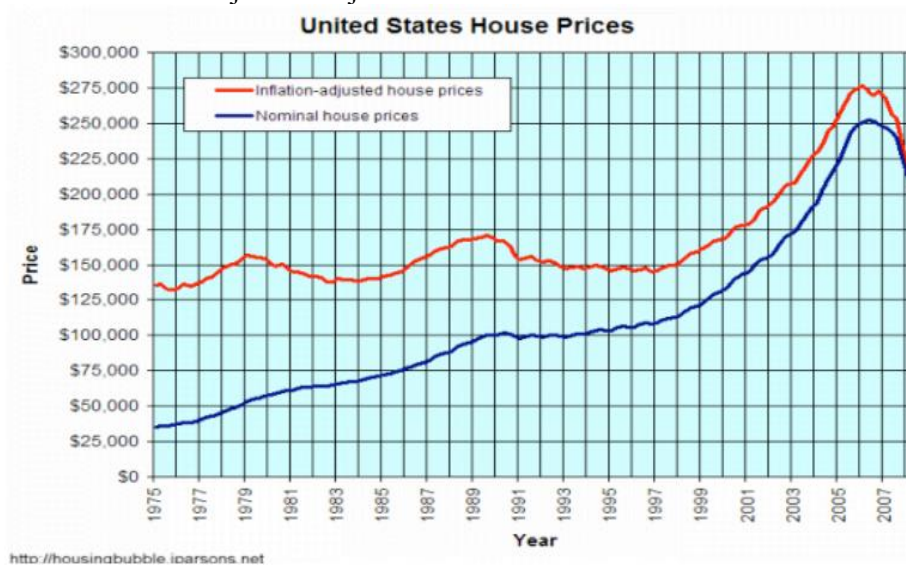
Slika 1. Kako se širila sub-prime kriza



(Murali, 2007)

Slika 2. prikazuje rast cjenovnog mjehura na američkom tržištu nekretnina. Prosječni rast cijena, prilagođeno inflaciji, bio je svega 0,67%, sa \$130,000 1975. godine na \$150,000 1998. godine. No od 1998. do 2006. prosječni godišnji rast cijena je iznosio 10,4%, sa \$150,000 1998. godine na \$275,000 2006. godine. Ovaj astronomski rast cijena prouzročila je povećana kupovina zbog sniženih standarda kreditiranja. Cijene su, dakle, rasle neviđenom razinom prije nego su počele opadati na stvarnu tržišnu vrijednost u drugom kvartalu 2006.

Slika 2. Cjenovni mjehur na američkom tržištu nekretnina



(Tiller, 2010)

Problemi se počinju javljati u 2006. godini, kad je kamatna stopa značajno porasla. Kad je američka središnja banka u nepune dvije godine (od sredine 2004. do sredine 2006. godine) povećala kamatnu stopu s 1 na 5,25 posto, došlo je do kaosa na tržištu nekretnina, a ubrzo i na financijskim tržištima: najprije na američkom, a onda i diljem svijeta. Šest milijuna vlasnika nekretnina s drugorazrednim

založnim zajmovima u prvoj polovici 2007. godine više nije moglo otplaćivati prispjele kreditne rate, tako da je već u kolovozu prodaja nekretnina pala za 21 posto. Raspad američkog stambenog mjehura imao je direktan utjecaj ne samo na vrijednost kuća, navode (Murthy i Deb, 2008), već i na nacionalno tržište hipoteka, graditelje, prodajna mjesta kućnih potrepština, te hedge fondove Wall Streeta u vlasništvu velikih institucionalnih investitora. Brenner (2009) navodi kako je bilo neizbježno da pucanje stambenog mjehura neće samo izravno preokrenuti proces ekonomskog rasta, već isto tako i oslabiti financijski sektor koji je duboko, izravno ili neizravno, investirao u nekretnine, stvarajući samoodrživu silazeću spiralu u kojoj usporavanje realnog gospodarstva dovodi do smanjivanja bankarskog kreditiranja, a slabljenje bankarskog kreditiranja pogoršava pad realne ekonomije.

2.3 Financijska kriza 21. stoljeća

Problemi su, dakle, počeli s krizom tržišta nekretnina na ljeto 2007. Budući da su tržišta nekretnina bila povezana s financijskim tržištima, kriza se proširila i na financijski sektor. Prema Dwyer i Tkac (2009), kriza se isprva nazivala 'subprime neredom' ili 'subprime topljenje', no problemi su postali očiti na Wall Streetu i Londonu u lipnju 2007. Dva veoma polužna fonda hipotekarnih vrijednosnica Bear Sternsa virtualno su izgubili svu svoju vrijednost i u konačnici se prijavili za stečaj zbog smanjenja cijena AAA i AA hipotekarnih vrijednosnica. 25. lipnja 2007. londonski Cheyne Capital Management LLP je objavio da otpisuje 400 milijuna eura iz hedge fondova koji su imali investicije u subprime hipotekarnim vrijednosnicama. Uobičajeno korišten datum za početak financijskih previranja se smatra 09. kolovoza 2007. Tog je dana, najveća francuska banka, BNP Paribas SA, zamrzla isplate iz tri fonda s investicijama u AAA i AA subprime hipotekarnim vrijednosnicama SAD-a. Tog istog dana, Europska Centralna Banka je posudila 49 poduzeća skoro 95 milijarde eura, najviše što je ikad pružila; Federalne Rezerve su povećale svoje kreditiranje rezerva na 14 dnevne uvjete te Banka Kanade je dodala izvanredni iznos rezervi.

Likvidnost je postala veliki problem u brojnim financijskim institucijama. Prema Cecchetti (2008), financijske institucije posvuda bile su prisiljene suočiti se sa stvarnošću da njihov značajni fond hipotekarnih vrijednosnica vrijedi manje nego što su mislili, te je postalo vrlo teško procijeniti ga. Zbog nesigurnosti o vlastitoj razini kapitala i sposobnosti posuđivanja, banke su nevoljko davale kredite. Neki financijski posrednici su počeli imati probleme s pronalaženjem kratkoročnog financiranja koje je bilo nužno kako bi nastavili sa svojim svakodnevnim poslovanjem. Zbog naglog pada vrijednosti hipotekarnih vrijednosnica, investicijske i privatne banke morale su zabilježiti gubitke na vrijednosnicama koje su posjedovale (Tiller, 2010). Ovo je rezultiralo velikim gubitcima diljem bankarske industrije u drugoj polovici 2007. Kriza se pojačala 16.03.2008. kad je Bear Stearns kolapsirao. Prvi put nakon 1929. godine, FED je odlučio odobriti refinanciranje investicijskim bankama (dotad isključivo namijenjeno komercijalnim bankama), pa tako i Bear Stearnsu (Attali, 2009). Bila je to nevjerovatna odluka: iako nije nadzirao te ustanove koje su bile pod okriljem Komisije za vrijednosne papire (Securities and Exchange Commission – SEC), FED ih je namjeravao podržati i ne poznajući njihove bilance. Dana 14. ožujka 2008. J. P. Morgan i FED odobrili su zajam Bear Stearnsu ne bi li ga spasili od propasti. Dva dana poslije banka J. P. Morgan Chase otkupila je Bear Sternsa za 2 dolara po dionici (umjesto 93 dolara koliko je vrijedila u veljači), i to zahvaljujući zajmu Državne blagajne od 29 milijardi dolara bez ikakva jamstva. Dana 24. Ožujka 2008. J. P. Morgan je pod prijetnjom sudskog procesa povisio ponudu za otkup Bear Sternsa na 10 dolara po dionici, odnosno na ukupno 1,2 milijarde dolara.

Najveća osiguravajuća kuća na svijetu, AIG (American International Group), 30. lipnja 2008. obznanila je da je njezin financijski odjel (koji je u svojstvu investicijske banke sudjelovao u velikom broju swapova i hedgeova ne bi li osigurao vrijednosnice koje je koristio za stvaranje vlastitih zaliha) emitirao CDS-ova⁹ i CDO-a u vrijednosti od 441 milijarde dolara. No iako su ocijenjeni kao AAA, ti

⁹ CDS ili credit default swaps (prema Attali, 2009) je ugovor između dviju strana kojim se one osiguravaju od rizika kojemu se jedna od tih strana izlaže, primjerice riziku nepodmirivanja duga.

CDO-i uglavnom su zasnovani na RMBS-ovima, među kojima su i subprime krediti, i to u visini od 60 milijardi dolara. Drugim riječima, AIG je priznao da je pod stavkom tehničkih rezervi vodio krajnje špekulativne vrijednosnice (sekuritizacije subprime kredita) čiju su vrijednost jamčili samo još špekulativniji mehanizmi. Dana 15. srpnja 2008. recesija je najavljena padom cijene barela nafte za 17 dolara (Attali, 2009).

Federalne rezerve su isprva pokušale stabilizirati financijski sustav tradicionalnim alatima monetarne politike, a zatim su proširili svoju bilancu s više od trilijun dolara tokom nekoliko tjedana. Kasnije su provodili i nove tehnike kao što su injekcije kapitala ili proširenje jamstva odgovornosti. Uključeni iznosi su ogromni. Krajem svibnja 2008, Federalne rezerve su posvetile gotovo dvije trećine 900 milijarda dolara svoje bilance tim novim programima. Prema Cornett et al. (2011), to proširenje likvidnosti bilo je distribuirano preko cijelog bankarskog sustava, a banke s većim portfeljima nelikvidnih sredstava, tj. one banke koje su imale više kredita i sekuritiziranih sredstava, povećale su svoje udjele nelikvidnih sredstava i smanjile kreditiranje. Banke koje su se više oslanjale na stabilne izvore financiranja, tj. osnovne depozite i kapital, nastavile su kreditirati u odnosu na druge banke. Većina najvećih banaka je de facto bankrotirala, njihove obveze su daleko premašivale njihova sredstva, a budući da je njihov problem bio insolventnost, a ne nelikvidnost, nikakav iznos kredita ih nije mogao spasiti.

Mnogi su analitičari mjesecima unaprijed ukazivali na izloženost američkih i europskih financijskih institucija krizi drugorazrednih hipotekarnih zajmova, ali tada ih nitko nije slušao. Počevši s kolapsom velikih financijskih institucija u SAD-u, kriza se brzo proširila po cijelom svijetu rezultirajući problemima i u europskom bankarskom sektoru. Prema Letica (2010), gotovo sve najveće europske, azijske, bliskoistočne i australske financijske institucije (banke, fondovi, osiguravajuće kompanije) i korporacije imale su velike financijske plasmane na američkom financijskom i stambenom tržištu. Kako navodi Nikolov (2010), danas je financijski sustav uvelike globaliziran tako da se šok na jednom mjestu istovremeno osjeća diljem cijelog svijeta. S obzirom na razmjere i na posljedice koje će se osjećati još daleko u budućnosti, ovu krizu se s pravom može nazvati novom Velikom depresijom, odnosno Velikom depresijom 21. stoljeća.

2.4 Propast Lehman Brothersa

Veliku ulogu u krah u financijskog sektora imao je bankrot Lehman Brothersa. Kako navodi Attali (2009), banka Lehman Brothers je 06. rujna 2008. zatražila povećanje kapitala od 200 milijardi dolara: priznala je da ima 613 milijardi duga te da u aktivi posjeduje barem 85 milijardi „otrovnih“ vrijednosnica, od čega 57 milijardi otpada na derivate subprime kredita. Kako na tim vrijednosnicama više nije imala prihoda, trpjela je znantne gubitke, točnije, 18 milijardi dolara, u posljednja tri tromjesečja. U Ministarstvu financija više nitko nije želio davati novac ni banci Lehman, ni AIG-u, ni Morgan Stanleyju (koji je također pao na niske grane), ni ikome drugome.

Svi su uviđali opasnost Lehmanova stečaja. FED i Državna blagajna bili su uvjereni da će banke preuzeti Lehmana na sebe. Sljedećeg dana, 07. rujna 2008. godine, Državna blagajna bila je prisiljena staviti Freddie Mac i Fannie Mae pod nadzor. Tijekom vikenda (od petka 12. do nedjelje 14. rujna) banke Wall Streeta raspravljale su o planu da se loši Lehmanovi dugovi prebace u „lošu“ banku koju bi druge banke financirale iznosom od 70 milijardi dolara, dok bi se ostatak plasirao u „dobru“ banku koju bi otkupili Barclays i Bank of America. Svi su mislili da je pronađeno rješenje. No u ponedjeljak ujutro banke Wall Streeta odbacile su plan koji je bio previše složen za provedbu: što je to „loša“ banka? Ministar nije popustio i bijesno je odbio intervenirati. Istoga dana, 15. rujna 2008., Lehman je stavljen pod zaštitu poglavlja 11 zakona protiv stečaja. To je bila najgora odluka koja se mogla donijeti; ona će u nekoliko dana dovesti svjetski financijski sustav do samog ruba ponora.

Predstojeći dani bili su kritični. Johnson (2009) navedeno u Sieczka et al. (2010) sumarizira tri glavna događaja koja su pokrenula tešku globalnu fazu krize kako slijedi: „Vikenda 13-14. rujna 2008, Vlada SAD-a je odbila spasiti Lehman. Kao posljedica, poduzeće je propalo. Vjerovnici su pretrpjeli velike gubitke, koji su imali posebno negativne učinke na tržišta s obzirom da je FED do kraja prethodnog tjedna poticao ljude da i dalje posluju s Lehmanom... U utorak, 16. rujna, Vlada je pristala pružiti interventan kredit glavnom osiguravajućem poduzeću, AIG. Ovaj kredit je strukturiran tako da postane najvažniji dug poduzeća, te na taj način implicira gubitke za ranije više vjerovnike AIG-a; vrijednost njihovih investicija u tom AAA uporištu kapitalizma preko noći je opala za 40%...Do srijede, 17. rujna, bilo je jasno da su svjetska financijska tržišta (ne samo američka tržišta, ali posebice američki investicijski fondovi) bila u stanju srčanog zastoja. Glavni rizničar je odmah pristupio Kongresu za hitnu proračunsku raspodjelu od 700 milijardi dolara (oko 5% BDP-a), koja će se koristiti za otkup imovina u nevolji i time smanjiti pritisak na financijski sustav...“

Obavijest o bankrotu Lehman Brothersa 15. rujna 2008, pokrenula je i događaja koji su doveli do prave krize na globalnim financijskim tržištima. Prethodno Lehman Brothersovom bankrotu, spekulacije o posljedicama propasti sustavno važne financijske institucije su se fokusirale na složenost i dalekosežnu prirodu institucijske mreže drugih ugovornih strana (Dwyer i Tkac, 2009). I dok se FED pribojavao da će se problemi umnažati na tržištu derivata, do panike je došlo upravo na tržištu kratkoročnog financiranja (Attali, 2009). Ne znajući što im Lehman točno duguje, a neće im vratiti, banke su prestale pozajmljivati. Monetarno se tržište zamrznilo. Međubankovno je tržište nestalo. K tome, istoga je dana Lehmanov stečaj primorao najvećeg svjetskog osiguravatelja AIG, koji je tada već bio u velikim poteškoćama, da odigra svoju osiguravateljsku ulogu, što je povećalo njegov kumulirani gubitak na 30 milijardi dolara, kojima se pridodalo još i 600 milijuna gubitaka zbog potpunog obvezređenja dionica Fannie-Freddie nakon njihove nacionalizacije. Toga tjedna nije odobren nijedan sindicirani zajam: obustavljeno je dugoročno financiranje poduzeća. U nastojanju da se po svaku cijenu zaborave njihove brojne pogreške, rejting agencije su AIG smjesta pozvale na podmirenje pada vrijednosti portfelja (tzv. margin call) u iznosu od 13 milijardi dolara ne bi li tako nadoknadile oslabljeni kredibilitet. AIG se našao u krizi likvidnosti; njegova je vrijednosnica izgubila 95% vrijednosti (1,25 dolara po dionici). Ministar financija, Paulson, nije htio dopustiti da AIG snade Lehmanova sudbina. Prvi put u povijesti FED je dao pozajmicu nebankarskoj ustanovi: 85 milijardi dolara uz jamstvo na cijelu aktivu AIG-a i kaznenu kamatnu stopu ne bi li potaknuo što bržu otplatu. Na opću nevjericu, najveća svjetska osiguravajuća kuća je nacionalizirana. Nedugo potom, Paulson je bio prisiljen pomoći i Goldman Sachs i Morgan Stanleyu da ih ne otkupe Japanci ili Britanci.

Inspirirani tim događajima, Sieczka et al. (2010) su razvili jednostavan model „efekta Lehman Brothersa“ u kojem se slučaj Lehmanovog propusta kvantificira kao da ima gotovo neposredan učinak na pogoršavanje kreditne sposobnosti svih financijskih institucija u gospodarskoj mreži. Ovaj efekt utjelovljuje: (i) izravne posljedice Lehmanovog propusta na svoje vjerovnike kao i (ii) psihološki učinak spoznaje kako su Treasury SAD-a i FED bili spremni pustiti velike financijske institucije da propadnu tako da se više nitko nije osjećao sigurno te (iii) efekt vrednovanja da je sposobnost financijskih derivata mnogo manja nego što je ranije procijenjeno, što je dovelo do globalne spoznaje da su problemi mnogo ozbiljniji nego što se to ranije mislilo.

Lehman Brothers, ikona američkog bankarskog sustava, pokleknula je pred izazovima financijske krize koja je počela 2007 (Platinum Invest, 2009). Inače vrlo uspješna kompanija s 30.000 zaposlenih, čija je imovina na vrhuncu poslovanja vrijedila 700 milijardi dolara, bankrotirala je preko noći. Zaposlenici širom svijeta dobili su naputak da počiste urede i odnesu svoje stvari, jer više nisu potrebni. Tako se urušio financijski div koji je vjerojatno više nego ostali bio pohlepan i željan brze zarade. Osim toga, poticaji menadžmentu su ionako koncipirani kao nagrade za kratkoročni poslovni rezultat. Svih ovih godina, sve do sada, nitko niti nije obraćao pozornost na neizbježnu propast, jer je jedino bitno bilo preživjeti još jednu godinu s debelim plusom kako bi se ubrali bogati bonusi.

2.5 Potrebne promjene financijskog sustava i uloga korporativnog upravljanja

Aktualna financijska kriza je pokazala da financijski sustav nije bio u stanju podnijeti stresove koji su išli uz porast veličine i raširenosti globalnih neravnoteža i povezanih kapitalnih tokova. Prema Kenc i Dibooglu (2010), zbog međupovezanosti u globalnom financijskom sustavu, kriza se brzo proširila i proizvodi najveće globalno usporavanje u nedavnoj povijesti. Trenutna previranja u globalnom financijskom sustavu su bez presedana. Ona naglašavaju potrebu za masivnim strukturnim promjenama u industriji financijskih usluga. Po mišljenju Breitenfellner i Wagner (2010), strože regulacije nisu jedini odgovor na problem. Smatraju kako samo one institucije koje su nelikvidne ali solventne, treba spasiti, uz značajan trošak za odgovarajuće institucije, dok insolventne institucije ne bi trebalo spašavati.

Crotty (2008) ističe kako se pravi i dublji uzrok nastanka krize može naći u slabostima institucija te praksama i poslovanjima tih institucija - odnosno lošem i neodgovornom korporativnom upravljanju. Siegel (2009) ističe upravo vrhovne menadžere kao najveće krivce za ovu financijsku krizu. Naime CEO financijskih poduzeća, kao i rejting agencije smatrali kako je rizik neplaćanja hipoteka, sve dok stambene cijene rastu, zanemariv, pa nisu uočili ozbiljnu prijetnju u tim vrijednosnim papirima, koji su se temeljili upravo na tim stambenim kreditima. Greška je bila u tome što su vjerovali da će cijene samo rasti. No, međutim, dogodilo se upravo suprotno, ta imovina je postala ekstremno rizična i cijene su počele strmoglavo padati.

Menadžeri, koji su preprodavali te hipotekarne kredite, znali su koliko su ti krediti nesigurni. Štoviše, Friedman i Friedman (2009) navode da, kako bi menadžeri prikrili koliko su te hipoteke opasne i rizične, pretvorili su ih u vrijednosne papire, a hipotekarne brokere se poticalo na prevaru klijenata kako bi podizali hipoteke i kreditne zajmove. Dakle, potaknuti kratkoročnim poticajima i pretjeranim bonusima, menadžeri su preuzimali pretjerane rizike kojima su svoja poduzeća dovodili do propasti. Budući da u slučaju neuspjeha menadžeri ne snose nikakve posljedice, a plaća ih se za poduzimanje upravo takvih rizika, može se reći da su, vođeni pohlepom i brzom zaradom, špekulativnom igrom doveli do raspada cjelokupnog financijskog sustava. Kombinacijom svih tih događaja i uvjeta – poticanje preuzimanja rizika, manjak odgovornosti i upotreba dioničarskog novca – dobije se financijski krah. Breitenfellner i Wagner (2010) navode kako se financijske institucije u buduće trebaju usredotočiti na odgovarajući menadžment rizika i procjenu rizika umjesto maksimaliziranja kratkoročne profitabilnosti.

Nakon što je predsjednik Obama 9. siječnja 2009. izjavio kako „ne postoji nesuglasje oko toga da je potrebna vladina akcija, neki plan oporavka koji će snažno potaknuti gospodarski oporavak“, utjecajni Cato Institute (institucija koja zagovara načela slobodnog poduzetništva i slobodnog djelovanja tržišnih zakonitosti uz minimalno uplitanje države) uspio je okupiti veliku skupinu od 200 ekonomista koji su javno osporili predsjednikov stav kako „nema nesuglasja“ o ulozi države u ekonomskom životu nacije: „...Vjerovanje da veća državna potrošnja može danas pomoći Americi znači trijumf nade nad iskustvom. Da bi potaknuli gospodarstvo, političari se moraju usmjeriti na uklanjanje zapreka radu, štednji, investiranju i proizvodnji. Niži porezi i smanjenje državnih opterećenja najbolji su put pri korištenju fiskalne politike u poticanju rasta.“ (Letica, 2010).

3 Bankarske CEO kompenzacije kao temeljni uzrok financijske krize 2007-2008

Neodgovorno korporativno upravljanje igralo je veliku ulogu u nastanku i razvoju suvremene financijske krize. Poduzeća su javno naglasila kako je dobro korporativno upravljanje od vitalne važnosti te su usvojili specifični kodeks korporativnog upravljanja. Korporativno upravljanje banaka se razlikuje od generičkih poduzeća. S obzirom na prakse korporativnog upravljanja, osobito udarna značajka uglavnom velikih komercijalnih i investicijskih banaka prevladava u kompenzacijskim

shemama koje pružaju vrlo moćne poticaje, ne samo za izvršne direktore, već i za više menadžere na nižim razinama.

Prema Erkens et al. (2009), osim CEO kompenzacija, veliku važnost u stvaranju ove financijske krize imali su i mehanizmi upravljanja, što je u skladu sa zaključkom Kirkpatrick (2009) kako se financijska kriza u značajnoj mjeri može pripisati neuspjehu i slabostima u aranžmanima korporativnog upravljanja. Erkens et al. (2009) dalje navode kako je veće korištenje bonusa povezano s većim ex-post gubicima i većim ex-ante zadanim rizikom, što je u skladu s nedostatkom mehanizama korporativnog upravljanja (kao što su kratkoročna orijentacija institucionalnih investitora), te je u skladu s činjenicom da su poduzeća, koja su nagradila CEO s više kompenzacija u obliku novčanih bonusa (umjesto kapitalnih poticaja), doživjela veće gubitke. U kasnijem radu Erkens et al. (2010) navode kako su poduzeća s većim institucionalnim vlasništvom i nezavisnijim odborima imala lošije dioničke povrate od drugih poduzeća za vrijeme krize iz razloga što su ta poduzeća poduzela veći rizik prije krize, što je rezultiralo većim dioničarskim gubicima za vrijeme krize, te zato što su podigla veći kapital za vrijeme krize, što je dovelo do prijenosa vlasništva od postojećih dioničara na obvezničare.

Globalna bankarska kriza usmjerila je svoju pažnju i na računovodstvene standarde i na kompenzacijske aranžmane u bankama (Livne et al., 2011). Iako postoji nekoliko čimbenika za koje se vjeruje da su potaknuli ovu krizu, mnogi ukazuju na problem moralnog hazard, urođenog u strukturi izvršnih kompenzacija u financijskoj uslužnoj industriji, kao jednog od ključnog pokretača krize (Park, 2010). Posebno važan dio izvršnih kompenzacija koji su prouzrokovali problem moralnog hazarda su prekomjerne razine bonusa koje su primali izvršni menadžeri na Wall Streetu.

3.1 Uloga bonusa u nedavnoj financijskoj krizi

Od svih povlastica i poticaja koje poslodavci nude zaposlenicima, kao što su parkirno mjesto, kompanijski piknici, plaćeni i neplaćeni dopusti, članstvo u teretani, masaža na poslu, mirovine i drugo, ništa nije toliko popularno kao bonusi. Bonusi potiču ljude na poduzimanje pretjeranog rizika, pa čak i da ponekad prekrše zakon. Bonusima se nagrađuje kratkoročna performansa, a nakon nekog vremena više nisu učinkoviti jer ih ljudi očekuju poput plaće (Kirwan-Taylor, 2010).

U konkurentnoj ravnoteži, bonusi koji su plaćeni ne ovise samo o raspodjeli bankarskog talenta, već i o veličini banaka koje se natječu u zapošljavanju tih bankara (Thanassoulis, 2011). Proteklih desetljeća banke su se konsolidirale, a bankari su imali povijesno nevidenu mobilnost. Ovaj trend se pripisuje povećanoj upotrebi informacijske tehnologije koja je povećala povrate i dozvolila menadžerima lakši prijenos svojih vještina među bankama. Tijekom ovog razdoblja plaća bankara je porasla, uglavnom vođena bonusima. Ford (2008) navodi kako je širom prihvaćeno da ako se menadžeri nagrađuju bonusima za ostvarivanje ciljeva na temelju volumena ili profita, bez odgovarajuće prilagodbe u kompenzacijskom sustavu za rizik koji se odvijaju preuzimanjem takvog posla, tada bilo koji kratkoročni dobitak za zaposlenike i vlasnike banke ide na rizik dugoročne održivosti banke.

Kompenzacije zaposlenika u bankama i financijskim institucijama sastoje se od dva dijela: stabilne osnovne plaće i varijabilnih poticaja (Heller, 2008). Osnovna plaća bankarskih menadžera je veća od plaće koje većina ljudi dobiva. Veličina bonusa varira od godine do godine i trebala bi reflektirati trud i uspjeh zaposlenika. U velikoj mjeri, bonusi se obično isplaćuju u novcu. Manji dio se dijeli u dionicama i opcijama. U godinama prije krize, kad su profiti bili visoki, bonusi su značajno porasli. Zbroj doprinosa bonusa u investicijskom bankarstvu je premašio dividende isplaćene dioničarima. BBC News (a) (2010) navodi kako je glavni razlog što su bankarski bonusi toliko veliki zato što su, u financijskim terminima, bankarske transakcije toliko velike da je čak samo mali postotak bonusa na zaključen posao veliki iznos. Tablica 4. usporedno prikazuje razine bonusa isplaćenih na Wall Streetu, odnosno City of London u razdoblju 2001.-2009.

Tablica 2. Prikaz ukupnih isplata bonusa na Wall Streetu i City of London u razdoblju od 2001.-2009. (Matthews i Matthews, 2010)

Year	Wall Street Bonuses (\$ billion)	City of London Bonuses (£ billion)
2001	13.0	3.9
2002	9.8	3.3
2003	15.8	4.9
2004	18.6	5.7
2005	20.5	7.1
2006	23.9	10.1
2007	33.2	10.2
2008	18.4	4.0
2009	27.5 (estimated)	6.0 (estimated)

Razina bonusa isplaćena na Wall Streetu u godinama prije krize konstantno je rasla (osim 2002), a vrhunac je dosegla 2007. godine kad je započela financijska kriza. Iako je razina bonusa isplaćenih 2008. godine znatno opala u odnosu na prethodnu godinu, 2009. godine razina bonusa znatno je skočila s 18.4 na 27.5 milijarde dolara, što je znatan iznos uzevši u obzir stanje financijskog sustava i svjetske ekonomije. Razina bonusa isplaćenih u City of London također je postepeno rasla i doživjela vrhunac 2007. godine, kao i na Wall Streetu, te je zabilježila znatan pad sljedeće godine, no za 2009. godinu je, za razliku od Wall Streeta, zabilježila tek mali porast sa 4 na 6 milijardi funti.

Standardna priča o propasti Bear Stearnsa i Lehman Brothersa pretpostavlja kako je bogatstvo top menadžera tih poduzeća u velikoj mjeri izbrisano zajedno s njihovim poduzećima. Prema Bebchuk et al. (2009), top pet izvršnih timova tih poduzeća unovčili su velike iznose performansnih kompenzacija u razdoblju od 2000.-2008. U tom razdoblju, mogli su unovčiti velike iznose bonusne kompenzacije koja nije bila zarobljena kad su poduzeća propala, ali i prisvojiti velike iznose od prodaje dionica. Sveukupno, vrhovni izvršni timovi Bear Stearnsa i Lehman Brothersa izveli su novčane tokove od oko 1,4 milijarde dolara, ali i 1 milijardu dolara iz novčanih bonusa i prodaja kapitala u razdoblju od 2000.-2008. Ti novčani tokovi su značajno premašili vrijednost početnih fondova izvršnih menadžera u početku ovog razdoblja, a izvršne neto isplate za to razdoblje su nedvojbeno pozitivne. U siječnju 2008, CEO Lehman Brothersa, Richard Fuld, iskoristio je 10 milijardi dolara kapitala za bonuse na kraju godine za vrhovne menadžere i odbio prijedlog da izvršni menadžeri ne dobiju bonuse za dobro likvidnosti kompanije, dioničkih cijena i javnog imidža (Acosta, 2009).

Otkrivanje incidenta AIG bonusa razbjesnilo je medije i javnost, naglašavajući još jednom kritike protiv izvršnih direktora s Wall Streeta, nekoć američke ikone uspjeha, zbog besramnog preplaćivanja, što je omogućeno zbog iskrivljene kompenzacijske strukture. Acrey et al. (2011) navode kako su, za vrijeme krize, 24 CEOa banaka zajednički stekli preko 90 milijuna dolara u dioničkim opcijama, čime su dodatno pojačavali javni bijes. U intervjuu s LA Times, Lloyd Blankfein, CEO Goldman Sachsa, priznao je da financijska industrija treba „*obnovu zdravog razuma*“ i standarde plaćanja kako bi „*obeshrabrili sebično ponašanje, uključujući pretjerano preuzimanje rizika.*“ Kritičari poput njega kažu kako struktura izvršnih kompenzacija jedinstvena za financijsku industriju ohrabruje izvršne direktore na rizične poteze za poboljšanje kratkoročnih izvedbi u ostvarivanju ogromnih godišnjih isplata bonusa. U isto vrijeme ti su izvršni direktori zaštićeni od dugoročnih štetnih učinaka poduzetih rizika (Park, 2010).

Klasično opravdanje za visoke plaće vrhovnih menadžera je da su kompenzacije potaknute tržištem, odnosno, kako bi zadržali svoje vrhovne menadžere, poduzeća određuju kompenzacije sukladno kompenzacijama na tržištu. Ova mantra se koristi na Wall Streetu od velikih poduzeća poput Goldman Sachsa pa sve do male grupe poduzeća investicijskog bankarstva i financijskih usluga. Pritisak na razine plaće je podjednako velik za obje grupe poduzeća. No u slučaju investicijskih banaka, unutarnje razlike (pritisak visoko plaćenih zaposlenika ispod razine višeg menadžmenta) mogu još više podizati

izvršnu plaću. Iako su osnovne plaće generalno male, one čine vrlo mali udio ukupnih kompenzacija. Većina izvršnih plaća Wall Streeta sastoji se od poticajnih isplata jedne ili druge vrste (Hodgson, 2004). Letica (2010) navodi kako su, prije izbijanja svjetske financijske krize, vrhunski menadžeri najvećih američkih korporacija u jednom jedinom danu zarađivali više nego što je prosječni zaposlenik u toj zemlji zaradio u godinu dana.

Kao rezultat financijske krize 2008, politike kompenzacija zaposlenika te odluke korporativnih odbora Wall Streeta nalaze se pod pomnim ispitivanjem. Naime, spremnost da se odobre kompenzacijski planovi za cijelo poduzeće, koji su rezultirali isplaćivanjem bonusa vrijednih milijarde dolara, čak i pred raspadajućim financijskim i gospodarskim uvjetima, bio je vrhunac kontroverze (Sharfman, 2009). Te su odluke rezultirale plaćanjem rekordnih 39 milijardi dolara u bonusima u vodećih pet Wall Street poduzeća: Goldman Sachs, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Lehman Brothers i Bear Stearns.

Štoviše, u 2008. godini u kojoj je Lehman Brothers bankrotirao, Merrill Lynch i Bear Stearns su morali pronaći partnere za spajanje zbog ekstremnih financijskih poteškoća, Wall Street poduzeća zajedno gube desetke milijardi dolara, a milijarde dolara poreznih obveznika odlaze na spašavanje Wall Street poduzeća. Najrazmetljivija je bila odluka Merrilla Lyncha za isplatu 3,6 milijarde dolara u bonusima koje je odobrio odbor za veliki broj zaposlenika 29. prosinca 2008, neposredno prije zaključivanja svojih spajanja s Bankom Amerike i kratko nakon što je bilo poznato da Banka Amerike traži dodatnih 20 milijardi dolara u sredstvima spašavanja od savezne vlade kao odgovor na ogromne gubitke u Merrilla Lynchu. Da su ta poduzeća zadržala većinu tih ogromnih godišnjih bonusa proteklih nekoliko godina kad su financijska tržišta bila znatno u padu, možda bi ekonomski utjecaj trenutne financijske krize bio blaži.

Uvažavajući neodobravanje javnosti nad nagradama na Wall Streetu, Goldman Sachs je 2009. objavio da će bonuse menadžerima isplaćivati u dionica s ograničenim pravima umjesto u gotovini. Tridesetočlanom upravnom odboru bonusi su isplaćeni u dionicama koje se ne smiju prodavati najmanje pet godina i mogu biti oduzete u slučaju rizičnog ponašanja menadžera kojem su dodijeljene. Goldman je bio izložen oštrim kritikama zbog izdvajanja 16,7 milijardi dolara za bonuse za prvih devet mjeseci 2009, nakon što je u listopadu 2008. primio 10 milijardi dolara vrijedan državni paket pomoći kako bi izbjegao financijski kolaps. Taj je zajam u cijelosti vratio u srpnju 2009 (dalje.com, 2009).

Stanje u Velikoj Britaniji također je bilo loše. Do 2009. godine Velika Britanija je provela dva kruga spašavanja banaka, vrijedna stotine milijardi funti, u sklopu kojih je vlada preuzela goleme udjele u domaćim bankovnim divovima, poput Royal Bank of Scotland (RBS). No, izvješća da RBS razmatra isplatu milijardu funti (1,14 milijardi eura) vrijednih bonusa čelnicima izazvala su oštre kritike. „Oni moraju shvatiti da te banke ne bi više postojale da nije bilo britanskih poreznih obveznika, te da stoga moraju demonstrirati određenu suzdržanost, kao što bi bilo za očekivati“, kazao je Darling za BBC. Darling je naglasio kako s RBS-om nije dogovoren apsolutno nikakav iznos vezan uz bonuse (Slobodna Dalmacija, 2009). Prema Centre for Economics and Business Research (CEBR), u 2010. razina bonusa od 7 milijardi funti je slična razinama u predkriznom razdoblju, iako je manja od 7,3 milijardi funti iz 2009, te značajno manja od 11 milijardi funti koje su se isplaćivale na vrhuncu bankarskog procvata u 2007. (BBC News (b), 2010).

Tradicionalno, stručnjaci za korporativno upravljanje i ekonomisti još od Adama Smitha su smatrali kako su interesi menadžera bolje usklađeni s dioničarskim ukoliko menadžerske kompenzacije rastu kada dioničare zarade i ako padaju kada dioničari gube. Na temelju dokaza koje su dobili svojim istraživanjem, Fahlenbrach i Stulz (2011) smatraju kako se nedostatak usklađenosti bankovnih CEO poticaja i dioničarskih interesa ne može kriviti kao uzrok kreditne krize ili za performanse banaka za vrijeme te krize. Bilo da se gleda samo na depozitarne banke ili na veći uzorak koji uključuje i investicijske banke, nalaze kako nema nikakvih dokaza da su banke, čiji su CEO poticaji manje usklađeni s interesima njihovih dioničara, radile lošije za vrijeme krize. Moguće objašnjenje za dobivene rezultate je da su predsjednici uprave s boljim poticajima za maksimaliziranje dioničarskog

bogatstva poduzimali rizik koji drugi CEO nisu. Isprva su ti rizici izgledali profitabilno za dioničare, no poslije su ti rizici imali neočekivano loše rezultate. Autori smatraju kako ti loši rezultati nisu dokaz da CEO djeluju u vlastitom interesu na štetu dioničarskog bogatstva. Ako su CEO poduzimali rizike koji nisu bili u interesu njihovih dioničara, očekuje se da bi prodali dionice prije krize, što se nije dogodilo. Ovi nalazi su u skladu s rezultatima Acrey et al. (2011), koji pronalaze malo dokaza da bonusi stvaraju loše poticaje kako bi se povećalo poduzimanje rizika.

Iako je sveukupna performansa banaka od srpnja 2007. do prosinca 2008. bila najgora još od Velike depresije, postoji značajna varijacija u presjeku dioničkih povrata velikih banaka diljem svijeta u tom razdoblju. Beltratti i Stulz (2009) nalaze kako su banke, koje je tržište favoriziralo u 2006, imale posebno slabe povrate za vrijeme krize. Korištenjem konvencionalnih indikatora dobrog upravljanja, banke s odborima sklonima dioničarima radile su lošije za vrijeme krize. Banke u zemljama sa strožim regulacijama kapitalnih obveza i nezavisnijim supervizorima, s druge strane, radile su bolje. Gropp i Köhler (2010) su u svom istraživanju analizirali jesu li vlasnici ili menadžeri banke pokretačka sila iza rizika koji su nastali uoči financijske krize 2007/2008. Rezultati su dobiveni pomoću velikog skupa podataka OECD banaka za koje su prikupljene informacije o koncentraciji vlasništva, a ukazuju na to da su vlasnički kontrolirane banke doživjele veći profit prije krize i veće gubitke za vrijeme krize, a imale su i veće rizike od menadžerski upravljanih banaka. Također, vjerojatnost da vlasnički upravljane banke prime vladinu pomoć za vrijeme krize je značajno veća nego za menadžerski upravljane banke.

Ignoriranjem rizika, bankari su, u najmanju ruku, doprinijeli u stvaranju velike recesije, ako je nisu i sami stvorili. Političari i regulatori pokušali su uvjeriti neprijateljsku javnost kako poduzimaju inicijative za zaustavljanje uočenih ekscesa koji su doveli do sadašnje krize. Vjeruje se da se, kontroliranjem bonusa i kompenzacija, može smanjiti pretjerano poduzimanje rizika i vratiti banke u prethodno doba 'dosadnog bankarstva' (Matthews i Matthews, 2010).

3.2 Reguliranje CEO kompenzacija u SAD-u

Početak 2009, američki predsjednik Obama nazvao je Wall Street bankare sramotnima jer su svojim menadžerima dodijelili gotovo 20 milijardi dolara u bonusima, što je ista razina kao i 2004. kad je tržište cvalo, u vremenu kad ekonomija propada, a vlada troši milijarde na spašavanje nekih od najuglednijih financijskih institucija. To je razdoblje kad su američke kompanije izvjestile o 65 tisuća otkaza, a javni bijes je rastao zbog izvješća o nerazumnom trošenju banaka i financijskih poduzeća koje su primile pomoć od 700 milijardi dolara iz fonda spašavanja (Stolberg i Labaton, 2009).

„Ova ekonomska kriza počela je kao financijska kriza, kad su banke i financijske institucije preuzele ogromne, nepromišljene rizike u potrazi za brzim profitima i masovnim bonusima. Kad se prašina slegla, i ovaj tulum neodgovornosti završio, nekoliko je svjetski najstarijih i najvećih financijskih institucija propalo, ili su bili na pragu toga.“ Barack Obama, 21. siječnja 2010. (navedeno u Acrey et al., 2011).

Trenutni naponi Obamine administracije spadaju pod kategoriju Troubled Asset Relief Program (TARP). TARP je najveći sektor vladinih pokušaja za oporavak od subprime hipotekarne krize i dezintegracije financijskog sektora od 2008, a uključuje federalnu kupnju imovine i kapitala od oštećenih kompanija kako bi se ojačala ekonomija (Acosta, 2009). Kompanije koje primaju pomoć TARP-a kako bi se pregrupirale i ojačale svoju unutarnju strukturu moraju se podvrgnuti određenom skupu ograničenja koje postavljaju Državna blagajna (Department of the Treasury) i FED.

Za korporacije koje prihvate pomoć TARP-a, postoje četiri glavne vodilje kojima moraju ostati vjerni u području izvršnih plaća, bonusa i kompenzacija. Prvo, korporacije moraju garantirati da se nijedan SEO (senior executive officer) ne osigura s kompenzacijskim planom koji nagrađuje nepotrebni i

pretjerani rizik koji bi mogao dovesti kompaniju u opasnost. Drugo, SEO kompenzacije i bonusi mogu biti povučeni ili raskinuti ako se otkrije da se njihov iznos temelji na netočnim mjerama financijskog kapaciteta ili pregleda performanse. Treće, isplate „zlatnih padobrana“¹⁰ SEO-ima nisu dopuštene pri prekidu ugovora, te, konačno, postavlja se ograničenje od 500,000 dolara na plaću SEO-a. Ovim mjerama, međutim, nedostaje pravi pomak u ograničavanju moći američkih oligarha. TARP ograničenja su neodređena, omogućuju rupe u propisima i ne dotiču financijski sektor kao cjelinu. Kako bi se ostvarile prave promjene i stvarna ekonomska sigurnost SAD-a, treba poduzeti daljnje korake.

Odbor financijske stabilnosti, međunarodna organizacija bankarskih regulatora, izdao je međunarodne standarde slične prijedlozima američke vlade. Iako se razlikuju u detaljima, Odbor financijske stabilnosti i TARP dijele pretpostavku kako su politike bankarskih kompenzacija bile značajan faktor u aktualnoj financijskoj krizi. Oslanjajući se na ovu nedokazanu pretpostavku, regulatori nastoje regulirati bankarske plaće kako bi se reducirao financijski rizik, a najviše ograničavanjem nagrada na temelju performanse na ograničene dionice. No Mason (2009) tvrdi kako novi regulatorni prijedlozi neće uspjeti zbog povećanja, a ne smanjivanja, agregatne bankarske plaće; širenja, a ne zauzdavanja, bonusne kulture koja se smatra krivom za financijsku pretjeranost; nagrađivanja ispodprosječne performanse uz ograničavanje viših izvršnih menadžera te otimanje najtalentiranijih vođa bankama koje imaju najveću potrebu za snažnim rukovoditeljima. Ono što bi regulatori trebali napraviti je ispitati korijenje politike prekomjernih kompenzacija te revidirati politike i subvencije koje su, na prvom mjestu, dovele do iznad-tržišnih plaća.

Prema Ferrarini et al. (2010), regulatorne intervencije koje se tiču izvršnih plaća u bankama trebalo bi ograničiti u opsegu kako bi se očuvala fleksibilnost aranžmana izvršnih plaća. (Tung, 2010) predlaže poboljšavanje sustava poticaja novim pristupom kompenzacijama u najvećim bankama. Tim pristupom on predlaže da se bankare djelomično plaća javnim podređenim obveznicama svojih banaka. Ukoliko ga se uvrsti u aranžmane bankarske plaće i osobnog portfelja, dat će bankarima direktne osobne poticaje za izbjegavanje pretjeranog rizika. Štoviše, rezultati nedavnih teorijskih i empirijskih istraživanja ukazuju kako se, povećavanjem udjela bankovnih obveznica u CEO udjelu, smanjuje se poduzimanje rizika poduzeća.

Na Wall Streetu brige oko plaća rastu već neko vrijeme, a na njihovo smanjenje moglo bi utjecati nekoliko čimbenika: ukupno smanjenje prihoda, nova regulativa, zabrinutost zbog globalne krize, pad vrijednosti dionica i negativno raspoloženje javnosti koje je izbilo na površinu u obliku pokreta Occupy Wall Street¹¹ (Hrupić, 2012). Naime, kad je riječ o prva tri kvartala prošle godine, ukupne naknade i beneficije za 34 na burzi izlistane financijske tvrtke, koje je pratio The Wall Street Journal, bile su na tragu toga da dosegnu rekord od 172 milijarde dolara. No, stručnjaci očekuju da će one oštro srezati beneficije, tako da će, ako se za 2011. primjene isti propisi kao za 2010., iznos naknada i beneficija za 34 tvrtke biti najniži od 2008.- iznosit će „samo“ 159 milijardi dolara.

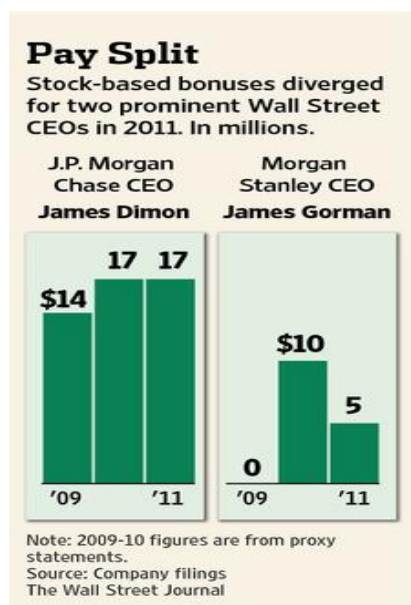
Iako velike u usporedbi s ostalima u SAD-u, Hrupić (2012) dalje navodi, naknade za zaposlenike na Wall Streetu za 2011. mogle bi biti najniže od udarne 2008. Tako u Goldman Sachs više od oko 400 visokopozicioniranih menadžera može, kad je riječ o 2011, očekivati smanjenje plaće za polovicu u odnosu na godinu prije. Ako se u računicu uključe i osnovna plaća i bonus, godišnja naknada mogla bi varirati od 3 do 6,5 milijuna američkih dolara. Očekuje se da će u Goldman Sachs prosječna naknada za zaposlenika pasti u 2011. godini za 10,7 posto, dakle sa 431 na 385 tisuće dolara.

¹⁰ Zlatni padobran (prema Berrone, 2008) je klauzula u ugovoru izvršnog menadžera koja određuje kako će on/ona primiti određene beneficije (obično novac i/ili dionice) u slučaju da je odnos zaposlenja prekinut (zbog akvizicije, bankrota ili jednostavno prekida ugovora).

¹¹ Occupy Wall Street (prema <http://occupywallst.org/about/>) je pokret ljudi koji je započeo 17.09.2011. na Liberty Square u Manhattan's Financial Districtu i proširio se na preko 100 gradova u SAD-u te djeluje u preko 1.500 gradova diljem svijeta. Ovaj pokret se bori protiv korozivne moći velikih banaka i multinacionalnih korporacija u demokratskim procesima, te protiv uloge Wall Streeta u stvaranju ekonomskog kolapsa koji je stvorio najveću recesiju posljednjih generacija. Pokret je inspiriran popularnim ustancima u Tunisu i Egiptu, a nastoji se boriti protiv 1% najbogatijih ljudi koji pišu pravila nepravedne globalne ekonomije.

James Dimon, J.P. Morgan Chase & Co. CEO, za 2011. godinu primio je dionički bonus u vrijednosti od 17 milijuna dolara, što je jednako razini nagrade koju je primio za 2010. Novčani bonusi bi trebali biti za 500.000 dolara manji u odnosu na prethodnu godinu, kad je primio 5 milijuna dolara, a njegova osnovna plaća u 2011. je narasla za taj isti iznos od 500.000 dolara na 1,5 milijuna dolara. Ukupna kompenzacija koju će James Dimon dobiti za 2011. godinu iznosi 23 milijuna dolara, što je jednako 2010. godini. S druge strane, Morgan Stanley CEO, James Gorman, za 2011. godinu primio je svoju dioničku plaću u iznosu od 5,1 milijun dolara, što je upola manje u odnosu na proteklu godinu. Ukupne kompenzacije koje će James Gorman primiti za 2011. godinu, uključujući osnovnu plaću, novčane bonuse i dionice, iznose 10,5 milijuna dolara, za razliku od 2010. godine kad je primio 14 milijuna dolara (Fitzpatrick et al, 2012). Usporedba dioničkih bonusa J. Dimona i J. Gorman prikazana je na slici 5.

Slika 3. Usporedba promjene u dioničkim bonusima za 2 Wall Street CEO-a, 2009-2011.



(Fitzpatrick et al., 2012)

Brojke su najnoviji znak da divovske banke sužavaju remen na plaću nakon godine (2011.) uglavnom razočaravajućeg financijskog poslovanja i značajnih padova cijena dionica. Diljem Wall Streeta, očekuje se da će ukupne kompenzacije biti najniže od financijske krize 2008, zahvaljujući padu prihoda i neizvjesnosti oko ekonomskog i financijskog tržišta i regulatornog okruženja. Smanjivanje kompenzacija dolazi u vrijeme kada se javni stav protiv velikih kompenzacijskih paketa pojavljuje u protestima kao što je tabor Occupy Wall Street u New Yorku. Velike banke su pod pritiskom da smanje svoje troškove beneficija nakon usporavanja sklapanja poslova u drugoj polovici 2011, kao što su kompanije postale oprezne u svijetlu obnovljene ekonomske nesigurnosti u Europi.

3.3 EU regulacije CEO kompenzacija

Globalna koordinacija financijske regulacije i supervizije nikada prije nije bila tema važna kao danas. Kreatori politike i financijski regulatori nastoje prepoznati nedostatke te izvršiti popravke i inovacije sustava regulacije i nadzora, ne bi li se izbjeglo ponavljanje velike financijske krize. EU se sada kreće u smjeru pokretanja fondova za rješavanje problema u bankama, koji bi trebali funkcionirati kao komplementarne institucije uza sustave osiguranja štednje, i djelovati s ciljem da se problemi u bankama ne prelijevaju na državne proračune odnosno porezne obveznike (HUB analize, 2010).

HUB analize (2010) dalje navode kako je rašireno uvjerenje da su banke krive za krizu, praćeno isplata milijunskih bonusa i otpremnina menadžerima, pojačalo senzibilitet javnosti za omjer menadžerskih i prosječnih primanja. Na vrhuncu krize čak je i Velika Britanija uvela jednokratni dodatni porez od 50% na isplate menadžerskih bonusa. No to je bio usamljeni potez vlade Gordona Browna na odlasku koja je time željela zaraditi i poneki politički bod. Regulator je više zanimala veza između menadžerskih nagrada i motiva. Naime, ako je menadžer nagrađen prema godišnjoj realizaciji dobiti, što se može ostvariti velikim preuzimanjem rizika koji će se manifestirati tek u dugom roku, kratkoročna nagrada može potaknuti pretjerano preuzimanje rizika. Propust dioničara da na ispravan način postave motivacijske sheme i tako razriješe probleme nadzora i delegiranja, može se smatrati ozbiljnim tržišnim neuspjehom pa ne čudi pojava regulacijske intervencije u području određivanja menadžerskih nagrada.

Prijedlogom nove direktive o kapitalnim zahtjevima, u EU je predviđeno da Odbor europskih nadzornika banaka (eng. Committee of European Banking Supervisors, CEBS) propiše smjernice za isplatu menadžerskih bonusa u financijskom sektoru. Najvažnije pravila koja se uvode u EU jesu princip proporcionalnosti, što znači da shema nagrada mora odgovarati rizičnom profilu institucije, te ovisnost nagrade o dugoročnom rezultatu. Prema Forbes.com (2010), novčani bonusi se ograničavaju na 30% od ukupnog bonusa, i 20% za velike bonuse, s time da je kriterij za određivanje velikih bonusa u rukama autoriteta financijskih supervizora. Prijedlog predviđa da se najviše 60 posto bonusa isplaćuje odmah, a znatan dio, najmanje 40 posto, nakon najmanje tri godine, kako bi se uzeli u obzir dugoročni rizici. U slučaju jako visokih bonusa, dio koji će se isplaćivati s odgodom iznositi će najmanje 60 posto. Kompromis predviđa i da barem polovica bonusa mora biti isplaćena u dionicama ili drugim odgovarajućim financijskim instrumentima, pa će se tako u gotovini moći dobiti samo polovica ukupnog iznosa bonusa (metro-portal.hr, 2010).

„Važno je da samo polovica bonusa bude u gotovini“, komentirao je jedan europski diplomatski izvor, ocijenivši da će ta odredba „promijeniti ponašanje“ bankara. „Europa je prva i jedina ovako stroga u pogledu bonusa“, dodao je, istaknuvši da je riječ o „konsenzusu“, premda su Velika Britanija i Francuska tijekom pregovora imale određene rezerve. Prema Benson (2010), navedeno u HUB analize (2010), kritičari modela ističu da vezanje isplata bonusa uz vrijednost dionice funkcionira dok je cijena po kojoj menadžer može kupiti dionicu manja od tržišne. Kada tržišna cijena padne ispod ugovorene, menadžeri ponovno imaju motiv upustiti se u rizična pa i kockarska ponašanja, ne bi li podigli tržišnu cijenu dionice.

Nova bonusna pravila su dosad najstroža usvojena, i obvezujuća su za sve zemlje članice EU. CRBP (Capital Requirements and Bonuses Package) ovlaštuje nacionalne banke i autoritete financijskih supervizora da poduzmu akcije protiv bilo koje financijske institucije koja se ne pridržava tih pravila. Financijski supervizori mogu nametnuti i financijske i nefinancijske kazne takvim institucijama, da obuzdaju prekršaje novih pravila ili da poprave uzroke takvih prekršaja. Ova nova pravila stupila su na snagu 01. siječnja 2011. te vrijede za bonuse koji su ostvareni prije, a isplaćeni poslije tog datuma (Forbes.com, 2010).

Pored već spomenutih promjena u sustavu nagrađivanja financijskih menadžera, ovom se sklopu problema nastoji doskočiti licenciranjem i pojačanom regulacijom i nadzorom rejting agencija, uvođenjem veće transparentnosti u procese sekuritizacije i zahtjevom da inicijator sekuritizacije zadrži rizičnu izloženost prema tranši koja nosi najveći rizik (HUB analize, 2010). Regulatori očekuju da će posrednici biti puno oprezniji pri odobravanju kredita ako unaprijed znaju da će morati zadržati dio izloženosti riziku portfelja kredita koje su sami odobrili. Time se potencijalno smanjuje „shopping“ izdavatelja za najpopustljivijom agencijom, ali se ukida i bitan element konkurencije i birokratizira proces selekcije rejtinga, pa će tek vrijeme pokazati koji će efekt prevagnuti.

4 Zaključak

Financijska kriza, koja je započela 2007./2008., dovela je do kraha financijskog i ekonomskog sustava u cijelom svijetu. Unatoč razornim posljedicama, ova financijska kriza nije kraj svjetske ekonomije, jer su krize zapravo sastavni dio gospodarskog ciklusa i redovito se ponavljaju. Može se istaknuti nekoliko čimbenika koji su doveli do tog kraha: popuštanje regulatornih uvjeta i računovodstvenih pravila, ukidanje razlika između investicijskih i komercijalnih banaka, tako da su sve postale investicijske banke, smanjenje poreza na kapitalnu dobit i povećanje poreznih olakšica na sve investicije, slabi bankarski standardi i neodgovorno korporativno ponašanje, te na kraju stvaranje inovativnih financijskih derivata.

Financijska kriza započela je 2007. godine nakon pucanja stambenog mjehura zbog čega su se mnoge banke suočile s problemom likvidnosti. Kolapsom Bear Stearnsa početkom 2008. kriza se pojačala, a vrhunac je doživjela 15. rujna 2008, nakon što je Vlada odbila pomoći Lehman Brothersu, što je rezultiralo njegovim bankrotom. Posljedice njegovog bankrota su uzdrmale cijeli financijski sustav. Monetarno se tržište zamrznilo, a međubankovno je tržište nestalo. Budući da su se ti inovativni financijski derivati prodavali diljem svijeta, kriza se proširila i izvan SAD-a. Iz tog razloga javlja se potreba za masivnim strukturnim promjenama u financijskom sektoru.

Osim već navedenih razloga nastanka ove financijske krize, trebaju se uzeti u obzir pretjerane menadžerske kompenzacije koje su poticale izvršne menadžere na poduzimanje prekomjernog rizika i to kako bi poboljšali kratkoročne performanse o kojima ovisi ostvarivanje ogromnih godišnjih isplata bonusa, a u isto vrijeme su ti izvršni menadžeri zaštićeni od dugoročnih štetnih učinaka. No budući da se tu radi o ogromnim iznosima od nekoliko milijardi dolara, te kompenzacije je potrebno regulirati kako bi se u buduću obeshrabrilo pretjerano poduzimanje rizika od strane menadžera.

Reference:

Acosta, A., (2009), Obama and Executive Compensation: Real Pressure on Financial Corporations Yet to Come, Wall Street Journal, pp. 1-6., [Online], <raspoloživo na: http://cis.uchicago.edu/outreach/summerinstitute/2009/documents/cis_sti2009-janus-obama_and_executive_compensation.pdf>, [pristupljeno 28. prosinca 2011.].

Acrey, J. C. et al., (2011), CEO Incentives And Bank Risk, Journal of Economics and Business, [Online], 63 (5), pp. 456-471., <raspoloživo na: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148619510000640>>, [pristupljeno 26. travnja 2011.].

Attali, J., (2009), Kriza, a poslije?, Mendar Media, Zagreb.

Baletić, Z., (2010), Kriza i ekonomska politika, Politika i ekonomija razvoja Hrvatske, Lijeva (s)kretanja, Zagreb.

Bebchuk, L.A. et al., (2009), The Wages of Failure: Executive Compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008, Yale Journal on Regulation, [Online], 27, pp. 257-282., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID1554983_code17037.pdf?abstractid=1513522>, [pristupljeno 11. travnja 2011.].

Berrone, P., (2008), Current Global Financial Crisis: An Incentive Problem, IESE Business School, University of Navarra, [Online], OP-158, pp. 1-7., <raspoloživo na: <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/p109.pdf>>, [pristupljeno 28. prosinca 2011].

BBC News (a), (2010), Q&A: Do Bankers Really Need Their Bonuses?, [Online], <raspoloživo na: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8540020.stm>>, [pristupljeno 18. studenog 2011.].

BBC News (b), (2010), UK Bank Bonuses 'To Top £7bn This Year', [Online], <raspoloživo na: <http://www.bbc.co.uk/news/business-11473352>>, [pristupljeno 18. studenog 2011.].

Breitenfellner, B. & Wagner, N., (2010), Government Intervention In Response To The Subprime Financial Crisis: The Good Into The Pot, The Bad Into The Crop, International Review of Financial Analysis, [Online], 19 (4), pp. 289–297., <raspoloživo na: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105752191000044X>>, [pristupljeno 25. travnja 2011.].

Brenner, R., (2009), What is Good for Goldman Sachs is Good for America The Origins of the Present Crisis, Economic Policy, [Online], pp. 1-74., <raspoloživo na: <http://escholarship.org/uc/item/0sg0782h.pdf>>, [pristupljeno 27. rujna 2011.].

Cecchetti, S.G., (2008), Crisis And Responses: The Federal Reserve And The Financial Crisis Of 2007-2008, Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, [Online], 23 (1), pp. 51-75., <raspoloživo na: <http://www.nber.org/papers/w14134> >, [pristupljeno 11. travnja 2011.].

Cornett, M. M. et al., (2011), Liquidity Risk Management And Credit Supply In The Financial Crisis, Journal of Financial Economics, [Online], 101 (2), pp. 297-312., <raspoloživo na: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S03044405X11000663>>, [pristupljeno 25. travnja 2011.].

Crotty, J., (2008), Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture', Cambridge Journal of Economics, [Online], 33 (4), pp. 563-580, <raspoloživo na: http://scholarworks.umass.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1017&context=econ_workingpaper&seiredir=1&referer=http%3A%2F%2Fwww.google.hr%2Furl%3Fsa%3Dt%26rct%3Dj%26q%3Dstructural%25>, [pristupljeno 25. travnja 2011.].

Dalje.com, (2009), Goldman Sachs bonuse će isplatiti u dionicama, [Online], <raspoloživo na: <http://dalje.com/hr-hrvatska/goldman-sachs-bonuse-ce-isplatiti-u-dionicama/285849>>, [pristupljeno 17. prosinca 2011.].

Dwyer, G.P. & Tkac, P., (2009), The Financial Crisis Of 2008 In Fixed-Income Markets, Journal of International Money and Finance, [Online], 28 (8), pp. 1293–1316., <raspoloživo na: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560609000977>>, [pristupljeno 11. travnja 2011.].

Erkens, D. et al., (2010), Corporate Governance In The 2007-2008 Financial Crisis: Evidence From Financial Institutions Worldwide, Journal of Corporate Finance, [Online], 18, pp. 1-46., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1397685&am>, [pristupljeno 28. prosinca 2011.].

Erkens, D. et al., (2009), Corporate Governance In The Recent Financial Crisis: Evidence From Financial Institutions Worldwide, Finance Working Paper, [Online], 249/2009, pp. 1-51., <raspoloživo na: <http://www.finance.sauder.ubc.ca/conferences/summer2009/files/papers/PedroMatos.pdf>>, [pristupljeno 20. travnja 2011.].

Fahlenbrach, R. & Stulz, R.M., (2011), Bank CEO Incentives And The Credit Crisis, *Journal of Financial Economics*, [Online], 99 (1), pp. 11-26., <raspoloživo na: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0304405X10001868>>, [pristupljeno 26. travnja 2011.].

Ferrarini, G. et al., (2010), Bankers' Compensation and Prudential Supervision : The International Principles, *Vanderbilt Law Review*, [Online], 2010 (2), pp. 1-22., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1809789>, [pristupljeno 27. travnja 2011.].

Fitzpatrick, D. et al., (2012), Bonuses Pinched for Bank CEOs, [Online], <raspoloživo na: http://online.wsj.com/article/SB10001424052970203750404577173331840851226.html?mod=WSJ_mgmt_LeftTopNews>, [pristupljeno 23. siječnja 2012.].

Forbes.com, (2010), E.U. Adopts New Executive Pay Standards. [Online], <raspoloživo na: <http://www.forbes.com/2010/07/09/eu-executive-pay-business-oxford-analytica.html>>, [pristupljeno 05. veljače 2012.].

Ford, G, (2008), Compensation Structure and Portfolio Selection in a Banking Firm, *Journal of Applied Research in Accounting and Finance*, [Online], 3 (2), pp. 27-42., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1346139>, [pristupljeno 27. travnja 2011.].

Friedman, H. H. & Friedman, L.W., (2009), The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong, *Journal of Financial Transformation*, [Online], 28, pp. 45-54., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1356193>, [pristupljeno 13. lipnja 2011.].

Gropp, R. & Köhler, M., (2010), Bank Owners Or Bank Managers: Who Is Keen On Risk? Evidence From The Financial Crisis, ZEW-Centre for European Economic Research Discussion Paper No. 10-013, [Online], 10, pp. 1-41., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1589511>, [pristupljeno 27. travnja 2011.].

Heilpern, E. et al., (2009), When It Comes To The Crunch: What Are The Drivers Of The US Banking Crisis?, *Accounting Forum*, [Online], 33 (2), pp. 99-113., <raspoloživo na: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0155998209000076>>, [pristupljeno 27. travnja 2011.].

Heller, D., (2008), Three Ways To Reform Bank Bonuses, [Online], <raspoloživo na: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e093a090-d263-11dc-8636-0000779fd2ac.html#axzz1j48f6QQA>>, [pristupljeno 13. prosinca 2011.].

Hodgson, B. P., (2004), The Wall Street Example : Bringing Excessive Executive Compensation Into Line, *Ivey Business Journal*, [Online], May/June (519), pp. 1-6., <raspoloživo na: http://www.iveybusinessjournal.com/view_article.asp?intArticle_ID=482>, [pristupljeno 28. prosinca 2011.].

Hrupić, M., (2012), Wall Street: Bankarima prepolovljeni bonusi, *Jutarnji List*, Zagreb.

HUB Analize, (2010), Ususret novoj financijskoj regulaciji: Što će ona značiti za banke u Hrvatskoj, *HUB – Hrvatska Udruga Banaka*, [Online], 27, pp. 1-29., <raspoloživo na: <http://www.hub.hr/Default.aspx?art=1961&sec=508>>, [pristupljeno 23. siječnja 2012.].

Iley, R. A. & Lewis, M. K., (2011), Has The Global Financial Crisis Produced A New World Order?, *Accounting Forum*, [Online], 35 (2), pp. 90-103., <raspoloživo na: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0155998211000135>>, [pristupljeno 27. travnja 2011.].

Kenc, T, Dibooglu, S, (2010), The 2007-2009 Financial Crisis, Global Imbalances And Capital Flows: Implications For Reform, Economic Systems, [Online], 34 (1), pp. 3-21., <raspoloživo na: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0939362509000703>>, [pristupljeno 25. travnja 2011.].

Kirkpatrick, G., (2009), The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis, Financial Market Trends, [Online], 2009 (February), pp. 1-30., <raspoloživo na: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>>, [pristupljeno 25. travnja 2011.].

Kirwan-Taylor, H., (2010), Do Bankers' Bonuses Really Work?, [Online], <raspoloživo na: http://women.timesonline.co.uk/tol/life_and_style/women/the_way_we_live/article6995571.ece>, [pristupljeno 18. studenog 2011.].

Letica, B., (2010), Doba odgovornosti, Korporacijska društvena odgovornost u vrijeme svjetske financijske krize, MATE, Zagreb.

Livne, G. et al., (2011), Bankers' Compensation And Fair Value Accounting, Journal of Corporate Finance, [Online], 17 (4), pp. 1096-1115., <raspoloživo na: <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0929119911000514>>, [pristupljeno 26. travnja 2011.].

Mason, D., (2009), Why Government Control Of Bank Salaries Will Hurt, Not Help, The Economy, Backgrounder Heritage Foundation, [Online], 4999 (2336), pp. 1-10., <raspoloživo na: http://thf_media.s3.amazonaws.com/2009/pdf/bg2336.pdf>, [pristupljeno 20. travnja 2011.].

Matthews, K. & Matthews, O., (2010), Controlling Bankers ' Bonuses : Efficient Regulation Or Politics Of Envy?, Economic Affairs, [Online], 30 (1), pp. 71-76., <raspoloživo na: http://business.cardiff.ac.uk/sites/default/files/E2009_27.pdf >, [pristupljeno 11. travnja 2011.].

Murali, D., (2007), All That You Wanted To Know About Sub-Prime Crisis, [Online], <raspoloživo na: <http://www.thehindubusinessline.in/bline/2007/08/19/stories/2007081951200500.htm>>, [pristupljeno 13. prosinca 2011.].

Murthy, K.V.B. & Deb, A.T., (2008), Sub Prime Crisis In US: Emergence, Impact And Lessons, Social Science Research Network, [Online], pp. 1-24., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1303417 >, [pristupljeno 20. travnja 2011.].

Nikolov, P., (2010), Procyclical Effects Of The Banking System During The Financial And Economic Crisis 2007-2009: The Case Of Europe, MPRA Paper, [Online], No. 24126, pp. 1-70., <raspoloživo na: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/24126/> >, [pristupljeno 20. travnja 2011.].

Park, J. S., (2010), Are Wall Street CEO Compensations a Complete Nonsense? A Comparison Study with Nonfinancial Industry, Journal of Business, [Online], 3 (1), pp. 79-100., <raspoloživo na: <http://michiganjb.org/issues/31/text31.pdf#page=79> >, [pristupljeno 11. travnja 2011.].

Platinum Invest d.o.o., (2009), Svjetska financijska kriza-najveći izazov našega vremena, [Online], <raspoloživo na: http://www.platinuminvest.hr/analize/Svjetska_financijska_kriza.pdf>, <pristupljeno 17. prosinca 2011.].

Sharfman, B.S, (2009), Enhancing the Efficiency of Board Decision Making: Lessons Learned from the Financial Crisis of 2008, [Internet], <raspoloživo na: http://works.bepress.com/bernard_sharfman/9/>, [pristupljeno 25. travnja 2011.].

Sieczka, P., (2010), The Lehman Brothers Effect and Bankruptcy Cascades, Swiss Finance Institute Research Paper, [Online], 10 (06), pp. 1-30., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547172>, [pristupljeno 11. travnja 2011.].

Siegel, J., (2009), Lesson One: What Really Lies behind the Financial Crisis, [Online], <raspoloživo na: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article.cfm?articleid=2148>>, [pristupljeno 18. studenog 2011.].

Slobodna Dalmacija, (2009), Pohlepa 'rodila' krizu: bankarski bonusi i kolaps ekonomije, [Online], <raspoloživo na: <http://www.slobodnadalmacija.hr/Svijet/tabid/67/articleType/ArticleView/articleId/41515/Default.aspx>>, [pristupljeno 17. prosinca 2011.].

Stolberg, S. G. & Labaton, S., (2009), Obama Calls Wall Street Bonuses 'Shameful', [Online], <raspoloživo na: <http://www.nytimes.com/2009/01/30/business/30obama.html>>, [pristupljeno 18. studenog 2011.].

Šunjerga, M., (2011), MMF: Kina 2016. postaje vodeća ekonomska sila, [Online], <raspoloživo na: <http://www.vjesnik.com/Article.aspx?ID=205E42FA-CC34-4651-BC6C-276D3B2E0E7A>>, [pristupljeno 23. siječnja 2012.].

Thanassoulis, J., (2011), The Case of Intervening In Bankers ' Pay, Economics Series Working Papers, [Online], 532, pp. 1-58., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1639858>, [pristupljeno 11. travnja 2011.].

Tiller, B., (2010), The Subprime Crisis and the Effects on the U.S. Banking Industry, [Online], <raspoloživo na: http://www.lagrange.edu/resources/pdf/citations/2009/07Business_Tiller.pdf>, [pristupljeno 26. travnja 2011.].

Tung, F., (2010), Pay For Banker Performance: Structuring Executive Compensation For Risk Regulation, Boston Univ. School of Law Working Paper, [Online], 10-25, pp. 1-57., <raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1647025>, [pristupljeno 27. travnja 2011.].