

## КОЦКАЊЕ НА ФИНАНСИЈСКОМ ТРЖИШТУ – ГЕНЕРАТОР ФИНАНСИЈСКЕ КРИЗЕ

### FINANCIAL GAMBLING AS AN GENERATOR OF FINANCIAL CRISIS

Горан Радивојац\*

#### Резиме

У овом раду се говори о посљедњој глобалној финансијској кризи, принципал – агент односу и новој улози државе у модерној економији. Финансијско коцкање је нова тема за јавну расправу између експерата и оних који то нису. Власници капитала су веома скептични у погледу транспарентности одлука менаџера и очекују нове приједлоге регулативе и стабилизацију система. Такође, многе значајне особе из јавног живота су упозориле кључне менаџере у глобалним корпорацијама на њихову етичку неконзистентност и непоштовање основа принципал – агент односа. Улога државе у модерном економском систему је постала неубичајено важна у рјешавању проблема корпорација и она интервенише готово дневно.

**Кључне ријечи:** финансијско коцкање, шпекулација, финансијска криза, принципал – агент однос, нова улога државе у модерној економији.

#### Summary

In this article we discuss about last global financial crisis, principal - agent relationship and new role of state in modern economy. Financial gambling is

---

\* Др Горан Радивојац, доцент, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

new issue for public debate between experts and nonexperts. Also, many important public persons are warning key managers in global corporations for ethical inconsistencies and unrespectable attitude in basically principal - agent relationship. Shareholders are very sceptical about transparency of managers decisions and they expect new proposals of regulations and stabilisation of system. Role of state in modern economic system is become unusually important in resolving of company problems and it intervenes almost daily.

**Key words:** financial gambling, principal – agent relationship, new role of state in modern economy.

## Увод

Посљедице глобалне финансијске кризе су у великој мјери већ сагледане. Банкротство великих финансијских корпорација је обиљежило 2008. годину, док је у 2009. години забиљежен директан утицај државе у привредном животу какав није забиљежен од пропасти доктрине социјалистичког привређивања које је били директно регулисано од стране државе. Истовремено, јавне финансије и буџетска равнотежа су били изложени врло великом напрезању чиме је улога државе у економском систему постала неуобичајено значајна како за теорију тако и за праксу земаља са дугом традицијом либералне тржишне економије.

Након санирања посљедица кризе које су директно угрожавале функционисање самог система, отворено је питање узрока – генератора финансијске кризе. Сагледавањем тренутне ситуације, узимајући у обзир и временску дистанцу од 30 – так мјесеци од негативног примарног тренда композитног индекса Њујоршке берзе, може се закључити да је у понашању менаџмента водећих корпорација било доста елемената пословне непромишљености и елитизма који нису у складу са етичким нормама и интересима заједнице у којој функционишу.

У овом раду ће бити ријечи о феномену финансијског коцкања, најновијим изазовима који су се наметнули принципал – агент концепту, те о улози државе у рјешавању кризе и дугорочним посљедицама новонастале неравнотеже у глобалном економском окружењу.

## 1. Коцкање vs шпекулација на финансијском тржишту

Финансијско тржиште као мјесто сусрета инвеститора и емитената, хецера и шпекуланата или финансијског и реалног сектора привлачи пажњу великог броја угледних аналитичара. Као и у свакој другој кризи и

у актуелној свјетској финансијској кризи јавност много већу пажњу посвећује губитницима него добитницима.

Међутим, оправдано је поставити питање гдје су "кривци" који се сада могу сматрати добитницима. Може се сматрати оправданом скептичност научне али и шире јавности која, жељела то или не, посредно финансира покушаје опоравка глобалне економије јер је новац "државне помоћи" посрнулим финансијским институцијама и корпорацијама поново стављен на располагање менаџерима који су већ једном показали неодговорност у управљању средствима акционара, кредитора и пореских обвезника.

У основи ове забринутости стоји прича о приносу и ризику. Када се ради о инвестицијама у финансијску имовину, оно што су менаџери у финансијским институцијама првенствено гледали су очекиване стопе приноса при чему се у креирању послова са софистицираним финансијским инструментима значајно потцијенио ризик као категорија. Жан Клод Трише, предсједник Европске Централне Банке, сматра да не само да је потцијењен ниво ризика који су преузимали менаџери приликом обављања трансакција на финансијском тржишту него је потцијењен и ризик као варијабла и параметер у доношењу одлука о инвестирању средстава.

Познати економиста, нобеловац, Џозеф Штиглиц је у својим изјавама за штампане и електронске медије изашао са тезом да су финансијски менаџери убацили читав свијет у глобалну коцкарницу, коцкали се са туђим новцем, а рачун, на посредан или непосредан начин плаћају сви становници планете.<sup>1</sup>

Из наведеног се може закључити да су инвестиционе стратегије већине финансијских менаџера више подсјећале на коцкање него на шпекулације на финансијском тржишту. Разлику између финансијског коцкања и шпекулисања је могуће тражити у мотивацији учесника на финансијском тржишту. *Шпекулација* је активност усмјерена на преузимање ризика у складу са очекиваним приносом те инвестиције. Дакле, шпекулацију је могуће дефинисати као прихватање и улазак у одређени пословни ризик зарад остварења сразмјерног добитка (енг. *commensurate gain*). С друге стране, *финансијско коцкање* не подразумејева остварење сразмјерног добитка јер је као и у казину очекивана зарада неизвјесна и непозната.<sup>2</sup> Коцкар налази мотивацију за своје дјеловање у осјећају задовољства и среће након остварења изненадног, неочекиваног и несразмјерног

<sup>1</sup> [www.ft.com](http://www.ft.com); [www.cnn.com](http://www.cnn.com)

<sup>2</sup> Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, J. Alan, *Investments*, 3<sup>rd</sup> Edition, Irwin McGraw-Hill, 1996, стр. 144-147.

добитка. Финансијски менаџери су се, очигледно, одлучивали за коцкарске потезе приликом доношења пословних одлука ради остварења уговорених премија и бонуса који су били варијабилно везани за пословне резултате корпорација којима управљају. Сасвим је сигурно да просјечни резултати менаџера нису задовољавали ни критеријуме успјешности које су наметали акционари након периода узлета примјене информационаих технологија и све ширег коришћења финансијских деривата за заштиту релативно високих стопа приноса на уложена средства у односу на стопе раста друштвеног производа и друге релевантне показатеље. Узајамном интеракцијом ова два основна елемента корпоративног управљања зарад остварења парцијалних циљева, који су у начелу супротни, дошло је до урушавања глобалног финансијског поретка. Скептицизам и неповјерење у способност финансијског система да у дужем року несметано функционише били су једини резултат дерегулације финансијског сектора у условима глобализације. Чак су и неки угледни аналитичари у тренуцима разочарења изазваног аномалијама и неадекватним функционисањем финансијског система у либералном капитализму<sup>3</sup> излазили у јавност са тезом да је већина ствари које су повезане са финансијама потпуно бескорисна.

Намеће се закључак да је један од основних узрока финансијске кризе неспособност постојећег тржишног система да ријеша *principal-agent* конфликт о чему ће бити ријечи у наредном поглављу.

## **2. Проблеми модерног корпоративног управљања – ограничења принципал – агент приступа**

Најједноставније речено, корпоративно управљање је систем којим се управља и врши надзор над пословањем модерних корпорација.<sup>4</sup> На тај начин корпоративно управљање представља комплексан скуп механизма за управљање корпорацијом у ситуацији када је власништво над капиталом одвојено од управљања. Модерно корпоративно управљање се суочава са израженим проблемом неповјерења на релацији власници капитала (акционари) – менаџери, јер у акционарским друштвима са дисперзованом својином основни проблем представља контрола перформанси менаџера од стране акционара који немају довољно моћи да на њих утичу приликом доношења одлука у свакодневном пословању.

---

<sup>3</sup> Ader Turner, менаџер, Financial Services Authority.

<sup>4</sup> Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), 1992.

Међутим, овај феномен није ни до сада био непознат у економској теорији и пракси јер су га међу првима дефинисали Adolf Berle (правник) и Gardiner Means (економиста) 1932. године. Они објављују револуционарну студију, којом доводе у питање основни модел корпоративног управљања и показују да – због дисперзованог власништва, акционари појединачно имају готово занемарљив утицај на начин управљања и систем одлучивања унутар корпорације, док готово потпуну контролу над судбином корпорације а самим тим и над судбином акцијског капитала имају менаџери и други руководиоци. Тридесетак година након објављивања ове студије поново су актуелизовани исти проблеми о којима су говорили Berle i Means, али сада у оквиру *principal-agent* теорије, као дио новог теоријског правца у економији који је заснован на хипотези о несавршености информација.

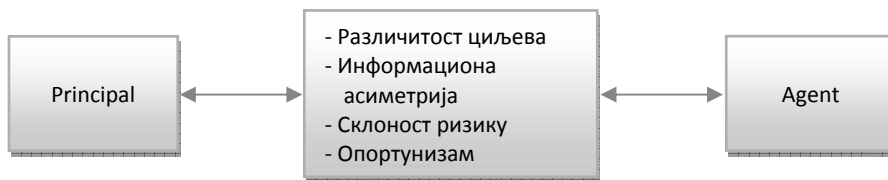
Економска теорија овај конфликт карактерише као проблем заступања (*agency problem*) или проблем односа заступника и његовог принципала, тј. налогодавца (*principal - agent*).

У основи за власнике корпорације – акционаре, делотворније је да унајме менаџере који би управљали пословањем и доносили свакодневне одлуке, него да акционари то чине сами. Такође, менаџери су врло често стручнији, трезвенији и знатно бржи у доношењу одлука.

Са друге стране, управљање корпорацијом сконцентрисано у рукама менаџера може бити "опасно" за акционаре, јер менаџери који је чине могу своју моћ усмјеравати, прије свега у своју корист и при томе занемаривати интересе акционара, промовишући приоритетно своје а не интересе акционара који су их унајмили.

Однос између власника капитала (принципала) и менаџера (агент) могуће је графички приказати на следећи начин.

*Илустрација бр. 1. Principal – agent однос*<sup>5</sup>



На основу кратке анализе претходне илустрације принципал агент однос је детерминисан са четири основна елемента: различитост циљева, информациона асиметрија, различита склоност ризику, опортунизам.

<sup>5</sup> Jensen, M. C.; Meckling, W. H., *Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, 1976., str. 308.

Основни циљеви агента јесу тежња ка максимизирању уложене вриједности уз прихваћени ризик, добијање релевантних информација о стању и начину вођења корпорације од стране агента, контрола рада агента уз мјерљивост и оцјену резултата пословања и у вези са тим награђивање агента (плата, премије, бонуси и сл.).

С друге стране, циљеви агента су максимизирање награде у датим околностима по принципу већи ризик – већа накнада, максимална аутономија и независност приликом доношења одлука, постизање што бољих резултата за одређени ниво ангажовања и одржавање стања информационе асиметрије у корист агента. У основи агент увијек посједује релевантне информације које нису доступне принципалу, који никад не може бити сигуран труди ли се агент максимално за разлику од агента који зна колико је труда уложио. Дакле, на основу информационе асиметрије агент може детерминисати одговарајући степен ангажовања за дати ниво остварене зараде.

Такође, агент прихвата ризик у складу са претпостављеном висином накнаде за свој рад, тј. што је већа претпостављена накнада агент је спреман на веће излагање ризику. Принципал се излаже ризику опортунизма и некомпетентности агента у управљању корпорацијом.

Опартунизам је могуће посматрати као себично дјеловање агента у складу са премисом да сви појединци теже максимизацији властите користи - агенти су мотивисани само властитим интересом и склони су искористити сваку ситуацију како би увећали своју корист.

Принципал је мотивисан да ангажује агента кад нема потребних знања и способности, или је посао превише сложен па му недостаје знања за извршење појединих фаза посла, када нема довољно снаге и расположивог времена и сл. Међутим, принципал може изабрати и некомпетентног агента па је приморан да успостави систем контроле и надзора како би имао могућност правовременог реаговања.

Без обзира на комплексност корпоративног управљања, сасвим је очигледно да је у посљедњих двадесет година преовладавао приступ глорификације улоге менаџера па је тако дефинисан и развијан појам менаџерске економије. Према заговорницима тог приступа<sup>6</sup>, менаџерска економија се бави питањима везаним за управљање ресурсима у сврху остваривања менаџерских циљева. Дакле, упоришна тачка такве економије јесу циљеви које поставља елитистички оријентисан слој менаџера преваходно у складу са својим личним интересима. Сваки

---

<sup>6</sup> Baye R., Michael, *Managerial Economics and Business Strategy*, Irwin/ Mc Graw Hill, 2<sup>nd</sup> edition, 1997, str. 4-30.

успјешан менаџер мора да идентификује циљеве корпорације којом управља, препозна природу и значај профита, разумијева суштину иницијативе, разумије функционисање тржишта, познаје временску вриједност новца и сл.

Временска дистанца од преко десет година сасвим је довољна да се закључи да су менаџери водећих глобалних корпорација користећи концепт менаџерске економије прије избијања кризе били у великој мери преплаћени са могућношћу да сами себи одреде висину отпремнине и да им се у датом моменту више исплати да, штитећи личне интересе, напусте корпорацију у кључном моменту и препусте држави бригу о судбини свих који су директно и индиректно везани за корпорацију коју су водили.

Механизам чисте тржишне утакмице са врло слабом регулативом под окриљем неолибералног концепта тржишне привреде још увијек не може да дефинише алтернативу у форми новог стандарда управљања корпорацијама који би понудио свеобухватно рјешење *principal – agent* проблема. Такође, теоретичари који заговарају чисту тржишну утакмице се уопште нису бавили проблемима са којима се данас суочава глобална економија.

С друге стране, неки аутори<sup>7</sup> сматрају да је проблеме са којим се суочава корпоративно управљање данашњице, немогуће ријешити једностраним потезима. Менаџере називају диносаурусима нашег доба уз опаску да се ера менаџмента ближи своме крају. Према њиховом мишљењу рјешење је могуће тражити у креирању врло комплексног система самоконтроле. Свака успјешна организација би требала да користи оптималну комбинацију три природне силе како би преживјела кризне периоде. Дјеловање природних сила се кристализује кроз самоорганизацију, конфликт и самокориговање као трансмисиону силу између претходне двије.

Резимирајући претходно, може се рећи да појачана регулација и утицај на корпорације од стране државе, вршење јавног притиска на менаџере како би се побољшала њихова лојалност и компетентност, увођење појачаног екстерног надзора над управљањем корпорацијама, увођење нових форми извјештавања и др., представљају својеврстан бајпас који треба да одржи постојећи економски поредак до креирања једног сасвим новог приступа у организовању и управљању тржишно оријентисаним привредним друштвима.

---

<sup>7</sup> Cloke, Keneth; Goldsmith, Joan, *The End of Management and the Rise of Organizational Democracy*, Jossey – Bass a Eiley Company, San Francisco, 2002, str. 3-20.

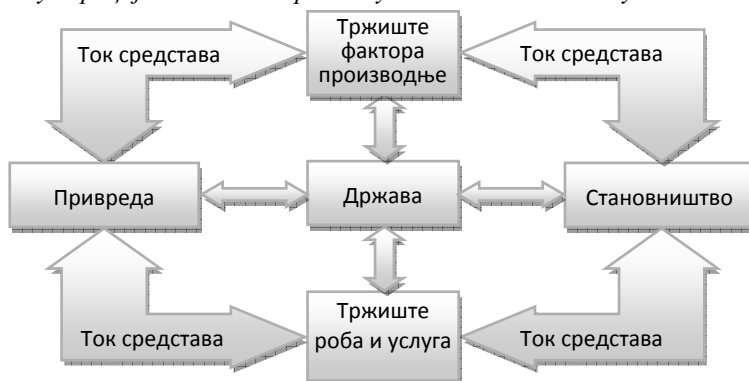
### 3. Улога државе у превазилажењу рецесије у модерној економији

Тржишни механизам, сам по себи, има своје предности и недостатке. Као одговор на недостатке тржишног механизма држава понекад активно учествује у привредном животу и то не само као регулатор већ и као активан играч у тржишној утакмици. Уобичајено је да држава формира и управља институцијама као што су војска и полиција, регулише виталне енергетске и комуникационе секторе, прикупља новац од пореза и врши његову прерасподјелу у складу са врхунским циљем постизања општег нивоа благостања читаве заједнице. Држава има дискреционо право да креира нова законска рјешења и користи инструменте присиле да их спроведе у дјело. Поред наведеног, она штити власничка права и обезбјеђује извршење уговорних обавеза насталих споразумом између два и више субјеката.

Улога државе у савременим економским системима се своди на обезбјеђење друштвене једнакости свих грађана, подстицање тржишне ефикасности и макроекономске стабилности и раста.<sup>8</sup>

Још од развоја макроекономије 1930 – тих, држава је помоћу фискалне политике (опорезивање и општа потрошња) и монетарне политике (утицај на висину каматних стопа и услове кредитирања) утицала на подстицање дугорочног економског раста и продуктивности те сузбијање инфлације и незапослености. Приказ улоге државе у економском систему је дат на сљедећој илустрацији.

Илустрација 3.1. Улога државе у економском систему<sup>9</sup>



<sup>8</sup> Samuelson, A. Paul; Nordhaus, William, *Економија*, 14. издање, Матe, Загреб, 1992, стр. 41-45.

<sup>9</sup> Прилагођено према: McConnell R., Campbel; Brue L., Stanley, *Economics*, McGraw – Hill, 1996, стр. 87.



У складу са претходном илустрацијом је и тврдња да се економске функције државе могу свести на следеће четири:<sup>10</sup>

- Утврђивање законског оквира за тржишну привреду,
- Утицај на алокацију ресурса како би се побољшала привредна ефикасност,
- Брига о оптималној расподјели дохотка и
- Стабилизација привреде примјеном одговарајућих макроекономских политика.

Међутим, у 2008. години улога државе у економском систему је добила сасвим нову димензију. Директне интервенције Влада САД, Њемачке, Аустрије и др. прво у финансијском сектору а затим и у реалном сектору представљају сасвим нов приступ у рјешавању проблема изазваних рецесијом. У савременој теорији, рецесија (енг. *recession*) се дефинише као блажи облик привредне неравнотеже у којој су производња и запосленост испод нивоа пуне искоришћености ресурса, тј. испод оптималног нивоа.<sup>11</sup> Рецесија је последица цикличног кретања привреде засноване на тржишним принципима у којој учесници доносе одлуке у условима непознавања будућих догађаја тј. у условима неизвјесности. Узроци рецесије могу бити екстерни шокови, монетарни фактори, реални фактори, слабости финансијског система и сл. Уколико говоримо о дубоко израженој привредној неравнотежи коју карактерише значајан пад производње и инвестиција на једној страни, а раст незапослености и залиха на другој страни тада је ријеч о депресији (енг. *depression*). Депресија је рјеђи облик неравнотеже у односу на рецесију и врло често се за примјер депресије узима велика депресија из периода 1929. – 1933. године која је погодила привреде западних земаља.

На основу наведеног, може се рећи да рецесија није појава која уништава економски систем и оставља катаклизмичне последице за људско друштво у цјелини. Стога је неопходно критички сагледати интервенционистичке потезе влада најразвијенијих свјетских држава у претходне двије године. Тако је влада САД са првим назнакама кризе припремила "пакет" од 700 милијарди \$ помоћи најугроженијим компанијама финансијског сектора као и водећим компанијама реалног сектора америчке привреде. Администрација председника Обаме процијенила је да ће државни програм спашавања угрожених банака (*Troubled Asset Relief Program - TARP*) коштати 341 милијарду долара. Побољшање је узроковано чињеницом да су улагања Министарства

<sup>10</sup> Samuelson, A. Paul; Nordhaus, William, *Економија*, 14. издање, Матр, Загреб, 1992, стр. 301.

<sup>11</sup> Група аутора, *Економски речник*, Економски факултет, Београд, 2007, стр. 666.

финансија стабилизовала финансијски систем и да, углавном, доносе већи принос од очекиваног.

Најразвијеније земље Европске уније су, такође, уложиле велика финансијска средства како би спасиле водеће финансијске институције у евро зони. Ради се о износима који превазилазе годишњи БДП Њемачке, која с 3.300 милијарди \$ има највећу економију у Унији. Највећу помоћ банкама је осигурала Велика Британија (30 милијарди фунти), затим Данска гдје је помоћ државе затражило 13 од 140 банака, па Њемачка, Француска, Ирска, Белгија, Холандија, Аустрија, Шведска и Шпанија. Укупан износ државне помоћи, који је одобрен од Европске комисије, је пројектован на 31,2% БДП у Европској унији.<sup>12</sup> Озбиљност новонастале ситуације може се сагледати на примјеру Исланда гдје је држава експресно национализовала три водеће банке, или на примјеру аустријске Хипо банке која је однедавно под контролом државе. Осим што су спасиле неке од кључних финансијских институција у регији, финансијске мјере довеле су раста буџетског дефицита у последње три године.

Истовремено, према наводима њемачког листа "Шпигл"<sup>13</sup>, неке угледне мултинационалне банке веома су се обогатиле у текућој глобалној финансијској кризи. Заштићене разним државним гаранцијама и суфинансиране јефтиним новцем из буџета најмоћнијих држава свијета – "а истовремено сувише значајне да би пропале" – водеће банке англосаксонског свијета - Голдман Сакс (*Goldman Sachs*), Џеј Пи Морган (*J.P. Morgan*), Дојчебанк (*Deutschebank*) и др., успјеле су да остваре велике профите и већ најавиле издашне божићне бонусе менаџерима.

Као одговор на ова дешавања амерички предсједник је приликом недавне посјете Њујоршкој берзи изрекао јавну опомену менаџерима финансијских институција, јер умјесто да су научили лекцију на примјеру Браће Лиман и њиховог банкрота они су изабрали да је игноришу.<sup>14</sup> Нагласио је и да нема повратка на дане неодговорног понашања и неконтролисаних претјеривања која су, према његовом мишљењу, у основи ове кризе, када су многи менаџери били мотивисани једино апетитом за брзим профитом и нереалним бонусима.

Предсједник САД Обама је нагласио да се економија стабилизује, али да то не треба да буде изговор менаџерима финансијских институција да обнове стару праксу која је довела до дубоке рецесије и државу

---

<sup>12</sup> [www.entereurope.hr](http://www.entereurope.hr)

<sup>13</sup> [www.spiegel.de](http://www.spiegel.de)

<sup>14</sup> [www.ft.com](http://www.ft.com)

принудила да директно и индиректно интервенише са хиљадама милијарди долара, како би спријечила потпуни колапс како националне, тако и глобалне економије. Нагласио је да неће више бити толерисано финансијско коцкање, али његове речи су дочекане врло резервисано, уз само један куртоазни аплауз.<sup>15</sup>

Реакције из Европске уније и припрему увођења великих промјена у свој финансијски систем није требало дуго чекати. Европски регулациони органи предложили су нова правила у области финансијске помоћи банкама, на основу којих ће банке са ризичнијим инвестицијама морати за добијену помоћ да плате скупље. Европска комисија жели да обезбиди да државна помоћ коју ће поједине банке добити не значи њихову бољу позицију у односу на оне банке које ће и надаље пословати без помоћи. Такође, банке ће моћи да добију новац од државе само под претпоставком да ће предузети обимно реструктурирање, рачунајући ту и промјену менаџмента, уколико то буде неопходно. Нобеловац Пол Кругман сматра да је држава сувише агилно кренула у спасавање финансијског система а да прије тога није ни покушала да га реформише. Према њему, највећа опасност од продубљивања кризе и пропада финансијског система лежи у чињеници да су се финансијски менаџери до сада коцкали новцем својих клијената, а да сада на располагању имају највећу могућу количину новца коју свијет може да понуди а то је новац пореских обвезника најразвијених земаља свијета.<sup>16</sup>

На крају, може се рећи да је директно уплитање најмоћнијих свјетских држава у привредни и финансијски систем довело глобалну економију у стање врло специфичне равнотеже са којом се поигравају финансијски менаџери те да је због тога овакво стање дугорочно неодрживо. Проблем постаје сложенији ако се узме у обзир чињеница да савремена англосаксонска стручна литература из области економских наука не познаје ситуацију у којој би држава заузела улогу коју има данас – а то је улога арбитра са непресушним финансијским средствима којег велики број финансијских менаџера жели да доведе у заблуду како би пресудио у њихову корист.

## Закључак

Након санирања посљедица кризе које су директно угрожавале функционисање самог система, отворено је питање узрока – генератора

---

<sup>15</sup> [www.cnn.com](http://www.cnn.com)

<sup>16</sup> [www.nytimes.com](http://www.nytimes.com)

финансијске кризе. Након сагледавања дешавања у протекле двије године сасвим је јасно да су инвестиционе стратегије већине финансијских менаџера више подејале на коцкање него на шпекулације на финансијском тржишту. Разлику између финансијског коцкања и шпекулисања је могуће тражити у мотивацији учесника на финансијском тржишту. *Шпекулација* је активност учесника у пословним трансакцијама усмјерена на преузимање ризика у складу са очекиваним приносом те пословне одлуке. Дакле, шпекулацију је могуће дефинисати као прихватање и улазак у одређени пословни ризик зарад остварења сразмјерног добитка (енг. *commensurate gain*). С друге стране, *финансијско коцкање* не подразумијева остварење сразмјерног добитка јер је као и у казину очекивана зарада неизвјесна и непозната. Сасвим је сигурно да просјечни резултати менаџера нису задовољавали ни критеријуме успјешности које су наметали акционари након периода узлета примјене информационих технологија и све ширег коришћења финансијских деривата за заштиту релативно високих стопа приноса на уложена средства у односу на стопе раста друштвеног производа и друге релевантне показатеље. Узајамном интеракцијом ова два основна елемента корпоративног управљања зарад остварења парцијалних циљева, који су у начелу супротни, дошло је до урушавања глобалног финансијског поретка.

Дакле, модерно корпоративно управљање се суочава са израженим проблемом неповјерења на релацији власници капитала (акционари) – менаџери, јер у акционарским друштвима са дисперзованом својином основни проблем представља контрола перформанси менаџера од стране акционара који немају довољно моћи да на њих утичу приликом доношења одлука у свакодневном пословању. У датим околностима, може се рећи да појачана регулација и утицај на корпорације од стране државе, вршење јавног притиска на менаџере како би се побољшала њихова лојалност и компетентност, увођење појачаног екстерног надзора над управљањем корпорацијама, увођење нових форми извјештавања и др., представљају својеврстан бајпас који треба да одржи постојећи економски поредак до креирања једног сасвим новог приступа у организовању и управљању тржишно оријентисаним привредним друштвима.

Може се закључити да је директно уплитање најмоћнијих свјетских држава у привредни и финансијски систем довело глобалну економију у стање врло специфичне неравнотеже са којом се поигравају финансијски менаџери – агенти мултинационалних корпорација од глобалног значаја, те да је због тога овакво стање дугорочно неодрживо.

Проблем постаје сложенији ако се узме у обзир чињеница да савремена англосаксонска стручна литература из области економских наука не познаје ситуацију у којој би држава заузела улогу коју има данас – а то је улога арбитра са непресушним финансијским средствима којег велики број финансијских менаџера жели да доведе у заблуду како би пресудио у њихову корист. Реформа и реорганизација економског поретка данашњице ће, сасвим сигурно, трајати дуго а финансијско коцкање као такво може бити посматрано као генератор кризе којег будући економски поредак мора по аутоматизму препознати и спријечити његове негативне последице. Крај актуелне финансијске кризе ће почети да се назире тек са проналаском адекватног одговора на финансијско коцкање у форми институционализованог дјеловања на свијест и праксу менаџера који управљају модерним корпорацијама у финансијском или реалном сектору.

## Литература

1. Baye R., Michael, *Managerial Economics and Business Strategy*, Irwin/Mc Graw Hill, 2<sup>nd</sup> edition, 1997.
2. Blake, David, *Financial Market Analysis*, 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley & Sons, 2000.
3. Bodie, Zvi; Kane, Alex; Marcus, J. Alan, *Investments*, 3<sup>rd</sup> Edition, Irwin McGraw-Hill, 1996.
4. Cloke, Keneth; Goldsmith, Joan, *The End of Management and the Rise of Organizational Democracy*, Jossey – Bass a Eiley Company, San Francisco, 2002.
5. Fabozzi, J. Frank; Modigliani, Franco; Ferri, G. Michael, *Foundations of Financial Market and Institutions*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1994.
6. Група аутора, *Економски речник*, Економски факултет, Београд, 2007.
7. Jensen, M. C.; Meckling, W. H., Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976.
8. Jorion, Phillipe, *Financial risk manager handbook*, second edition, John Wiley & Sons, Inc, 2003.
9. McConnell R., Campbel; Brue L., Stanley, *Economics*, McGraw – Hill, 1996.
10. Милојевић, Добривоје, *Лексикон финансијских тржишта*, Савремена администрација Београд, 1996.

11. Mishkin, S. Frederic; Eakins, G. Stanley, *Финанцијска тржишта и институције*, Мате, Загреб, 2005.
12. Пирс, В. Давид, Мекмиланов речник: *Модерна економија*, друго издање, Дерета, Београд, 2005.
13. Rose, S. Peter, *Money and Capital Markets*, 6<sup>th</sup> Edition, Irwin McGraw Hill, 1997.
14. Samuelson, A. Paul; Nordhaus, William, *Економија*, 14. издање, Мате, Загреб, 1992.
15. Van Horne, C. James, *Financial Management and Policy*, Prentice-Hall International Editions, 1992.
16. Васиљевић, Бранко, *Основи финансијског тржишта*, друго измењено и допуњено издање, Принцип, Београд, 1999.
17. Живковић, Бошко; Шошкић, Дејан, *Финансијска тржишта и институције*, друго издање, Економски факултет, Београд, 2007.
18. [www.bbc.com](http://www.bbc.com)
19. [www.cnn.com](http://www.cnn.com)
20. [www.entereurope.hr](http://www.entereurope.hr)
21. [www.ft.com](http://www.ft.com)
22. [www.nyse.com](http://www.nyse.com)
23. [www.spiegel.de](http://www.spiegel.de)