

Pregled strukture i čimbenika menadžerskih kompenzacija

STRUČNI ČLANAK

Marija Polak*
Jurica Bosna**
Josip Miletic***

Sažetak

U radu se daje pregled strukture i čimbenika menadžerskih kompenzacija, pri čemu se želi utvrditi način na koji bi trebala biti definirana strategija menadžerskih kompenzacija koja podupire dugoročna strateška usmjerenja poduzeća. Analizira se odnos kratkoročnih i dugoročnih kompenzacija te daje naglasak na dugoročne poticaje koje menadžera vežu za poduzeće, s ciljem donošenja dugoročnih odluka od važnosti za opstanak poduzeća. U radu se analizira učinak veličine poduzeća, mogućnosti njegova rasta i rizika, strukture vlasništva i kapitala te dobi menadžera na visinu menadžerskih kompenzacija. Osnovna menadžerska plaća trebala bi rasti s veličinom poduzeća, a na visinu osnovne plaće utječu i iznadprosječne formalne kvalifikacije i dokazana poduzetnička sposobnost. Osnovna plaća trebala bi biti konkurentna, odnosno "zlatna sredina" između najbolje i najlošije osnovne plaće konkurentskih poduzeća.

Ključne riječi: menadžerska kompenzacija, plaća menadžera

JEL klasifikacija: J33, M12, M52

* Marija Polak, viša finansijska referentica, Zračna luka Zadar,
e-mail: marija.polak@zadar-airport.hr.

** Jurica Bosna, asistent, Sveučilište u Zadru, Odjel za ekonomiju, e-mail: jbosna@unizd.hr.

*** Josip Miletic, viši asistent, Sveučilište u Zadru, Odjel za kroatistiku i slavistiku,
e-mail: jmiletic@unizd.hr.

1. Uvod

Nagrađivanje vodećih menadžera jedan je od najvažnijih mehanizama korporativnog upravljanja. Adekvatno oblikovana naknada trebala bi poticati menadžera na donošenje profitabilnih odluka i dugoročno ga vezati za poduzeće.

Strategija nagrađivanja razvija se u okviru strategije upravljanja ljudskim potencijalima, a oblikuje se tako da podupire strateška usmjerenja kompanije. Zadaća strategije nagrađivanja je razvoj i unapređenje strukture plaća, koja će pomoći kompaniji u privlačenju i zadržavanju odgovarajućih profila zaposlenika, stručnjaka i menadžera, neophodnih za opstanak i razvoj.

U ovom se radu analiziraju menadžerske kompenzacije kao najzanimljiviji aspekt korporativnog upravljanja. Cilj ovog rada je dati pregled osnovnih komponenata kompenzacijskih primanja vodećih menadžera te definirati i analizirati osnovne čimbenike koji imaju utjecaj na visinu strukture kompenzacija vodećih menadžera. U drugom se dijelu pokušava odgovoriti na pitanje kako se oblikuje strategija nagrađivanja vodećih menadžera i koja je njezina zadaća. Treći dio se bavi odnosom između elemenata optimalnog kompenzacijskog paketa, dok je u četvrtom dijelu naglasak na ključnim čimbenicima koji utječu na visinu menadžerskih kompenzacija.

2. Strategija menadžerskih kompenzacija

Romero i Cabrera (2001) navode da menadžerske kompenzacije prvenstveno trebaju biti usklađene s poslovnom strategijom poduzeća. Pritom se strateška perspektiva usredotočuje na izbor sustava plaća koji pomaže organizaciji u postizanju i održavanju konkurentske prednosti. Pred program nagrađivanja vodećih menadžera postavljaju se posebni zahtjevi, pa je tako neophodno da on bude odgovoran prema dioničarima, konkurentan da bi motivirao i zadržao ključne direktore, efikasan za uspješno vođenje kompanije te usklađen s postojećim propisima.

Strategija nagrađivanja vodećih menadžera treba odražavati filozofiju i ciljeve nagrađivanja, ali i biti u skladu s organizacijskom kulturom. Tipurić (2008: 448) smatra da strategija menadžerskih kompenzacij mora sadržavati:

- definiciju konkurentnog tržišta i/ili definiranu usporedivu grupu
- ciljnu poziciju za različite sastavnice menadžerske plaće
- ciljni miks ukupne plaće (npr. fiksni prema varijabilnom dijelu plaće, kratkoročni prema dugoročnim poticajima itd.)
- željeni odnos između ostvarenog učinka i zarađene plaće
- važnost dioničkoga kapitala, stvaranje vrijednosti za dioničare, dioničko vlasništvo najviših menadžera
- udovoljavanje ključnim zakonodavnim, poreznim i računovodstvenim propisima
- filozofiju nagrađivanja najviših menadžera u dijelovima kompanije izvan matice zemlje.

Velike kompanije definiraju konkurenčko tržište za pozicije vodećeg menadžmenta kako bi mogle neprestano, putem tzv. *benchmarkinga*, provjeravati svoju praksu menadžerskih kompenzacij. Plaće se u konačnici temelje na tržišnim kretanjima pri čemu se formiraju i tzv. "usporedive grupe" najvažnijih konkurenčkih kompanija. Brojne studije pokazuju da razina zadovoljstva kompenzacijama ovisi upravo o razini kompenzacija poduzeća u okolini (Wagner i Harter, 2008).

Cadman, Klasa i Matsunaga (2010) navode da strategija menadžerskih kompenzacij također određuje željenu razinu menadžerske plaće u odnosu na očekivane rezultate poslovanja i poslovne ciljeve. U okviru toga potrebno je efikasno utvrditi odnos fiksнog i varijabilnog dijela plaće najviših menadžera, odnos kratkoročnih i dugoročnih poticaja, kao i odnos između isplata u gotovini i dionicama.

Joh (1999) navodi da su povezivanjem menadžerskih kompenzacij s učinkovitošću poduzeća menadžeri motivirani za ostvarivanje ciljeva poduzeća. Odnos između plaće i učinka od ključnog je značenja za

uspješno poslovanje kompanije. Stoga kompanija mora odrediti traženu razinu učinka uz koju vodeći menadžer dobiva ciljnu, željenu razinu kompenzacije. Sasvim je logično očekivati da se za prosječan učinak dobije prosječna plaća, za onaj koji znatno nadmašuje očekivanja isplaćuje se i iznadprosječna kompenzacija, dok se za loše rezultate poslovanja dobiva ispodprosječna plaća. Stoga, menadžeri trebaju biti plaćeni u skladu sa zahtjevnošću posla. Kako se zadaci s vremenom mijenjaju, trebao bi se mijenjati i kompenzacijски ugovor. Veći bi se poticaji pritom trebali davati menadžerima za rizičnije poslove (Schwalbach, 2001).

Bitna stavka koju strategija menadžerskih kompenzacija mora sadržavati je stajalište kompanije o tome u kojoj će mjeri primjenjivati poticaje i nagrade vezane za dioničko vlasništvo. Iako se u Hrvatskoj taj oblik kompenzacija za vodeće menadžere tek razvija, u svijetu je u posljednjih petnaestak godina došlo do dramatičnog povećanja dugoročnih poticaja u okviru primanja izvršnih direktora.

Autori koji su se bavili problemom određivanja adekvatne strategije menadžerskih kompenzacija došli su do zaključka da adekvatna strategija prije svega mora biti oblikovana tako da podupire strateška usmjerenja i teži ostvarivanju poslovnih ciljeva poduzeća (Joh, 1999; Romero i Cabrera, 2001; Cadman, Klasa i Matsunaga, 2010), da mora biti konkurentna kako bi pravilno motivirala i zadržavala ključne menadžere (Schwalbach, 2001; Wagner i Harter, 2008) te da mora biti u skladu s organizacijskom kulturom i zakonskim propisima.

Prema Chingosu (2004), u 350 američkih javnih kompanija koje ostvaruju prihod veći od milijarde dolara, dugoročni poticaj u ukupnim primanjima izvršnih direktora porasli su s 49 posto 1994. na 68 posto 2002. godine. Pritom su dioničke opcije najpopularniji dugoročni poticaj, koji je 2002. godine primjenjivalo 96,5 posto anketiranih kompanija.

Osim plaće u gotovini, sve su učestalije nagrade direktorima povezane s radom korporacije. Dioničari direktore smatraju odgovornima za poslovanje tvrtke. Odražavajući taj trend povezivanja plaće i radnog uspjeha, veći je

dio plaće zasnovan na dionicama (40 posto ukupnog primanja), a 62 posto kompanija direktorima daje neki oblik izravnih dionica ili ograničenje dioničke opcije.

Projek plaće i dodataka za glavnog izvršnog menadžera 1999. u SAD-u iznosio je 2,3 milijuna USD (Business Week, 2000). Dodajući mirovinske pogodnosti, planove poticaja i dobitak na dioničkim opcijama, dolarska se vrijednost ukupnih primanja za menadžere diže do vrtoglavih 5,8 milijuna USD. Radnik koji je 1994. zarađivao 25.000 USD, danas bi dobio 138.000 USD kad bi njegova plaća rasla istim tempom kao šefova.

Tablica 1 daje kratku povijest razloga uspona primanja izvršnih menadžera do tih visina. Zamjetno je da su dioničke opcije polako dobivale sve veću i veću ulogu u primanjima menadžera te su u današnje vrijeme postale najpopularniji oblik dugoročnog poticanja menadžera. Svrha im je dugoročno vezati menadžera za poduzeće da bi mogli donositi dugoročne odluke.

Tablica 1. Kratka povijest nagradivanja izvršnih menadžera	
Godina	Ključni događaj
1974.	Michael Bergerac dobiva milijun dolara za pridruživanje Revlonu.
1979.	Lee Iacocca iz tvrtke Chrysler dobiva milijun dolara plus 400.000 dioničkih opcija.
1983.	William Bendix iz tvrtke Bendix postaje prvi menadžer koji je dobio veliki "zlatni padobran" od 3,9 milijuna dolara tijekom pet godina.
1984.	Pokušaj Kongresa da ograniči pretjerane "zlatne padobrane" donosi nemjerne posljedice – odredbe dovode do većih iznosa.
1986.	Novi zakon uspostavlja povoljan porezni odnos prema nagradama u dioničkim opcijama. Iznos rastu.
1987.	Lee Iacocca prima megagrant dioničkih opcija: 820.000 dioničkih opcija vrijednih 15,3 milijuna dolara.
1987.	Stručnjak za obveznice s najvećim rizikom Michael Milken dobiva 500 milijuna dolara u plaći i dionicama.
1992.	Michael Eisner iz tvrtke Walt Disney dobiva 126 milijuna dolara na račun dioničkih opcija.
1993.	Novi zakon o porezima uspostavlja granicu poreznih odbitaka za plaće izvršnih menadžera na milijun dolara.
2000.	Charles Wang, menadžer u tvrtki Computer Associates Intl., dobiva dvije trećine iznosa od milijardu dolara.

Izvor: Business Week (2000).

Iz tablice 1 vidljivo je da su 1979. godine menadžerima dodijeljene prve dioničke opcije, dok je 1983. dodijeljen prvi veliki "zlatni padobran". Nakon

neuspjelog pokušaja Kongresa 1984. da ograniči "zlatne padobrane", iznosi dioničkih opcija počinju nezaustavljivo rasti. Mnogi kritičari tvrde da je ta razina primanja za izvršne menadžere pretjerana (Chrystal, 1991). Jedan od načina kako da to saznamo jest pogledati različite načine određivanja plaća za izvršne menadžere i zatim se upitati čini li se to razumnim.

3. Struktura menadžerskih kompenzacija vodećih menadžera na primjeru američkih korporacija

Plaća podrazumijeva sve oblike finansijskog prihoda i otpljivih usluga i pogodnosti koje zaposlenici dobivaju kao dio zaposleničkog odnosa (Milkovich i Newman, 2006). Potrebno je razlikovati ukupnu plaću od relacijskih dobitaka. Relacijski dobici (mogućnosti usavršavanja, status, mogućnost pripadanja, izazovan posao itd.) psihološki su prihodi za koje ljudi smatraju da ih dobivaju na radnom mjestu. Ukupna plaća izravno je primljena plaća u gotovini (primjerice, osnovna plaća, dodatak za postignuće, poticaji, prilagodbe na troškove života) i neizravno kao pogodnosti (mirovina, zdravstveno osiguranje, programi za usklađivanje posla i životnih potreba itd.).

Hall i Liebman (1998) navode kako se u SAD-u smatra da je menadžerska plaća povezana s finansijskim poslovanjem kompanije. No, nije uvijek tako. Primjerice, plaća isplaćena Michaelu Armstrongu, glavnom menadžeru tvrtke ATT, porasla je tijekom jedne godine s 13,2 milijuna USD na 17,2 milijuna USD. Istovremeno, pao je prihod ATT-a po dionici (-266 posto), kao i vrijednost dionica (-18,5 posto). No, godišnji se dodatak u gotovini za tu godinu gospodinu Armstrongu svejedno povećao s 1,9 milijuna USD na 2,3 milijuna USD.

Prema Tipuriću (2008: 450), menadžerska plaća sastoji se od fiksnih i varijabilnih elemenata. Plaće vodećih menadžera razlikuju se od ostalih menadžerskih plaća po tome što se njihov sadržaj i struktura uvijek utvrđuju putem menadžerskih ugovora i što su u njima dugoročni poticaji znatno

naglašeniji od kratkoročnih. U osnovne komponente kompenzacijskih primanja najviše pozicioniranih menadžera ubrajaju se:

1. osnovna plaća
 2. kratkoročni poticaji
 3. dugoročni poticaji
 4. paketi otpremnina
 5. programi mirovinskog i životnog osiguranja
 6. specijalni programi posebnih beneficija.

S obzirom na promjenjivu prirodu poreznih zakona, svaki je od ovih elemenata u svoje vrijeme imao velik značaj za osmišljavanje paketa menadžerskih primanja.

3.1. Osnovna plaća

Osnovna plaća je iznos u gotovini koji poslodavac isplaćuje za obavljeni posao. Osnovna plaća obično odražava vrijednost posla ili vještina, a zanemaruje razlike između zaposlenika. U SAD-u se obično razlikuju nadnice i plaće. Plaće primaju zaposlenici na koje se ne odnose pravila Zakona o radu (*Fair Labor Standards Acts*) i koji stoga ne primaju plaću za prekovremeni rad. Menadžeri i visokoobrazovani stručnjaci obično spadaju u tu kategoriju. Njihova se plaća češće računa na godišnjoj ili mjesечноj razini, nego po satu jer sati rada ne moraju biti posebno zabilježeni (Milkovich i Newman, 2006).

Visina osnovne plaće utvrđuje se u menadžerskom ugovoru i ovisi o čitavom nizu čimbenika koji se mogu svrstati u tri osnovne grupe:

- ponuda i potražnja na menadžerskom tržištu, koje utječe na prosječnu plaću za određenu kategoriju i vrstu menadžera
 - čimbenici povezani s karakteristikama poduzeća i vrstama menadžerskih usluga

- čimbenici povezani s osobom koja se natječe za određeni menadžerski položaj.

Kompanije imaju običaj utvrđivati osnovnu plaću svojih menadžera uspoređujući podatke o visini plaća najviše pozicioniranih menadžera poduzeća slične veličine. Miller (1995) navodi da se prema empirijskom istraživanju provedenom u SAD-u, čak u 60 posto slučajeva plaća najviše pozicioniranih menadžera određuje tako da se utvrde glavni konkurenti te da se visina plaće izvršnih direktora odredi na srednjoj razini između najlošije i najbolje plaće takve usporedive skupine.

U čimbenike povezane s karakteristikama poduzeća i vrstama menadžerskih usluga ubrajaju se veličina i složenost organizacije, djelatnost u kojoj kompanija konkurira, položaj menadžera na hijerarhijskoj ljestvici te obveze i odgovornosti koje su s tim povezane. Bulan, Sanyala i Yan (2010) nalaze da na utvrđivanje osnovne plaće vodećih menadžera posebno velik utjecaj ima veličina poduzeća: što je poduzeće veće, iznos osnovne plaće je veći, što je sasvim opravdano jer što je poduzeće veće, direktorski posao postaje sve kompleksniji i nepredvidljiviji. Treća grupa čimbenika nazuže je povezana s karakteristikama vodećeg menadžera i rezultatima njegova dotadašnjeg rada. Ako ima iznadprosječne formalne kvalifikacije, prethodno dokazanu poduzetničku sposobnost i ako je na dotadašnjim čelnim pozicijama ostvarivao iznadprosječne rezultate, njegov će položaj prilikom pregovaranja o visini osnovne plaće biti posve drukčiji nego u slučaju ostvarivanja prosječnih rezultata.

Kao što smo već naveli, konkurentnost je vrlo važan čimbenik u odlučivanju o visini osnovne plaće izvršnih menadžera. No, konkurentne razine bitno se razlikuju među industrijskim granama.

Iako formalizirano ocjenjivanje posla još uvijek igra povremenu ulogu u određivanju osnovne plaće izvršnih menadžera, drugi su izvori daleko važniji. Prema mnogim autorima, osobito je važno mišljenje odbora za plaće koji se obično sastoji od odbora direktora ili ogranka odbora (Daily et al., 1998; Barkema i Gomez-Mejia, 1998). Miller (1976) i Williams (1985)

navode da taj odbor za plaće ide tako daleko da čak analizira podatke o plaćama i podatke o radnom uspjehu menadžera konkurenčkih kompanija.

Pregled literature pokazuje da bi osnovna menadžerska plaća trebala biti oblikovana tako da iznos osnovne plaće raste s veličinom poduzeća, na što jasno u svom radu upućuju Bulan, Sanyala i Yan (2010), te da bude veća ako menadžer ima iznadprosječne formalne kvalifikacije i dokazanu poduzetničku sposobnost. S ovom tvrdnjom slaže se i Miller (1995), koji još dodaje da bi osnovna plaća trebala biti konkurentna, odnosno neka vrsta "zlatne sredine" između najbolje i najlošije osnovne plaće konkurenčkih poduzeća.

3.2. Kratkoročni poticaji

Poticaji izravno povezuju povišice plaće s radnim učinkom. Međutim, poticaji se razlikuju od plaća prema postignuću. Kao prvo, poticaji ne povećavaju osnovnu plaću i stoga se za svako razdoblje moraju zaraditi. Kao drugo, potencijalan iznos za poticaje obično je unaprijed poznat. Dok programi nagrađivanja za postignuća procjenjuju minuli rad, radni se ciljevi za poticaje utvrđuju unaprijed (Miller, 1995).

Najčešći kratkoročni poticaj koji dobivaju menadžeri jest godišnji bonus, koji je povezan s profitabilnošću kompanije. Svrha mu je motivirati menadžere na bolji i efikasniji rad u kratkoročnom razdoblju.

Dessler (1994) u svom radu navodi da će godišnji bonus menadžera biti tim veći što se na višem hijerarhijskom položaju on nalazi. Tako npr. član uprave koji ima godišnju plaću 500.000 kuna, dobiva još 80 posto tog iznosa kao godišnji bonus, dok menadžer u toj istoj kompaniji s godišnjom plaćom od 280.000 kuna dobiva samo 30 posto tog iznosa kao godišnji bonus. U pravilu se prosječni godišnji bonus kreće u rasponu od 10 do 80 posto godišnje osnovne plaće.

Najveći problem koji se javlja kod individualnih bonusa jest valja li ih utvrditi prema individualnom doprinosu menadžera ili prema uspjehu kompanije. Praksa za vodeće menadžere je jedinstvena; oni dobivaju godišnji bonus na temelju ostvarenog uspjeha kompanije. Što se ostalih menadžera tiče, njihov godišnji bonus treba se sastojati od dva dijela: jednog povezanog s njihovom individualnom uspješnošću i drugog koji ovisi o uspješnosti kompanije (Tipurić, 2008).

Poticaji uočljivo variraju po industrijama. U financijama su 2,5 puta veći od osnovne plaće. Suprotno tomu, prema časopisu IOMA (1996), javna poduzeća u SAD-u plaćaju poticaje samo u prosječnom iznosu od 38 posto osnovne plaće. Varijacije se često mogu pripisati pravnim zabranama ili politici kompanije. Tipovi organizacija koji se za ukupna izravna primanja oslanjaju gotovo isključivo na osnovnu plaću obično imaju jednu ili više sljedećih karakteristika: stroga kontrola nad vlasništvom dionica, neprofitne institucije, kompanije koje djeluju u reguliranim industrijama.

Prema onome što navode Milkovich i Newman (2006), prije tridesetak godina samo je 36 posto kompanija davalо godišnji bonus svojim vodećim menadžerima, dok danas čak 90 posto najviše pozicioniranih menadžera prima te kratkoročne poticaje. Henderson (2006) navodi da kratkoročni bonusi variraju od 50 posto osnovne plaće do veličine čak 10 puta više od osnovne plaće u slučaju kada prema finansijskim pokazateljima, kao što su porast vrijednosti dionice te stopa povrata kapitala, njihove organizacije imaju uspješnu godinu.

3.3. Dugoročni poticaji

Dugoročnim se poticajima želi napore zaposlenika usmjeriti na višegodišnje rezultate. Premda mogu biti u obliku dodataka u gotovini, znatno se češće takva dobit ostvaruje u obliku vlasništva dionica ili mogućnosti kupovanja dionica po određenim, povoljnijim cijenama (Miller, 1995).

Dugoročni poticaji trebaju prvenstveno motivirati i nagraditi menadžment za dugoročan rast i prosperitet kompanije te ugraditi dugoročnu perspektivu u donošenje odluka. Uza sve to, dugoročno vežu menadžera za poduzeće. Dugoročni poticaji koriste se najčešće za najvišu razinu menadžmenta, budući da upravo oni donose dugoročne odluke koje utječu na uspjeh kompanije. U praksi se najčešće primjenjuju dugoročni bonusi i dioničke opcije.

Dugoročni bonusi

Dugoročni bonusi vežu se uz ostvarivanje strateških ciljeva kompanije, kao što je npr. uvođenje novog proizvoda, osvajanje novog tržišta, osvajanje nove pozicije na postojećem tržištu i slično, a odnose se na razdoblje od tri do pet godina. Dugoročni bonus ovisi o tome u kojoj je mjeri menadžer spreman realizirati konkretno utvrđene ciljeve, a neki od njih su trogodišnje povećanje vrijednosti dionica, zarada po dionici, točno preciziran porast prodaje i tome slično.

Frydman i Saks (2010) govore o tome da su plaćanja iz dugoročnih poticajnih planova, u kojima se bonusi temelje na dugoročnim rezultatima, počela zamjetno utjecati na plaću izvršnih menadžera već ranih 60-ih godina prošlog stoljeća. Ti su se dugoročni bonusi isplaćivali tijekom nekoliko godina i to u gotovini ili dionicama.

Visine dugoročnih bonusa najčešće ovise o tome koliko je realizirana razina uspješnosti, a postoje tri razine: početna, srednja i maksimalna (Tipurić, 2008).

Dioničke opcije (*stock options*)

Literatura ukazuje na to da su dioničke opcije danas najpopularniji oblik dugoročnog poticanja menadžera. Svrha im je da menadžera dugoročno vežu za poduzeće da bi mogli donositi dugoročne odluke.

Dioničke opcije daju pravo korisniku da nakon određenog vremena kupi dogovorenu količinu dionica poduzeća po cijeni utvrđenoj u trenutku davanja opcije. Nakon isteka razdoblja za koje je opcija dana, korisnik opcije može, ali i ne mora kupiti dionice. Cijena dionica u trenutku davanja opcije najčešće je jednaka onoj tržišnoj u danom trenutku, ali ovisno o vrsti dioničkih opcija koje se primjenjuju, može biti i niža i viša od tržišne cijene. Rok na koji se daje opcija najčešće je tri do pet godina, ali može biti i dulji. Razdoblje u kojem se dionice moraju kupiti nakon realizacije opcije također mora biti određeno, npr. šest mjeseci, godina i slično (Tipurić, 2008).

Chourou, Abaoub i Saadi (2008) tvrde da je nadaleko najčešći dugoročni poticaj i dalje menadžerska dionička opcija. Na tržištu dionica, koje se razvija na svim poljima, izvršni menadžeri mogu realizirati opcije po znatno višim cijenama od prvobitne, a isplate su prije posljedica općeg rasta na tržištu negoli rezultat posebnih menadžerskih aktivnosti.

Jasno je da na današnjem turbulentnom tržištu dionica dioničke opcije nisu "zlatne žile", kao što su bile devedesetih godina prošlog stoljeća. Opcije prodane po nekoj cijeni brzo postanu loše motivacijsko sredstvo kad cijene dionica padnu ispod te razine.

Frydman i Saks (2010) navode da je zamisao da se kod dioničkih opcija davanjem finansijskog udjela u poslovanju organizacije zaposlenike usmjeri prema dugoročnim finansijskim ciljevima, kao što su povrat investicija, udio u tržištu, dobit na neto ulaganja (*net assets*) i slično. Bristol!Myers Squibb jamči udio u dionicama menadžerima, kao odabranim "ključnim radnicima" koji izuzetno pridonose uspješnosti te kompanije. Prema Pierceu, Rubenfeldu i Morganu (1991), neke su kompanije proširile vlasništvo dionica i izvan kruga menadžera i visokoobrazovanih stručnjaka. Tako Sun Microsystems, Yahoo, Pepsi, Wal-Mart i Starbucks nude dioničke opcije i svojim zaposlenicima vjerujući da imati udio u kompaniji podupire kulturu posjedovanja.

Henderson (2006) u svom radu objašnjava kako ostvarenje dobiti ovisi o cijeni dionica. Ako cijena dionica poraste, menadžeri svoje dionice mogu

prodati po većoj cijeni i tako ostvariti zamjetnu dobit, što i jest osnovni poticaj tog oblika stimulativne kompenzacije. Tako je 1992. Leon Hirsch, predsjednik U.S. Surgicala, dobio opcije na 2,75 milijuna dionica, koje su mu donijele čisti dobitak u visini 123 milijuna američkih dolara. Iste je godine Roberto C. Goizueta, glavni izvršni direktor Coca-Cole, primio ograničene dioničke opcije na milijun dionica vrijednih 81 milijun dolara.

Dioničke opcije menadžerima omogućuju kupnju dionica svog poduzeća po unaprijed određenoj izvršnoj cijeni tijekom unaprijed određenog vremenskog razdoblja. Najčešće su to dioničke opcije menadžera u obliku europskih *call opcija*¹, odnosno *at-the-money opcija*² (Murphy, 1999), s izvršnim cijenama jednakim cijenama dionica u vrijeme izdavanja dioničkih opcija menadžera.

Omogućavanje dioničkih opcija menadžerima ima za cilj motivirati menadžere da povećaju operativnu učinkovitost poduzeća i time ostvare više cijene dionica za svoja poduzeća. Više cijene dionica ne koriste samo menadžerima kroz dioničke opcije menadžera, već i dioničarima kroz dioničke udjele. Prema tome, dioničke opcije menadžera pomažu usklađenju menadžerskih interesa s onim dioničarskim, ublažavajući pritom agencijski problem (Jensen i Meckling, 1976).

Posljednjih desetak godina kompanije su razvile različite varijante osnovnih dioničkih opcija namijenjenih dugoročnom stimuliranju najviše pozicioniranih menadžera, a najpoznatije su dioničke opcije s premijskim cijenama, ograničene dionice, fantomske dionice i dionice s pravima porasta vrijednosti, odnosno SARs.

- Dioničke opcije s premijskim cijenama

Vrijednost dionica određuje se po cijeni višoj od tržišne u trenutku odobravanja opcije i to za postotak koji se procjenjuje kao minimalna razina povrata za dioničare, stoga je kompanija mora postići kako

¹ Call opcija – vrsta opcije koja vlasniku daje pravo kupnje opcije ugovorenih vrijednosnih papira od sastavljača po izvršnoj cijeni na određeni dan ili u toku određenog razdoblja.

² At-the-money opcija – tržišna cijena jednaka je izvršnoj cijeni (Lin, Chou i Wang, 2012).

bi vlasnici opcije imali koristi od realizacije. Premijska se cijena tih opcija najčešće kreće u rasponu od 10 do 25 posto iznad tržišne cijene dionica. Problem se jedino može javiti ako menadžment poduzme prerizične akcije da bi povisio vrijednost dionica do premijske cijene. Ako ne uspije u tom pothvatu, cijena dionice može pasti, a dioničari znatno više gube na tome od samih menadžera (Deckop, 1988).

Prema Chingosu (2002), od tisuću najuspješnijih kompanija, manje od 5 posto ih primjenjuje dioničke opcije s premijskim cijenama jer se smatra da su te opcije fenomen izvršnih direktora.

- Ograničene dionice (restricted stocks)

Ograničene dionice dopuštaju kompaniji da nagradi stanovit broj menadžera prenoсеći im u vlasništvo određenu količinu dionica. Ovo je posebna vrsta opcija jer je bitan uvjet potpunog vlasništva nad dionicama kontinuirana zaposlenost tijekom određenog razdoblja.

Tako se, na primjer, ograničene dionice mogu dijeliti menadžerima za postizanje zadanih ciljeva poboljšanja uspješnosti poduzeća, a kao mјera za postizanje navedenog cilja može se koristiti ukupan povrat dioničarima (*total return to stakeholders*). U većini planova koji se odnose na ograničene dionice, korisnik u razdoblju ograničenja uživa sva dioničarska prava (uključujući pravo glasovanja i pravo na dividendu) osim prava prodaje i prijenosa dionica. Razdoblje ograničenja može trajati od dvije do deset godina, nakon čega dionice prelaze u potpuno vlasništvo menadžera (Benmelech, Kandel i Veronesi, 2010).

Berger i Berger (2000) ističu posebnu varijantu ograničenih dionica, tzv. *time-accelerated restricted stock award plan* (TARSAP), tj. vremenski ubrzani plan nagrađivanja putem ograničenih dionica, koji dopušta brže uklanjanje ograničenja nego što je bilo planirano.

- Fantomske dionice i dionice s pravima porasta vrijednosti

One su dugoročna kompenzacija ključnim menadžerima, za porast vrijednosti tvrtke bez stvarnog prijenosa dionica u njihovo vlasništvo, pa se može reći da tu nije riječ o pravom dioničarstvu. Nakon isteka dogovorenog vremena (obično pet godina) fantomske se dionice vraćaju kompaniji, a iznos povećane vrijednosti dionica za to razdoblje isplaćuje se na unaprijed utvrđen datum korisniku u gotovini, dionicama ili kombinaciji jednog i drugog. Isplata također može sadržavati i dividende zarađene na ekvivalentnim dionicama, za vrijeme od odobravanja fantomske dionice do njezine realizacije.

Prema autoricama Galetić i Rašić-Krnjaković (2003), posebna su vrsta fantomskih dionica SARs³ dionice, odnosno dionice s pravima porasta vrijednosti, a dopuštaju menadžeru realizaciju porasta vrijednosti specificiranog broja dionica bez novčanih ulaganja u dionice ili slabljenja dioničkog vlasništva. To znači da menadžeri u određenom trenutku mogu primiti novčanu naknadu u iznosu za koji je uvećana vrijednost dionica poduzeća. Taj iznos jednak je razlici vrijednosti stanovitog broja dionica na dan odobravanja i vrijednosti tih dionica na dan kad su iskorištena ili istječu prava na SARs. Najčešće se izdaju na rok od pet do deset godina.

Literatura pokazuje da se autori kao što su Chourou, Abaoub i Saadi (2008), Henderson (2006) te Jensen i Meckling (1976) slažu da je cilj omogućavanja dioničkih opcija motivirati menadžere da povećaju operativnu učinkovitost poduzeća te ostvare više cijene dionica za svoja poduzeća. Pritom ističu da to ne koristi samo menadžerima u ostvarivanju ogromnih zarada u slučaju da prodaju svoje dionice po većoj cijeni, nego i dioničarima kroz dioničke udjele, što u konačnici dovodi do ublažavanja agencijskog problema, drugim riječima, pomaže usklađivanju interesa menadžera s interesima dioničara. Frydman i Saks (2010) svemu dodaju tezu da ublažavanje agencijskog problema menadžere motivira na ostvarivanje dugoročnih finansijskih ciljeva poduzeća, što zapravo dovodi do dugoročne održivosti poduzeća u

³ SARs – stock appreciation rights.

odnosu na konkurenčiju pri kojoj je strategija menadžerskih kompenzacija dobro usklađena s poslovnom strategijom poduzeća.

3.4. Paketi otpremnina

Paketima otpremnina određuju se kompenzacije koje će vodeći menadžer dobiti ako je prisiljen napustiti poduzeće pod specifičnim uvjetima, npr. u slučaju kada kompanija pristupa raznim spajanjima ili akvizicijama, kada dioničari iskazuju nezadovoljstvo poslovnim rezultatima koje je ostvario vodeći menadžer, pa on mora odstupiti s položaja i slično.

Popularni "zlatni padobran" posebna je klauzula u ugovoru o zaposlenju, točnije menadžerskom ugovoru, kojom se osigurava velika novčana isplata direktorima, odnosno članovima uprave ako dođe do prekida radnog odnosa ili premještanja na drugi položaj. Ova klauzula predstavlja zaštitu vodećih menadžera od neprijateljskog preuzimanja jer otpuštanje direktora čini vrlo skupim (Bebchuk, Cohen i Wang, 2012). Uvjeti ugovora o "zlatnom padobranu" korisniku jamče kontinuiran rast osnovne plaće za jednu do pet godina unaprijed, isplatu bonusa, dodatnih beneficija te trenutačno davanje u posjed dioničkih opcija.

3.5. Programi mirovinskog i životnog osiguranja

Menadžerski ugovori obično najviše pozicioniranim menadžerima jamče dodatne mirovinske programe te osiguravaju da životni standard menadžera nakon umirovljenja ne padne. Mogu, ali ne moraju biti zasnovani na budućim ostvarenim rezultatima menadžera.

Prema radu autora Beam i McFadden (1996), američke kompanije uz redovito životno osiguranje svojim izvršnim direktorima plaćaju i dodatno životno osiguranje iz dvaju razloga: prvo, dodatno životno osiguranje povećava vrijednost ostavštine najviše pozicioniranih menadžera oporučnim

nasljednicima u slučaju njihove smrti i drugo, osigurava im privilegirano oporezivanje.

S obzirom na to da su mnoge pogodnosti povezane s razinom primanja (primjerice, životno osiguranje, osiguranje u slučaju smanjene radne sposobnosti, mirovinski planovi), izvršni menadžeri obično imaju veće pogodnosti od ostalih izdvojenih zaposlenika. Međutim, kao što tvrde Blair i Kimble (1987), osim uobičajenih pogodnosti i spomenutog dodatnog životnog osiguranja, mnogi menadžeri primaju i isključenje iz odbitaka za zdravstvene troškove i dodatne mirovinske prihode, koji premašuju maksimalne granice dopuštene smjernicama Zakona o sigurnosti mirovinskog prihoda (ERISA) za kvalificirane mirovinske planove (za koje se može odbiti porez).

Naravno, različiti dijelovi ERISA-e i poreznog koda ograničavaju mogućnosti poslodavca u pružanju menadžerskih pogodnosti koje nadilaze pogodnosti ostalih radnika. Raznim se klauzulama od određenog plana pogodnosti traži da: (1) pokrije velik dio zaposlenika (obično 80 posto), (2) osigura definitivno odredive pogodnosti i (3) zadovolji specifično vrijeme potrebno za preuzimanje vlasništva nad dionicama i zahtjeve protiv diskriminacije. Zahtjevi protiv diskriminacije specificiraju da prosječna vrijednost pogodnosti za zaposlenike niskih plaća mora biti najmanje 75 posto od prosječne vrijednosti iznosa za zaposlenike visokih plaća (Blair i Kimble, 1987).

3.6. Programi posebnih beneficija

Posebne beneficije čine integralni dio menadžerskih kompenzacija. Njima se uz standardne, uobičajene beneficije koriste najviše pozicionirani menadžeri. Ti programi pokrivaju širok raspon beneficija, od besplatnih ručkova do korištenja korporacijskog zrakoplova.

Dodatne menadžerske pogodnosti vjerojatno imaju isto podrijetlo kao i izraz "položaj nosi određena prava". Prema Martocchiju (2004), život na vrhu nosi određene pogodnosti, osmišljene za zadovoljavanje nekoliko

tipova menadžerskih potreba. Jedan od njih mogao bi se klasificirati kao unutarnji, odnosno menadžeri se koriste posebnim beneficijima za vlastitu udobnost ili kao poslovnim sredstvom, pružajući nešto više dok menadžer radi za kompaniju – luksuzni uredi, posebne prostorije za ručavanje, posebna parkirna mjesta.

Druga kategorija također je povezana s kompanijom, no u svrhu vanjskog poslovanja, a te pogodnosti govore o postignutom statusu menadžera – plaćeno članstvo u klubovima/udruženjima, plaćeni hoteli, odmarališta, zrakoplov i izdaci za automobil.

Posljednja su kategorija pogodnosti koje bi trebalo promatrati potpuno odvojeno od drugih dviju zbog drukčijeg poreznog statusa. Ova kategorija, nazvana i osobnim pogodnostima, obuhvaća najam po niskoj cijeni, osobno i pravno savjetovanje, besplatne popravke i preinake u kući, korištenje vlasništva kompanije za osobne potrebe i troškove za vikendice. Na primjer, menadžeri se mogu koristiti apartmanom koji kompanija posjeduje na atraktivnoj turističkoj lokaciji za vlastiti odmor i rekreaciju ili u njega mogu dovesti nove klijente radi potpisivanja poslovnog ugovora (Dadakis, 1979).

4. Čimbenici koji utječu na kompenzaciju menadžera

Postoji mnogo čimbenika koji direktno ili indirektno, u većoj ili manjoj mjeri mogu utjecati na oblikovanje kompenzacija menadžera. Slijedi opis čimbenika za koje se smatra da imaju najveći učinak na ukupnu kompenzaciju menadžera, kao i na sve sastavnice kompenzacije. Ti su čimbenici:

1. veličina poduzeća
2. mogućnosti rasta poduzeća
3. rizik poduzeća
4. struktura kapitala
5. struktura vlasništva
6. dob menadžera.

4.1. Veličina poduzeća

Potreba za boljim planiranjem menadžerskih poticaja izraženija je u velikim poduzećima budući da poteškoće u nadziranju menadžerskih akcija rastu u skladu s rastom veličine poduzeća (Jensen i Meckling, 1976). Veličina poduzeća jedina je značajna ekonomска determinanta menadžerske kompenzacije za sve sastavnice kompenzacije. Ta pozitivna veza znači da veća poduzeća zahtijevaju i veću kvalitetu menadžera, ali i odgovarajuću plaću za takvu kvalitetu. Australiske studije pronađe pozitivnu vezu između kompenzacija menadžera australskih poduzeća i veličine poduzeća, ali ipak ne pronađe vezu između kompenzacija menadžera i učinkovitosti poduzeća (Chalmers, Koh i Stapledon, 2006).

Brojni autori kao što su Chourou, Abaoub i Saadi (2008) te Core i Guay (1999) smatraju da su nagrade u obliku dioničkih opcija značajno i pozitivno povezane s veličinom poduzeća. Jedno od glavnih objašnjenja velikih zarada vodećeg menadžmenta te pozitivnu vezu menadžerske plaće s veličinom poduzeća daje Rosen (1992). Pri tržišnoj ravnoteži, najtalentiraniji menadžeri zauzimaju glavne pozicije najvećih poduzeća, pri čemu je granična produktivnost njihovih akcija značajno uvećana ispred ostalih na nižim hijerarhijskim razinama.

Ryan i Wiggins (2001) uključuju prirodni logaritam ukupne imovine poduzeća za mjerjenje veličine poduzeća. Kako poduzeće raste, menadžeri imaju sve više imovine na raspolaganju, aktivnosti postaju kompleksnije, a mogućnost agencijskog konflikta simultano raste. Plaća menadžera raste s veličinom poduzeća i približno je za jednu trećinu veća za svako udvostručavanje veličine poduzeća (Sung i Swan, 2009). Gabaix i Landier (2008) naglašavaju da postoji pozitivna veza između plaće i veličine poduzeća jer velika poduzeća zapošljavaju menadžere superiornih sposobnosti koji zaslužuju i veću plaću.

Prema Heu (2011), osjetljivost plaće na učinkovitost negativno je povezana s veličinom poduzeća, dok Kose, Mehran i Qian (2010) koriste dvije kontrolne varijable kao dodatne determinante osjetljivosti plaće na učinkovitost:

veličina poduzeća i rizik poduzeća. Do istog je zaključka došao i Schaefer (1998), koji potvrđuje da osjetljivost plaće na učinkovitost opada s veličinom poduzeća. Optimalna sastavnica kompenzacije povezana s učinkovitošću za menadžere nesklone riziku treba biti obrnuto povezana s rizikom poduzeća. Bulan, Sanyala i Yan (2010) u svom radu tvrde kako visoko kvalificirani menadžeri velikih poduzeća zahtijevaju veće kompenzacije zbog njihove same naravi posla.

4.2. Mogućnosti rasta poduzeća

Temeljna karakteristika svakog poduzeća su buduće investicijske mogućnosti. U usporedbi s menadžerima poduzeća bez rasta, menadžerima rastućih poduzeća plaćaju se više razine ukupnih kompenzacija, manji udio njihovih ukupnih nagrada potječe iz fiksne plaće, a veći udio iz dugoročnih poticajnih kompenzacija te se veći udio njihovih ukupnih kompenzacija temelji na dionicama. Dakle, što je veći udio vrijednosti poduzeća zastavljen mogućnostima rasta, veća će biti menadžerska kompenzacija (Gaver i Gaver, 1995).

Prema Giannettiju (2011), menadžersko tržište rada i mogućnosti rasta poduzeća imaju velik utjecaj na strukturu optimalnog ugovora menadžera. Ako su mogućnosti rasta velike, dioničari poduzeća smatraju optimalnim ponuditi dugoročnu kompenzaciju i ukupna razina kompenzacija raste, a ako su mogućnosti rasta slabe, dioničari poduzeća smatraju optimalnim ponuditi relativno niske i kratkoročne kompenzacije. Zanimljivo je istaknuti i da kod menadžera rastućih poduzeća veće udjele u ukupnim kompenzacijama čine dugoročni poticaji, dok kod menadžera poduzeća bez rasta veći udio čini fiksni dio plaće (Gaver i Gaver, 1995).

Smith i Watts (1982) navode da se više razine kompenzacija očekuju jer se prepostavlja da izbor investicijskih projekata zahtijeva višu ravnotežnu plaću nego nadziranje postojeće imovine. Ryan i Wiggins (2001) u svom istraživanju navode da je menadžere visoko rastućih poduzeća teže

nadzirati budući da je efikasno upravljanje postojećom imovinom manje važno od budućih investicijskih odluka.

Prethodna istraživanja pronalaze kako kompenzacije u obliku dioničkih opcija mogu omogućiti menadžerima da djeluju u najboljem interesu dioničara. Štoviše, nekoliko studija pronalazi da asimetrične isplate koje pružaju dioničke opcije mogu smanjiti agencijske troškove time što potiču preuzimanje rizika od strane menadžera poduzeća s visokim mogućnostima rasta. Rastuća poduzeća uglavnom plaćaju opcijama i stoga glavni izvršni direktori tih poduzeća uglavnom imaju više tzv. *in-the-money* opcija (Efendi, Srivastava i Swanson, 2007).

Iako Yermack (1995) pronalazi negativnu vezu između mogućnosti rasta poduzeća i razine ukupnih kompenzacija menadžera zasnovanih na dionicama, s druge strane navodi da su poticaji u obliku dioničkih opcija veći u poduzećima s mogućnostima rasta. Prijašnja istraživanja pronalaze da su rastuća poduzeća povezana s višim kompenzacijama i većim korištenjem dioničkih opcija. Autori smatraju da će kombinacija rastuće razine opcija i visokih mogućnosti rasta vjerojatno dovesti do nižih agencijskih troškova i bolje učinkovitosti poduzeća jer jedino na taj način menadžer može poduzeti rizične buduće investicijske potpovite s pozitivnim rezultatima (Hutchinson i Gul, 2006).

Na kraju se može zaključiti da, za razliku od menadžera poduzeća koja ne ostvaruju rast, menadžeri rastućih poduzeća primaju više razine ukupnih kompenzacija te da manji dio njihovih ukupnih nagrada potječe iz fiksne plaće, a veći dio iz dugoročnih poticajnih kompenzacija zasnovanih na dionicama.

4.3. Rizik poduzeća

Kompenzacija koja se temelji na kapitalu dodjeljuje se menadžerima da bi prevladali menadžersku nesklonost prema riziku te uveli optimalno preuzimanje rizika, što je upravo glavni razlog zašto se kompenzacije



zasnovane na kapitalu predlažu kao mehanizam za usklađivanje interesa menadžera i dioničara.

Prema onome što tvrdi Gao (2010), većina menadžerskih kompenzacija izgrađena je na važnoj pretpostavci da menadžeri ne mogu zaštititi svoje poticajne portfelje. Međutim, menadžeri mogu sigurno upotrijebiti mnogo finansijskih instrumenata kako bi se zaštitali od rizika svojih kompenzacijskih paketa.

Kompenzacijski rizik (i razina očekivane kompenzacije) može se smanjivati i povećavati s rizikom poduzeća. Rezultati istraživanja ukazuju na to da je kompenzacija menadžera veća u poduzećima s većom volatilnošću⁴ dioničkog povrata. Budući da bi povećanje kompenzacijskog rizika trebalo prevesti u više razine kompenzacije za menadžere nesklone riziku, u ravnoteži se može očekivati povećanje razina kompenzacija kao pad kvalitete nadziranja (Core, Holthausen i Larcker, 1999).

Kao što navode Core, Holthausen i Larcker (1999), da bi poduzeće moglo motivirati menadžera, može izabrati rizičniji paket isplata ako je nadziranje menadžera teško. Tako će menadžeri neskloni riziku zahtijevati više razine kompenzacija kada su plaćeni rizičnjim kompenzacijskim paketima. Rizik poduzeća također je potencijalno važna odrednica razine kompenzacija menadžera.

Jin (2002) u svom radu navodi da je direktna plaća menadžera povezana s učinkovitošću poduzeća na burzi. Razina do koje je bogatstvo menadžera povezano s učinkovitošću na burzi je mjera razine poticaja.

Chourou, Abaoub i Saadi (2008) ukazuju na negativnu vezu između poticaja predviđenih nagradama u obliku dioničkih opcija i ukupnog rizika poduzeća. Kao što je već poznato, rizik se može podijeliti na dva dijela: sustavni (tržišni) rizik i nesustavni (specifični) rizik. Nesustavni rizik negativno je povezan s odnosom poticajnih kompenzacija i ukupnih kompenzacija, drugim riječima, što su poticajne ili ukupne kompenzacije veće, nesustavni

⁴ Volatilnost – pokazuje koliko je vrijednosni papir podložan oscilaciji cijene.

rizik je manji, ali ne postoji značajna povezanost sustavnog rizika i razine poticaja (Jin, 2002). Budući da je menadžerima skuplje preuzimati rizik nego dioničarima, optimalna razina poticaja trebala bi se smanjivati usporedno s tržišnim rizikom, kao i sa specifičnim rizikom poduzeća. Iz svega se može zaključiti da je glavni izazov oblikovanje kompenzaciskog ugovora koji uravnotežuje prednosti poticaja s nedostacima prekomjernog preuzimanja rizika agenata. Ostali autori, kao što su Miller, Wiseman i Gomez-Mejia (2002) na primjeru američkih poduzeća smatraju da će učinkovitost potencijalnih kompenzacija biti veća za umjerene razine rizika nego za visoke ili niske razine rizika.

Struktura kompenzacija menadžera uzrok je preuzimanja rizika u bankarskom sektoru. Kako kompenzacija menadžera zasnovana na dioničkim opcijama raste, usporedno s rastom dionica bogatstva zasnovanog na opcijama menadžeri se suočavaju s istim poticajima kao i dioničari, stoga će provoditi strategije koje povećavaju rizik banke. Dok Chen, Steinerb i Whyte (2006) postavljaju hipotezu da bankovni rizik raste usporedno s rastom kompenzacije menadžera zasnovane na dioničkim opcijama, drugi autori zagovaraju tezu da se usporedno s rastom kompenzacije menadžera zasnovane na dioničkim opcijama bankovni rizik smanjuje zato što osobni portfelj menadžera postaje manje diverzificiran. Zbog toga menadžer postaje nesklon riziku te će vjerojatno slijediti strategije usmjerene k ublažavanju rizika institucija.

4.4. Struktura kapitala

Glavne odluke finansijske politike o pitanjima kao što je struktura kapitala mogu donositi menadžeri, te je upravo to jedna od glavnih prepostavki agencijske teorije koja uviđa kako interesi menadžera i dioničara mogu doći u konflikt. Brojni modeli kapitalne strukture temelje se na kritičkoj prepostavci da menadžeri velikih korporacija s difuznim vlasništvom uvijek djeluju u najboljem interesu dioničara. Druge teorije, poput agencijske Jensa i Mecklinga (1976), identificiraju situacije u kojima

menadžeri mogu odstupati od maksimiziranja vrijednosti finansijskih odluka krucijalnih za dioničare te zastupati vlastite interese.

Teorije kapitalne strukture sugeriraju da su vlasnička struktura poduzeća, menadžerska kompenzacija i kontrolni (nadzorni) mehanizmi međusobno povezani. Menadžeri zapravo traže optimalnu strukturu kapitala kako bi maksimizirali svoje osobno bogatstvo.

Mnoga istraživanja o kompenzacijama menadžera obično zanemaruju ulogu strukture kapitala poduzeća, dok Ortiz-Molina (2007) pokazuje da je struktura kapitala vrlo važna u određivanju plaće menadžera. Prema modernoj agencijskoj teoriji, finansijska struktura poduzeća može utjecati na odnos između dioničara i menadžera, a sukobi interesa dioničara i posjednika obveznica mogu utjecati na pružanje optimalnih poticaja menadžerima. Temeljem toga mogu se postaviti dvije hipoteze. Nulta hipoteza sugerira da struktura kapitala i plaća menadžera nisu povezani, dok alternativna govori da struktura kapitala može utjecati na kompenzaciju menadžera. Grossman i Hart (1982) navode da veća zaduženost poduzeća ublažuje agencijske probleme između dioničara i menadžera, potičući vjerovnike na nadziranje te forisirajući menadžere da se usredotoče na maksimizaciju vrijednosti kada se suočavaju s prijetnjom bankrota.

Dug pomaže ublažiti agencijske sukobe između dioničara i menadžera (Jensen i Meckling, 1976). Međutim, dug može generirati sukob između dioničara i posjednika obveznica. To se može objasniti time da će menadžeri nagrađeni poticajima koji se temelje na dionicama imati iste ciljeve kao i dioničari poduzeća i zato će biti skloni investiranju u rizičnije projekte na štetu posjednika obveznica. Logično bi bilo očekivati da što je viša razina duga u strukturi kapitala, niža bi trebala biti mogućnost korištenja poticaja zasnovanih na dionicama. Chourou, Abaoub i Saadi (2008) ispituju odnos između razine duga u strukturi kapitala i nagrada zasnovanih na dioničkim opcijama te su došli do zaključka da poticaji putem nagrada u obliku dioničkih opcija opadaju s povećanjem finansijske poluge.

Prema onome što iznose Lin, Chou i Wang (2012), dioničari su uvijek sposobni za projektiranje optimalnog kompenzacijskog ugovora kako bi povećali svoje bogatstvo s obzirom na trenutnu strukturu kapitala poduzeća. Njihov model predlaže da bi u poduzećima s višim omjerom poluge dioničari trebali osigurati ugovor s ugrađenim poticajima višeg intenziteta za menadžere.

4.5. Struktura vlasništva

Moderna finansijska literatura prepoznaće vezu između strukture vlasništva poduzeća i kompenzacijskog paketa njihovih menadžera. Chourou, Abaoub i Saadi (2008) ističu da u sustavu korporativnog upravljanja kao što su američki i britanski, u kojima je vlasništvo visoko disperzirano, menadžeri nastoje ostvariti vlastite ciljeve, a to može dovesti do pretjerane plaće menadžera i nedostatka osjetljivosti plaće na učinkovitost. U sustavu korporativnog upravljanja poput kanadskog visoka razina koncentracije vlasništva služi kao nadzorni mehanizam, što dovodi do učinkovitijeg mehanizma kompenzacije menadžera.

Što je udio menadžera u dioničkom vlasništvu veći, manja je potreba za nagradama zasnovanim na dioničkim opcijama kao sredstvu poticaja. Tako Chourou, Ababoub i Saadi (2008) ukazuju na negativnu vezu između dioničkog udjela menadžera i poticaja predviđenih nagradama zasnovanim na dioničkim opcijama. Udio u vlasništvu menadžera i planovi kompenzacije koje se temelje na kapitalu smanjuju sukob interesa između menadžera i dioničara. Isto je tako velik udio u vlasništvu od strane institucionalnih investitora povezan s nižom plaćom menadžera i snažnijim dugoročnim poticajima.

Prema studiji Barontinija i Bozzija (2008), dioničari s kontrolnim paketima imaju veće poticaje za nadziranje menadžera, stoga je visoka vlasnička koncentracija povezana s nižom plaćom menadžera. Bolje aktivnosti nadziranja od strane glavnih dioničara trebale bi smanjiti potrebu za novčanim poticajima menadžerima, a time i osjetljivost menadžerskih

kompenzacijom na učinkovitost poduzeća. Murphy (1999) navodi da u ekonomijama s koncentriranim vlasništvom menadžerske kompenzacije najčešće utvrđuju veliki dioničari. Na taj način najveći dioničari imaju snažnu motivaciju za izravan nadzor nad menadžerima, a i za povezivanje plaća menadžera s učinkovitošću poduzeća.

Vlasnička struktura ima značajan učinak na plaću menadžera. Tako Firth, Fung i Ruic (2007) nalaze da poduzeća sa značajnim udjelom države u vlasništvu i poduzeća s velikim vanjskim investitorima imaju nižu kompenzaciju menadžera, dok je sama prisutnost stranog (inozemnog) dioničara povezana s većom plaćom menadžera.

Učinkoviti ugovori o plaći povezuju kompenzaciju menadžera s učinkovitošću poduzeća, te nude snažne poticaje menadžerima da djeluju u najboljem interesu dioničara. Dok Guidry, Leone i Rock (1999) smatraju da bonusi i ostale kompenzacije mogu motivirati menadžere da djeluju pozitivno u kratkom roku, Jensen i Murphy (1990) smatraju da je menadžerima dugoročan udio u vlasništvu njihovih poduzeća najveći poticaj na učinkovitost. Hall i Liebman (1998) pružaju dokaz, sugerirajući da je učinkovitost poduzeća povezana s kompenzacijom menadžera.

Nedostatak kontrole vlasnika omogućuje menadžmentu izvlačenje većih kompenzacija. Jiang (2011) pronalazi da agencijski problemi izazvani odvajanjem vlasništva i kontrole postoje zato što veća koncentracija vlasništva smanjuje sposobnost menadžera da izvuče više razine kompenzacije.

4.6. Dob menadžera

Budući da i mlađi i stariji menadžeri pokušavaju ostvariti svoje ciljeve u što kraćem vremenskom horizontu, poduzeća trebaju koristiti više kompenzacija zasnovanih na dionicama za starije jednako kao i za mlađe menadžere. Dok Lewellen, Loderer i Martin (1987) pronalaze pozitivnu i značajnu povezanost između razine nagrada zasnovanih na dioničkim

opcijama i godina glavnih izvršnih direktora, Yermack (1995) ne pronalazi značajnu povezanost.

Prema Heu (2008), mandat menadžera mjera je specifičnog ljudskog kapitala poduzeća, a dob menadžera zauzima ukupni ljudski kapital. Obj su varijable pozitivno povezane s ukupnom kompenzacijom menadžera te utječe na razinu menadžerskih kompenzacija.

Ryan i Wiggins (2001) navode da stariji menadžeri imaju poticaje za projekte koji će se isplatiti prije mirovine, a mlađi menadžeri imaju poticaje da se fokusiraju na kratkoročne ciljeve kako bi izgradili reputaciju. Poduzeća bi trebala nuditi više poticaja koji se temelje na kapitalu, a manje novčanih bonusa i mlađim i starijim menadžerima. Tako menadžer može zaslužiti svoj mandat činjenicom da je stvorio vrijednost dioničarima ili može imati velik vlasnički udio iz prethodnih nagrada.

Mandat i dob menadžera mogu odrediti njihovu učinkovitost upravljanja poduzećem. Tako mlađi vodeći menadžeri s malo iskustva imaju ograničenu učinkovitost jer je potrebno vrijeme da se stekne potpuno razumijevanje poduzeća, dok stariji ili oni s duljim mandatom mogu posjedovati bolja shvaćanja poduzeća i njegove industrije. To dovodi do bolje uspješnosti poduzeća. Autori su izračunali mandat menadžera kao razliku između godine promatranja i godine u kojoj je postao menadžer. Prosječni mandat menadžera u njihovom istraživanju iznosi 9,8 godina.

Kako tvrde McKnight et al. (2000), rastom dobi menadžera poboljšavaju se njegove intelektualne sposobnosti s obzirom na znanje i iskustvo stečeno pozicijom, kao i postignutim obrazovanjem, tako da će menadžersko tržište odrediti plaće koje će rasti s rastom iskustva i obrazovanja. Kroz ovaj proces menadžeri postaju bogatiji te mogu doživjeti smanjenu graničnu korisnost dohotka, kao i primjetan pad u nesklonosti prema riziku.

Cremers i Palia (2011) navode da postoji pozitivna veza između mandata i razina plaće menadžera te odgovarajući pozitivan odnos između mandata i osjetljivosti plaće na učinkovitost menadžera. Chourou, Abaoub i Saadi

(2008) navode da menadžeri akumuliraju sve više dionica u poduzeću produljenjem mandata, tako da njihovi interesi postaju sve usklađeniji s onima dioničara, što rezultira manjom potrebom za poticajima. Istu tu tezu potvrđuju i Ryan i Wiggins (2001), koji pronalaze negativnu vezu između mandata menadžera i nagrada zasnovanih na dioničkim opcijama.

5. Zaključak

U strukturi menadžerskih kompenzacija dobro treba utvrditi odnose između fiksnih i varijabilnih komponenata plaće, pa upravo stoga pri rješavanju problematike menadžerskih kompenzacija treba poći od definiranja adekvatne strategije. Adekvatna strategija menadžerskih kompenzacija prije svega mora biti oblikovana na način da podupire strateška usmjerena tvrtke, mora biti konkurentna kako bi pravilno motivirala i zadržavala ključne menadžere te mora biti u skladu s organizacijskom kulturom i zakonskim propisima. U okviru navedenih obilježja potrebno je efikasno utvrditi odnos fiksнog i varijabilnog dijela plaće najviših menadžera, zatim odnos kratkoročnih i dugoročnih poticaja, kao i odnos između isplata u gotovini i dionicama.

Adekvatno oblikovan paket menadžerskih kompenzacija sastoji se od osnovne plaće, kratkoročnih i dugoročnih poticaja te dodatnih pogodnosti i beneficija određenih menadžerskim statusom i položajem u društву. Svi ti dijelovi trebaju biti pravilno usklađeni, a odnos među njima mora biti takav da motivira menadžera na postizanje željenih ciljeva poslovanja i dugoročno ga veže za poduzeće. Osnovna menadžerska plaća trebala bi biti oblikovana tako da iznos osnovne plaće raste s veličinom poduzeća, da bude veća ako menadžer ima iznadprosječne formalne kvalifikacije i dokazanu poduzetničku sposobnost te bi trebala biti konkurentna, odnosno "zlatna sredina" između najbolje i najlošije osnovne plaće konkurenčkih poduzeća.

Svrha je kratkoročnih poticaja motivirati menadžere na bolji rad, ali u kratkoročnom razdoblju. Riječ je o godišnjim bonusima, a njihova visina

ovisi o profitabilnosti kompanije. Budući da su prema rezultatima brojnih istraživanja previsoke razine menadžerskih bonusa jedan od glavnih krivaca nastanka svjetske financijske krize 2008. godine, može se doći do zaključka da bi "pod hitno" trebalo doći do njihove regulacije. U ukupnom kompenzacijском paketu vodećih menadžera menadžerski bi bonusi trebali činiti znatno manji postotak od postotka osnovne plaće, neovisno o vrsti djelatnosti, a poduzeća koja se ne bi toga pridržavala trebalo bi javno sankcionirati. Na taj bi način kratkoročni bonusi pali u drugi plan, uvelike bi se izbjegle štetne posljedice menadžerskog oportunizma te bi sve ovo na kraju dovelo do ekonomске stabilnosti. Umjesto kratkoročnih, naglasak bi posebno trebalo staviti na dugoročne poticaje, od kojih su najzastupljenije dioničke opcije te bi upravo one trebale imati najveći udio u ukupnim menadžerskim kompenzacijama.

Omogućavanje dioničkih opcija menadžerima ima za cilj motivirati menadžere da povećaju operativnu učinkovitost poduzeća te da ostvare više cijene dionica za svoja poduzeća, koje ne pogoduje samo menadžerima za ostvarivanje ogromnih zarada ako prodaju svoje dionice po većoj cijeni, nego i dioničarima kroz dioničke udjele, što u konačnici dovodi do ublažavanja agencijskog problema, drugim riječima, pomaže usklađivanju interesa menadžera s interesima dioničara. Naravno, to dovodi do dugoročne održivosti poduzeća u odnosu na konkureniju u kojoj je strategija menadžerskih kompenzacija dobro usklađena s poslovnom strategijom kompanije.

Ovaj rad prepostavlja postojanje određenih čimbenika koji pozitivno ili negativno utječu na kompenzacijski paket menadžera. Analiza literature podupire tu prepostavku te se daje odgovor na postavljeno pitanje – kako promjena tih čimbenika dovodi do promjene kompenzacija menadžera. Mnoga istraživanja poduprla su tezu da velika poduzeća zahtijevaju višu kvalitetu menadžera i odgovarajuću plaću za takvu kvalitetu. Također se može zaključiti da menadžeri rastućih poduzeća primaju više razine ukupnih kompenzacija te da manji dio njihovih ukupnih nagrada potječe iz fiksne plaće, a veći dio iz dugoročnih poticajnih kompenzacija zasnovanih na dionicama.

Literatura

Barkema, Harry G. i Luis H. Gomez-Mejia, 1998, "Managerial Compensation and Firm Performance: A General Research Framework", *Academy of Management Journal*, 41(2), str. 135-148.

Barontini, Roberto i Stefano Bozzi, 2008, "Executive Compensation and Ownership Structure: Empirical Evidence for Italian Listed Companies", *Journal of Management and Governance*, 15(1), str. 59-89.

Beam, Burton T., Jr. i John J. McFadden, 1996, *Employee Benefits*, Chicago, IL: Dearborn Financial Publishing.

Bebchuk, Lucian, Alma Cohen i Charles C.Y. Wang, 2012, "Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders", Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper, br. 683, Cambridge, MA: Harward Law School.

Benmelech, Efraim, Eugene Kandel i Pietro Veronesi, 2010, "Stock-Based Compensation and CEO (Dis)Incentives", *Quarterly Journal of Economics*, 125(4), str. 1769-1820.

Berger, Lance A. i Dorothy R. Berger, ured., 2000, *The Compensation Handbook*, New York, NY: Mc Graw-Hill.

Blair, Dennis T. i Mark W. Kimble, 1987, "Walking through Discrimination Testing Maze for Welfare Plans", *Benefits Quarterly*, 3(2), str.18-26.

Bulan, Laarni, Paroma Sanyala i Zhipeng Yan, 2010, "A Few Bad Apples: An Analysis of CEO Performance Pay and Firm Productivity", *Journal of Economics and Business*, 62(4), str. 273-306.

Business Week, 2000, navedeno u Milkovich i Newman (2006).

Cadman, Brian, Sandy Klasa i Steve Matsunaga, 2010, "Determinants of CEO Pay: A Comparison of ExecuComp and Non-ExecuComp Firms", *The Accounting Review*, 85(5), str. 1511-1543.

Chalmers, Keryn, Ping-Sheng Koh i Geofrey P. Stapledon, 2006, "The Determinants of CEO Compensation: Rent Extraction or Labour Demand?", *The British Accounting Review*, 38(3), str. 259-275.

Chen, Carl R., Thomas L. Steinber i Ann Marie Whyte, 2006, "Does Stock Option-Based Executive Compensation Induce Risk-Taking? An Analysis of the Banking Industry", *Journal of Banking & Finance*, 30(3), str. 915-945.

Chingos, Peter T., 2002, *Paying for Performance*, New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.

Chingos, Peter T., ured., 2004, *Responsible Executive Compensation for a New Era of Accountability*, Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.

Chourou, Lamia, Ezzeddine Abaoub i Samir Saadi, 2008, "The Economic Determinants of CEO Stock Option Compensation", *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), str. 61-77.

Chrystal, Graef S., 1991, *In Search of Excess*, New York, NY: W.W. Norton.

Core, John i Wayne Guay, 1999, "The Use of Equity Grants to Manage Optimal Equity Incentive Levels", *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), str. 151-184.

Core, John E., Robert W. Holthausen i David F. Larcker, 1999, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, 51(3), str. 371-406.

Cremers, Martijn K. J. i Darius Palia, 2011, "Tenure and CEO Pay", neobjavljeni rad.

Dadakis, C. S., 1979, "Executive Perquisites", *Industrial Management*, 21(4), str. 21.

Daily, Catherine M., Jonathan L. Johnson, Alan E. Ellstrand i Dan R. Dalton, 1998, "Compensation Committee Composition as a Determinant of CEO Compensation", *Academy of Management Journal*, 41(2), str. 209-220.

Deckop, John R., 1988, "Determinants of Chief Executive Officer Compensation", *Industrial and Labor Relations Review*, 41(2), str. 215-226.

Dessler, Gary, 1994, *Human Resource Management*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Efendi, Jap, Anup Srivastava i Edward P. Swanson, 2007, "Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The Role of Option Compensation and Other Factors", *Journal of Financial Economics*, 85(3), str. 667-708.

Firth, Michael, Peter M. Y. Fung i Oliver M. Ruic, 2007, "How Ownership and Corporate Governance Influence Chief Executive Pay in China's Listed Firms", *Journal of Business Research*, 60(7), str. 776-785.

Frydman, Carola i Raven E. Saks, 2010, "Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective", *The Review of Financial Studies*, 23(5), str. 2099-2138.

Gabaix, Xavier i Augustin Landier, 2008, "Why Has CEO Pay Increased So Much", *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), str. 49-100.

Galetić, Lovorka i Sandra Rašić-Krnjaković, 2003, "Dioničarstvo zaposlenih u Hrvatskoj – stanje, mogućnosti i perspektive", *Ekonomski pregled*, 55(9-10), str. 752-772.

Gao, Huasheng, 2010, "Optimal Compensation Contracts When Managers Can Hedge", *Journal of Financial Economics*, 97(2), str. 218-238.

Gaver, Jennifer J. i Kenneth M. Gaver, 1995, "Compensation Policy and the Investment Opportunity Set", *Financial Management*, 24(1), str. 19-32.

Giannetti, Mariassunta, 2011, "Serial CEO Incentives and the Structure of Managerial Contracts", *Journal of Financial Intermediation*, 20(4), str. 633-662.

Grossman, Sanford J. i Oliver D. Hart, 1982, "Corporate Financial Structure and Managerial Incentives" u John McCall, ured., *The Economics of Information and Uncertainty*, str. 107-140, Chicago, IL: University of Chicago Press.

Guidry, Flora, Andrew J. Leone i Steve Rock, 1999, "Earnings-Based Bonus Plans and Earnings Management by Business-Unit Managers", *Journal of Accounting and Economics*, 26(1-3), str. 113-142.

Hall, Brian J. i Jeffrey B. Liebman, 1998, "Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?", *The Quarterly Journal of Economics*, 65(3), str. 653-691.

He, Lerong, 2008, "Do Founders Matter? A Study of Executive Compensation, Governance Structure and Firm Performance", *Journal of Business Venturing*, 23(3), str. 257-279.

He, Zhiguo, 2011, "A Model of Dynamic Compensation and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, 100(2), str. 351-366.

Henderson, Richard I., 2006, *Compensation Management in a Knowledge-Based World*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Hutchinson, Marion i Ferdinand A. Gul, 2006, "The Effects of Executive Share Options and Investment Opportunities on Firms' Accounting Performance: Some Australian Evidence", *The British Accounting Review*, 38(3), str. 277-297.

IOMA, 1996, "Company Stock Is Increasingly Used in Board of Director Pay", Report on Salary Surveys, http://www.radford.com/home/press_room/pdf/news_ioma_092508.pdf (pristupljeno 20. siječnja 2014.).

Jensen, Michael C. i William H. Meckling, 1976, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), str. 305-360.

Jensen, Michael C. i Kevin J. Murphy, 1990, "Performance Pay and Top-Management Incentives", *Journal of Political Economy*, 98(2), str. 225-264.

Jiang, Weiwei, 2011, "Ownership Structure and Executive Compensation in Canadian Corporations", neobjavljeni magistarski rad, Saskatoon: University of Saskatchewan, <http://ecommons.usask.ca/handle/10388/etd-04142011-173442> (pristupljeno 25. studenog 2014.).

Jin, Lee, 2002, "CEO Compensation, Diversification, and Incentives", *Journal of Financial Economics*, 66(1), str. 29-63.

Joh, Soon Wook, 1999, "Strategic Managerial Incentive Compensation in Japan", *The Review of Economics and Statistics*, 81(2), str. 303-313.

Kose, John, Hamid Mehran i Yiming Qian, 2010, "Outside Monitoring and CEO Compensation in the Banking Industry", *Journal of Corporate Finance*, 16(4), str. 383-399.

Lewellen, Wilbur G., Claudio Loderer i Kevin Martin, 1987, "Executive Compensation Contracts and Executive Incentive Problems: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 9(3), str. 287-310.

Lin, Hsuan-Chu, Tin Kai Chou i Wen-Gine Wang, 2012, "Capital Structure and Executive Compensation Contract Design: A Theoretical and Empirical Analysis", *Journal of Banking & Finance*, 36(1), str. 209-224.

Martocchio, Joseph J., 2004, "Book Review, Compensation: Theory, Evidence, and Strategic Implications by Barry Gerhard and Sara L. Rynes", *Industrial & Labor Relations Review*, 57(3), str. 462-463.

McKnight, Phillip J., Cyril Tomkins, Charlie Weir i David Hobson, 2000, "CEO Age and Top Executive Pay: A UK Empirical Study", *Journal of Management and Governance*, 4(3), str. 173-187.

Milkovich, George T. i Jerry M. Newman, 2006, *Plaće i modeli nagradjivanja*, Zagreb: Masmedia.

Miller, Daniel J., 1995, "CEO Salary Increases May Be Rational After All: Referents and Contracts in CEO Pay", *Academy of Management Journal*, 38(5), str. 1361-1385.

Miller, Ernest C., 1976, "How Companies Set the Base Salary and Incentive Bonus Opportunity for Chief Executive and Chief Operating Officers", *Compensation & Benefits Review*, 8(4), str. 19-32.

Miller, Janice C., Robert M. Wiseman i Luis R. Gomez-Mejia, 2002,
"The Fit Between CEO Compensation Design and Firm Risk", *Academic Management Journal*, 45(4), str. 745-756.

Murphy, Kevin J., 1999, "Executive Compensation" u Orley Ashenfelter, Robert Layard i David E. Card, ured., *Handbook of Labor Economics*, str. 2485-2563, Amsterdam: Elsevier.

Ortiz-Molina, Hernan, 2007, "Executive Compensation and Capital Structure: The Effects of Convertible Debt and Straight Debt on CEO Pay", *Journal of Accounting and Economics*, 43(1), str. 69-93.

Pierce, Jon L., Stephen A. Rubenfeld i Susan Morgan, 1991, "Employee Ownership: A Conceptual Model of Process and Effects", *The Academy of Management Review*, 16(1), str. 121-144.

Romero, M. Gloria i Ramon Valle Cabrera, 2001, "Strategy and Managers' Compensation: The Spanish Case", *International Journal of Human Resource Management*, 12(2), str. 218-242.

Rosen, Sherwin, 1992, "Contracts and the Market for Executives, in Contract Economics" u Lars Werin i Hans Wijkander, ured., *Main Currents in Contract Economics*, str. 181-211, Oxford: Blackwell Press.

Ryan, Harley E., Jr. i Roy A. Wiggins III, 2001, "The Influence of Firm- and Manager-Specific Characteristics on the Structure of Executive Compensation", *Journal of Corporate Finance*, 7(2), str. 101-123.

Schaefer, Scott, 1998, "The Dependence of Pay-Performance Sensitivity on the Size of the Firm", *Review of Economics and Statistics*, 80(3), str. 436-443.

Schwalbach, Joachim, 2001, "Strategic Change, Multi-task Managers and Executive Compensation", *Schmalenbach Business Review*, 53(2), str. 102-116.

Smith, Clifford W., Jr. i Ross L. Watts, 1982, "Incentive and Tax Effects of Executive Compensation Plans", *Australian Journal of Management*, 7(2), str. 139-157.

Sung, Jaeyoung i Peter L. Swan, 2009, "Executive Pay, Talent and Firm Size", UNSW Australian School of Business Research Paper, br. 2009/01, Sydney: University of New South Wales.

Tipurić, Darko, 2008, *Korporativno upravljanje*, Zagreb: Sinergija.

Wagner, Rod i Jim K. Harter, 2008, "The Problem of Pay", *Business Journal*, Gallup, 8. svibnja, <http://www.gallup.com/businessjournal/106867/problem-pay.aspx> (pristupljeno 25. studenog 2014.).

Williams, Monci Jo, 1985, "Why Chief Executives' Pay Keeps Rising", *Fortune*, str. 66-72, <http://fortune.com/2012/03/11/why-chief-executives-pay-keeps-rising-fortune-1985/> (pristupljeno 25. studenog 2014.).

Yermack, David, 1995, "Do Corporations Award CEO Stock Options Effectively?", *Journal of Financial Economics*, 39(2-3), str. 237-269.