

мр *Дамјан* ДАНИЛОВИЋ
виши асистент Економског факултета Универзитета у Источном
Сарајеву

СВЈЕТСКА ФИНАНСИЈСКА КРИЗА

– ЛОШЕ НАУЧЕНА ЛЕКЦИЈА КОРПОРАТИВНОГ
УПРАВЉАЊА? ЛОШЕ ОДИГРАНА УЛОГА ДРЖАВЕ?
ЧИЊЕНИЦА ДА БАНКЕ УВИЈЕК МОГУ ПОСЛУЖИТИ
КАО ОКИДАЧ КРИЗЕ? –

Резиме

Свјетска финансијска криза је продукована кроз банкарски сектор. Рад ће да скрене пажњу на чињеницу да у овом случају постоје одређени пројекти држава, прије свега САД, који су требали бити предузети како би се предуредило настанување кризе. Положај банкарског сектора је ипак да ће се увијек кроз њега моћи продуковати криза, као посљедица одређених законитости финансијских тржишта и „економског инжињеринга“.

Кључне речи: *управљање, финансијска тржишта, асиметричност информација, регулатори, тулиоманија.*

I Увод

Без схватања бити тржишта, поготово финансијског, пријетиће невоље цијелом Свјету. И задња економска криза је захватила десетине држава и показала различите негативне посљедице. Она је продукована

кроз банкарски сектор, па је прешла у остале сегменте финансијског и реалног сектора. Ако се већ криза десила, онда нам је и дужност да извучемо поуке, у овом раду идући у његовим оквирима. Прије избијања финансијске кризе из 2007. главна пажња научника у разматрању корпоративног управљања се сводила на максимизацију добити и заштиту интереса акционара и компаније, а након кризе је јасно сљедеће: корпоративно управљање мора бити конципирано да истовремено штити интересе заинтересованих страна; криза је манифестовала лош систем банкарског управљања почев од поштовања рачуноводствених стандарда, интерне и екстерне ревизије, рада управе, активизма акционара и транспарентности.¹ Сматра се да је дјелимично сваки од наведених фактора допринио настанку кризе, али се у овом раду указује на другачију тачку одговорности у изазивању свјетске финансијске кризе – пропуст регулатора, тј. држава.

Улога и пословање банака имају низ специфичности у односу на реални сектор. Депозитни, кредитни и послови платног промета су окосница банкарског пословања, док у новије вријеме банке врше и разне врсте консултантских и агенцијских услуга. У односу на цјелину новца којима банке располажу, до 90% јесте туђи новац, тако да је основна производна функција банке обезбјеђење ликвидности у сталним приходима и расходима новца.² Пословање банака, као и осталих привредних субјеката јесте изложено ризицима, са тим што и на овом пољу постоје особени ризици. Не улазећи детаљније у структуру свих ризика, кредитни ризици су најизраженији и карактеристични по томе што излагање овим ризицима непосредно контролишу банке, а регулатори посредно кроз систем контроле.

Финансијски систем, гдје су банке један од најажнијих актера, дјелује као систем спојених посуда. Убрзана интеграција свјетског финансијског тржишта се запажа још од 1980. године.³ Систем спојених посуда се манифестује на начин да недостатак ликвидности на већим тржиштима узрокује недостатак ликвидности на осталим финансијским тржиштима широм свијета. Разлог је финансијска повезаност финансијских посредника, који имају велики број статусних и облигационих односа субјекта финансијског и реалног сектора. Прикупљени новац банка мора даље да пласира како не би производила губитке. Дакле, ако банка посједује 90%

1 Deltev Hummel, *The Corporate Governance in Banks-Lessons Learned from the Financial Crisis*, Potsdam, 2013, доступно на адреси: http://opus.kobv.de/ubp/volltexte/2013/6877/pdf/EFC_Hummel_177_191.pdf, 1.4.2014, стр. 179–181.

2 Jonathan Macey, Maureen O'Hara, „The Corporate Governance of Banks“, *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 9/2003, стр. 97.

3 Dante Mendes Aldrighi, „Corporate Governance in Germany: An assessment of the Convergence Hypothesis“, *Est. econ.*, Vol. 30/2000, стр. 52.

туђег новца, па 45% од целокупне суме буде дистрибуисано у хипотекарне кредите, а активирањем хипотеке буде остварена наплата у пола мање вриједности од износа кредита, значи да банка не може да врати 22,5% повјериоцима, а њена актива износи 10% посједованог капитала. Остатак мора намирити држава.

Још једна чињеница је битна. Финансијски систем функционише на принципу повјерења улагача. Ако депоненти не би вјеровали да ће им новац бити враћен, то не би ни депоновали средства у банкама. Зато државе морају да штите депоненте, гдје се ствара могућност преваљивања одговорности за промашене пласмане новца на државу. Ако се узме у обзир чињеница да су банке основни финансијери привреда Европе, јасно је какве негативне посљедице може произвести неповјерење у финансијски сектор – слом привреда.

Различито се посматра однос између финансијске кризе и корпоративног управљања. Нека сматрају да је тешко успоставити везу између корпоративног управљања и кризе због различитих активности влада које маскирају или повећавају проблеме банкама, али и због низа других фактора који су утицали на њен настанак.⁴ Неки сматрају да грешке унутрашњег управљања представљају искључиву тачку одговорности. Одређена истраживања над банкарским холдинзима САД су допринијела стварању квалитетнијих метода процјене ризика и указују да су лоша процјена ризика и недостатак комуникације између тијела за праћење ризика и менаџмент борда постојали у холдинзима који су продуковали финансијску кризу.⁵ Не оспоравајући квалитет овог истраживања, у овом раду се скреће пажња на чињеницу да систем процјене ризика јесте окидач кризе, али да су други фактори, ван њега, повукли ороз. Неки радови познатих ауторитета из области корпоративног управљања виде узроке кризе у претјераној висини накнада извршних директора, док друга истраживања указују да нема емпиријских доказа за овакве чињенице.⁶ Углавном се у литератури сматра да су накнаде биле високе, али и у овом случају оне нису проузроковале кризу, већ су је погоршале. Пропаганда усмјерава фокус кризе на погрешну страну, а ишла је чак дотле да у јавности предсједник САД висину на-

4 Marco Becht, Patrick Bolton, Ailsa Röell, „Why bank governance is different“, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 27/2012, стр. 438.

5 Andrew Ellul, Vijay Yerramilli, *Stronger Risk Controls: Lower Risk, Evidence from US Banks Holdings Companies*, 2011, доступно на адреси: http://www.lse.ac.uk/fmg/events/capitalMarket/pdf/CMW29A_Ellul.pdf, 12.2.2014, стр. 33.

6 Frederick Tung, Xue Wang, „Bank CEOs, Inside Debt Compensation, and the Global Financial Crisis“, *Boston Univ. School of Law Working Paper No. 11-49*, 2012, доступно на адреси: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1570161, 13.2.2014, стр. 1.

кнада руководиоцима финансијских институција назива „срамном“.⁷ Па наравно, боље је скретати пажњу са стварних проблема, прогласити висину накнада срамном и узроком којечега (мада јесте била преви-сока, узимајући у обзир чињеницу да су накнаде остале исте, а банке инсолвентне), него признати погрешан пут америчког тржишног либе-рализма.

Овај рад скреће пажњу на чињеницу да карактеристике тржишта и самих банака чине банкарско управљање несавршеним. Несавршене моменте треба да контролишу регулатори, јер постојање тржишних регулатора има једино оправдање у отклањању неповољних тржишних ситуација. Неће се у раду доказивати политичке тенденције и активности које су проузроковале кризу, али из наведених чињеница ће се јасно моћи закључити намјера проузроковања финансијске кризе, гдје се рачунало на иманентне слабости корпоративног управљања финансијских институција, поготово банака.

II Начин изазивања свјетске финансијске кризе 2007.

Све је кренуло од редовне дјелатности банака САД у виду давања кредита обезбијеђених хипотеком. У тренутку када су цијене некретнина достигле свој максимум, власници су узимали максималне износе хипотекарних кредита. Али када је цијена некретнина опала, а власници некретнина престали да враћају кредите, банке су плијениле некретнине чијом продајом нису могле да надокнаде проузроковане губитке. Дакле, уочили су пад вриједности некретнина на тржишту. Да би спријечили финансијске губитке, менаџери се одлучују на сљедећи корак: формирање пулова „лоших кредита“ и продаја истих другим банкама. Када су све банке осјетиле велике финансијске губитке вршене су масовне емисије обвезница. Финансијска средства су прикупљена, али ипак не у довољном износу да потпуно спасу лошу финансијску позицију. Почетак краја тек слиједи, јер банке нису биле у могућности да благовремено извршавају обавезе својим повјериоцима. Недостатак новца се појављује на тржишту и изазива низ негативних посљедица у свим сегментима привреда. Готово да постоји једногласност науке у томе да се недостатак капитала на тржишту САД даље само пренио на Европу и изазвао кризе у многим државама.

Нећемо се у раду освртати на грешке унутрашњег управљања, које су само погоршале новонасталу ситуацију. Иако је било финансијских скандала и у развијеним европским земљама, можемо генерално рећи

7 Roberta Romano, „Reforming Executive Compensation: Focusing and Committing to the Long-term“, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 26/2009, стр. 360.

да је постојећи систем корпоративног управљања релативно добро функционисао, јер су развијене државе и даље биљежиле добре економске резултате. Систем управљања је функционисао на тржишту капитала које је биљежила висока ликвидност.⁸ Самим тим је била мања могућност финансијских промашаја од стране управе и шире могућности финансирања компанија. Тачније, лакше је било постићи успјех, него када би у истим околностима била мања ликвидност, па је било лакше компензовати евентуалне губитке наредним успјешним корацама. Наглим падом ликвидности на свјетском тржишту постојећи систем није могао да функционише по дотадашњим правилима. Промјене система управљања из домена контроле ризика су морале да се десе. Из овога се отвара једно од круцијалних питања, а то је тренутак када су промјене у дотадашњем систему морале да се десе, тј. да ли су промјене могле да наступе прије избијања кризе, или је избијање кризе једино могло да укаже на неопходност промјена? Да ли је било економских показатеља на свјетском тржишту, сходно којима су државе требале реаговати? Показује се да је на развијеним финансијским тржиштима (САД и Велика Британија) од 1980. године стално биљежен пад у инвестирању великих пројеката и то у значајним процентима.⁹ Значи да су економски аналитичари могли уочити недостатак финансијских средстава као глобалну економску појаву. Са друге стране имамо супротну појаву „надувавања балона“ на финансијским тржиштима, гдје се мора имати свијест о њеним лажним ефектима. Суштина појаве је да на тржиштима цијене одређених производа могу биљежити раст. То даље проузрокује психолошки моменат гдје се појављује све већи број инвеститора у такве робе очекујући добит порастом цијена у наредном периоду, што додатно доводи до нереално високих цијена таквих роба на тржишту. Један од таквих случајева се данас спомиње као наук економистима, иако тако очит примјер није дао довољну поуку. То је холандски случај „тулипоманије“ у седамнаестом вијеку. По истом систему, на тржишту је нагло расла цијена цвијетних луковица лала (тулипана). Грађани су продавали куће и своја газдинства како би купили што више луковица и профитирали у кратком периоду, тако да су одређене сорте једне луковице коштале као осредња кућа, или као 23 тоне сира.¹⁰ Међутим раст цијена се мора зауставити у једном тренутку, а то је када не буде заинтересованих улагача, а тада се дешава велико „бум“! – цијене вртоглаво

8 Simon Deakin, „Corporate Governance and Financial Crisis in the Long Run“, *Centre for Business Research, University of Cambridge Working Paper*, No. 417, 2010, доступно на адреси: <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/WP417.pdf>, 20.1.2014, стр. 7.

9 S. Deakin, *нав. чланак*, стр. 8.

10 Дејан Ерић, *Финансијска тржишта и инструменти*, 2. издање, Београд, 2003, стр. 380–382.

падају и дешава се цијели колапс изазван масовном инсолвентношћу улагача у такве врсте роба, чија цијена долази на нормалан ниво, чак по неколико стотина пута мањи.

Поставља се питање какве везе име тулипоманија са финансијском кризом? Има, зато што је ова појава одавно позната чак и свим студентима друге и треће године економских факултета широм свијета, утолико више великим економским експертима који прате глобална економска кретања, а управо по истом принципу је ишао слијед догађаја у финансијској кризи, само што је у овом случају ријеч о вриједности непокретности. Не мора се бити велики економски стручњак, чак немати ни нарочита економска знања, већ имати просту логику која каже: није могуће да се абнормално повећава цијена непокретности, а да је истовремено присутно значајно смањење ликвидности на тржишту капитала. Зашто непокретности? Зато што је надувани балон вриједности некретнина послужио као основно осигурање од кредитног ризика. Не може неликвидност бити опште присутна, а да се цијене одређених роба мултипликују.

Усљед наглог раста цијена непокретности, то је нагло расла кредитна способност физичких и правних лица. Они су подизали хипотекарне кредите у максималним износима процјењене вриједности некретнина на тржишту. Када се осјетио пад вриједности некретнина на тржишту, осјетили су се непосредни почеси кризе. Немогућност, или нехтијење кредитних дужника да враћају кредите доводи до продаје заложене непокретности на тржишту, али шта се дешава-пад вриједности некретнина доводи до тога да банке не могу из продајне цијене намирити губитке. Пад ликвидности узрокује смањење радних мјеста што увећава, посредно и мањак извора финансирања, па је све више пропалих кредита и све више губитака.

Прије него се пређе на даље поступке, треба се осврнути на још једну чињеницу. Раст цијена непокретности је био још један показатељ приближавања кризе. Дакле, инвеститори су више инвестирали у некретнине, него у бизнис, што само показује пораст ризика бизнис инвестиција. Цијена некретнина може бити смањена, али ће ипак задржати одређену вриједност, док улагања у бизнис могу узроковати потпуне промашаје, чак и дуговања.

Долази се до кључног догађаја, на основу кога ће се дефинитивно закључити о кључној тачки одговорности за наступање свјетске финансијске кризе. Са циљем ублажавања финансијских губитака, руководством банке намјеравају ублажити финансијске губитке. Свјесни чињенице да ће вриједност непокретности опадати, да ће то проузроковати веће губитке, они емитују обвезнице. Продајом долазе дјелимично

до свјежег капитала, али немајући средстава да благовремено измирују обавезе према повјериоцима, па су и грађани доживјели финансијске губитке.

Анализирајући понашање управе, може се закључити сљедеће: оно није било у складу са принципима корпоративног управљања, јер се милијардерски губици нису могли надомјестити на овај начин, а камо ли у таквој ситуацији редовно сервисирати отплате имаоцима обвезница. Природа компаније условљава то да уколико се опет деси исти сљед догађаја, то ће управа учинити исте кораке. Ово је највећи проблем корпоративног управљања, до данас, а вјероватно и у будуће неријешен, на који се мора унапријед рачунати, како се реални амбијент пословања не би довео у такав положај, у коме се неминовно повлачи окидач на наведени начин.

III Природа банке – осуђена да може бити окидач финансијске кризе

Зашто очекивати поново исте поступке управе, зашто је ово један од круцијалних проблема управљања? Природа капитала и преко ње формирана природа компаније условљавају овакво стање ствари. Банка мора бити организована као корпорација, само на тај начин може акумулирати довољно капитала који ће бити и мобилан. Сакупљање огромног капитала узрокује неопходност његовог пласмана кроз кредите и друге хартије од вриједности. Кредитни ризици и могућност смањења вриједности хартија од вриједности (даље: ХОВ) увијек могу изазвати неликвидност банака, која се даље прељева у остале сегменте привреде и изазива привредну кризу.

Компаније представљају елементарне творевине данашње привреде. Иако оне обављају посредно и непосредно различите друге позитивне ефекте за привреде, рачио индивидуалног акционара јесте оплодња капитала. Банкарско пословање захтијева велика финансијска средства на самом старту пословања. То једино могу да остваре друштва капитала. Мобилност капитала као услов ефикасне оплодње се најбоље остварује у друштвима капитала.

Ако је банка „осуђена“ да буде организациони облик корпорације, онда нам остаје друга страна медаље. Велики број акционара доноси велики капитал, али условљава раздвајање власничке и управљачке функције. Скупштина акционара је врло често гломазан и нестручан орган, а то не одговара тржишним условима привређивања, из разлога што је скупштина орган у којем постоје најразличитији интереси, чија би дивергентност тешко доводила до постизања консензуса, док са дру-

ге стране различите промјене на тржишту захтијевају брзу и стручну реакцију у погледу доношења пословних одлука.¹¹ Њихова „нестручност“ је евидентнија у банкама. Акционари задржавају најважније одлуке за себе, а пословођење и заступање обављају органи управе. Природа банака условљава специфичан положај управе и акционара. Не може се од акционара банке очекивати вршење квалитетног мониторинга над радом управе. Банка као финансијски посредник сакупља огромна финансијска средства, потом врши њихов пласман на тржишту, јер на прикупљена средства банка плаћа камате, а њихово „стајање“ код банке узрокује губитке кроз инфлацију. Сложене операције пласмана финансијских средстава предузима управа банке, а њихово разумијевање захтијева посебна финансијска знања. За менаџерски тим банака се често истиче повећана склоност ка преузимању ризика. Лакшем преузимању ризика погодују различите чињенице од којих су двије најважније: превелики да би пропали и систем „неодговорности“ за финансијске промашаје.

Због значаја банака за привреде, потраживања повјерилаца до одређених износа гарантује држава, а банке (тј. управа) због сопственог значаја увијек рачунају на финансијску помоћ државе у случају кризе.¹² Са друге стране преузимању високих ризика погодује ограничење одговорности. Ако би управа сружије одговарала за обавезе друштва у односу на тренутно постављене принципе, то би корпорације престале да постоје. Који члан управе, или друштва би хтио преузимати неограничену солидарну одговорност за сваки финансијски губитак из пословне одлуке за коју је гласао? Још би тежа била ситуација солидарне одговорности из одлуке за коју није гласао, или је чак био против. Чланови управе ће имовински одговати за финансијске промашаје само ако су одлуку донијели уз кршење закона или интерних аката, у супротном не постоји њихова имовинска одговорност. На тржишту цијене варирају, па је нормална појава и финансијског успјеха и финансијског промашаја, па се у тој зависности може остварити најчешће само статусна одговорност чланова управе, коју у дводомним системима не врше акционари, већ надзорни одбор.

Алтруизам, заштита других лица, општа корист су врло ријетка појава у виду мотива обављања бизниса, или инвестирања у њега. Тако исто и управа у кризним моментима прво размишља о начину спашавања банке, а не о заштити државе и грађана. Иако је, очито, намјера управе банака кроз емитовање обвезница била пребацивање губитака на инве-

11 Donald Johnston, *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD, 2004, стр. 32.

12 Chen Zhou, „Are Banks Too Big to Fail? Measuring Systemic Importance of Financial Institutions“, *International Journal of Central Banking*, Vol. 6/2010, стр. 205.

ститоре, то се није могло сматрати преварном радњом. Тачније, поступак се сматра моралним хазардом. Морални хазард је свака радња којом се повјериоцима сужава могућност наплате сопствених потраживања. Код банака је ово врло изражен проблем из разлога што је управа банке свјесна да се банкарски систем због нормалних токова привреде мора одржавати ликвидним, односно да држава мора санирати евентуалне губитке, првенствено кроз систем осигурања депозита.¹³ Банка послује на финансијском тржишту, гдје је редовна активност улагање у хартије од вриједности што некада узрокује добит, некада губитке. Непредвидљивост и промјењивост финансијских тржишта су једне од упечатљивих карактеристика, а управо оне у одређеним околностима деградирају примјену права, што је случај у овом примјеру. Када банка емитује ХОВ у нормалним околностима не дешава се ништа спектакуларно. Оне се пуштају у промет, њихова цијена је подложна промјенама као и ХОВ других емитената. Иако се логично могло закључити да ће ликвидност банака опадати, односно да се без помоћи државе не могу санирати астрономски губици, а тиме ни намирити имаоци емитованих обвезница, управа је сасвим легитимно имала право да емитује обвезнице, иако су били свјесни да ће имаоце обвезница увућу у проблем ненаплативости. Прво што нема чврстих гаранција да опадања цијена неће бити, друго што је опадање тржишних цијена као и њихов раст, нормална тржишна појава. Логично је да ће управа у кризи спашавати компанију која је „храни“. Поред овог важног психолошког момента треба узети у обзир и сљедеће-карактеристике тржишта им погодују остварењу те намјере, а да се истовремено скриву од преварних радњи. Морални хазард се огледао у томе што се услед трајне неликвидности знало да се потраживања из обвезница не могу намиривати. Бројне финансијске субвенције држава након кризе су потврдиле морално хазардерство. Без субвенција повјериоци не би били намирени, нити банке спашене. Али и овдје се види пропуст регулатора, који могу обуставити емисију, или продају ХОВ које могу изазвати тржишне поремећаје, а то није учињено. Регулатори се широм свијета сматрају парадигмом контроле банака и баријере моралном хазардерству.¹⁴ Морално хазардерство се ипак десило. Регулатори су се тек накнадно пробудили.

Одавно је уочено да у банкарству постоји већа нетранспарентност, односно асиметричност информација у односу на компаније реалног сектора. Природа пословања банака узрокује могућност веома брзог преузимања великих ризика, са врло лаком могућношћу маскирања ис-

13 Lucian A. Bebchuk, Holger Spamann, „Regulating Bankers Pay“, *Georgetown Law Journal*, Vol. 98, 2010, стр. 8 и 9.

14 L. A. Babchuk, H. Spamann, *нав. чланак*, стр. 32.

тих, због сложености пословних операција и сложености имовине.¹⁵ Испреплетаност узајамних трансакција са другим субјектима, посједовање различитих хартија од вриједности различитих емитената су препреке прозирности и контроли ризика. Ризици који погађају како кредитне дужнике, тако и емитенте чије се ХОВ посједују утичу на коначан збир у прорачуну ризика банке, која има на хиљаде оваквих односа. То је немогуће до краја пратити. Тачније, готово је могуће, али тај посао контролишу регулатори.

Принципи за повећање транспарентности имају јако велики значај за успостављање система корпоративног управљања. Базелски форум упућује на примјену стандарда Међународног савеза рачуновођа, Америчког рачуноводственог одбора, као и многих других институција широм свијета. Они се примјењују у неколико области:¹⁶ 1) у систему за вредновање ванбилансних ризика, без којих инвеститори не могу имати довољно потребних квалитетних информација о субјекту улагања; 2) систему процјене вриједности хартија од вриједности, такође значајног аспекта за инвестиционе прорачуне; 3) систему објелодањивања информација о хипотекарним хартијама од вриједности.

Иако постоји пренормираност у смислу обавеза поштовања одређених стандарда за процјену ризика унутар банака, треба се опет осврнути на чињеницу да развој рачуноводствених стандарда представља материју која се брзо мијења и развија и којој су иманентне прорачунске несавршености о чему постоје различити ставови научника. Стандарди унапрјеђују систем корпоративног управљања, али њихове несавршености су истовремено пријетња систему доброг корпоративног управљања у банкарском систему. Не мора се дубље улазити у поље науке рачуноводства и ревизије да би се исто доказало. Довољно је погледати примјере из праксе „*Enron, World Com*“ и других, који су имали у милионима долара мјерен негативан нето капитал, а „поштујући“ рачуноводствене стандарде у објелодањивању финансијских извјештаја су биљежили позитиван „раст“ нето капитала. Нажалост, у оваквим случајевима примјена правне норме се примјењује у зависности од економских (рачуноводствених) стандарда, који замагљују дејство норме, или онемогућавају њену примјену. Нпр., ситуација у којој је руководство компаније свијесно мана одређених рачуноводствених стандарда, па то користи како би у већем износу изразило вриједност акција компаније у финансијским извјештајима, како би привукли инвеститоре, или боље речено заварали. Како доказати лошу намјеру управе, утврдити њихову кривичну одговорност због лажног приказивања стварног финансијског

15 M. Becht, P. Bolton, A. Röell, *нав. чланак*, стр. 445.

16 Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7.4.2008, стр. 9–11.

стања, ако су они сасвим испоштовали важеће рачуноводствене стандарде? Нажалост, али право је немоћно ако критеријум доказивања одређене чињенице лежи у чињеници коју детерминише несавршеност друге науке. И регулатори и наука су познавали чињенице непрозирности банака, чињенице да се сви ризици из банкарског пословања утврђују рачуноводственим стандардима, чињенице о надувавању балона и посљедицама могућег пада ликвидности на свјетском тржишту са свим лошим посљедицама које носи, али то није било довољно да се спрјече лоше посљедице у виду финансијских промашаја, који су изазвали финансијску кризу.

Неликвидност повећава посредно или непосредно све банкарске ризике, али се није учинило ништа да се исти ограниче. Ако се зна шта је слаба тачка у корпоративном управљању, онда држава путем регулатора мора да води повећану бригу, како би се избјеге негативне посљедице. Различитим економским инжењерингом се цијена било које робе на тржишту може вјештачки смањивати или повећавати. Остају отворена врата злоупотребама, јер се на овај начин може вјештачки постићи раст, или пад било ког стварног средства обезбјеђења кредита, или посједоване ХОВ и изазвати финансијска криза. Управо се то десило. Надуван је балон цијена некретнина на тржишту САД од 1999. године, а пуцање балона је узроковало нагли пад цијена истих, настали су велики кредитни ризици, долази до неликвидности банака на тржишту САД, која по закону спојених посуда изазива пад ликвидности на свјетском тржишту.¹⁷ Банке све више обезбјеђују кредите системом осигурања. Али и кроз ове системе може бити изазвана криза. Теоретски, ако би сваки кредит био осигуран од ризика немогућности враћања, а деси се велика неликвидност на тржишту, па се велики број кредита не може враћати, опет ће неликвидност захватити или банке, или осигураваче, или и једне и друге, па прелити у реални сектор. Питање је само кога ће најприје захватити – финансијске посреднике, или државу у случају да сама осигурава ризике. Дакле, криза се опет може превалити на државу, која би морала спашавати финансијски систем путем субвенција и кроз осигурање депозита.

IV Улога регулатора – централног банкарства

Остаје још да се погледа улога централног банкарства у свему томе. Систем централног банкарства у улози супервизора са строгим за-

17 Срђан Кондић, „Перспективе и ограничења актуелне регулаторне реформе банкарског система Европске Уније“, у: Драган Микеревић (уредник), *Значај рачуноводства, ревизије и финансија у процесу њевладавања економске кризе*, Бања Лука, 2012, стр. 432 и 433.

конском регулативом није постојао у свим земљама у данашњем облику. Унутар једног броја земаља систем надзора над банкама није био строго формализован, или регулатори нису имали данашњи опсег овлаштења, али што не значи да надзора није било, као и одређених принципа по којима се он обављао. Енглеска регулатива на овом пољу је била заснована аналогно принципу уставности – не постоји закон, већ се примјењују принципи праксе политичких институција. Иако се од осамдесетих на овамо систем формализује и успостављају тијела за непосредни надзор банака, дешавања у банкарском сектору су условила наредне промјене. Преваре у банкарском сектору које су завршавале кривичним тужбама и пресудама, као и стечајни поступци најугледнијих банака условили су стављање супервизије банака у руке Енглеске банке, тако да је и ова област формализована.¹⁸

Особен је био и њемачки систем. Иако је након другог свјетског рата банкарски систем Њемачке карактерисао потпуни либерализам, крајем седамдесетих година двадесетог вијека долазе приједлози за успостављање система осигурања депозита, ради спрјечавање евентуалних негативних посљедица по стабилност банкарског сектора, тако да је већ 1969. године Савезна банка Њемачке почела да осигурава појединачне улоге до десет хиљада марака по особи, али је након банкарских превара систем морао бити измијењен у смјеру да се Савезном заводу за надзор кредитних ризика дају овлаштења за контролу кредитних ризика банака.¹⁹

Узимајући у обзир случајеве Енглеске и Њемачке који су били особени по извјесној дози либерализма и мањим ограничењима регулатора, може се закључити више чињеница. Оба система су морала у том погледу превазићи постојеће стање и прећи на већи степен контроле финансијских посредника. Регулатори су морали бити централизовани, са правилима која важе за све кредитне институције. И дефинитивно, без обзира на културу народа и владавину права у држави, лош правни оквир оставља простора за злоупотребе. У оба случаја су се преваре десиле и изазвале негативне посљедице по повјерице и државе, али и позитивне законске промјене. Данас је статус регулатора неоспоран – државна регулаторна тијела врше ограничавање и надзор над ризицима банкарског пословања.²⁰ Морала су државна тијела предвидјети пуцање балона, како би регулатори на вријеме ограничили ризике, али се то није десило. Ако неки тврде да је лош систем

18 Andreas Busch „National Filters: Europeanisation, Institutions, and Discourse in the Case of Banking Regulation“, *West European Politics*, Vol. 27/2004, стр. 9–11.

19 A. Busch, *нав. чланак*, стр. 12.

20 F. Tung, X. Wang, *нав. чланак*, стр. 2.

унутрашње контроле ризика узрок кризе, шта су онда радили регулатори? Да ли су пропустили да врше надзор? Постоје научни ставови да сложеност финансијских институција у комбинацији са асиметричношћу информација у финансијском сектору доводи до тога да регулатори не могу вршити контролу ризика финансијских институција.²¹ Сматра се да ово питање не може бити сведено на терен политичке одговорности и несавршености постојећег система. Фактичке чињенице демантују „везаност руку регулатора“, јер су исти након кризе построжили правила излагања ризику и претрпјели извјесне реформе, систем сада боље функционише, што свједочи одређене пропусте на њиховој страни. Па и да не могу вршити процјену излагања ризику, могли су кредитни ризик више ограничити.

Можда је било пропуста и на страни регулатора, али то није главни узрок кризе. Ако регулатори као једну од основних дјелатности врше ограничавање и контролу ризика, како су они могли предвидјети оваква кретања без релевантних информација државних тијела. Кључ проблема у САД је био у томе што су државне институције за осигурање кредита давале осигурање за све и свашта и покриле огромне ризике, а кад су ризици наступили, тада није било могуће покрити милијардерске губитке, док су рејтинг агенције давале високе позиције ускоро пропалим банкама. Не пребацујући лопту ни на једну, ни на другу страну закључује се да се ради о државним тијелима. За стабилност и одрживост финансијских институција је најодговорнија држава. Дobar рад државних тијела која прате тржишна кретања и достављају благовремене информације регулаторима, који ће ефикасно обављати своје улоге јесте кључ успјеха. У супротном ће намјерни и ненамјерни поремећаји тржишта изазивати валове смрти широм свијета. Чињеница је да у Европи постоје случајеви лошег управљања, али није оно изазвало кризу. Криза ликвидности је прешла из Америке у Европу, а регулатори нису на вријеме ограничили ризике, за шта су надлежна државна тијела требала дати сигнал, те су допустили рад по дотадашњем систему управљања, чије су грешке дјелимично продубиле кризу.

Очекивана активнија улога регулатора се подразумијевала из још једног разлога. Одавно је у погледу банкарског корпоративног управљања уочена чињеница постојања веће улоге регулатора и веће непрозирности у смислу тежег контролисања управе и веће асиметричности информација, као посљедице пословања на тржишту капитала.²² Финансијске инвестиционе операције не само да су сложене за разумијевање, него су веома бројне. Ако финансијска институција

21 Martin Wolf, „Why and how should we regulate pay in the financial sector“, in: Richard Layard (editor), *The Future of Finance*, London, 2010, стр. 237.

22 Deltev Hummel, *нав. дело*, стр. 182.

посједује хартије од вриједности многобројних финансијских институција, ризици ликвидности сваке од њих утиче на прорачун ризика ликвидности компаније улагача. Тешко да то могу разумјети просјечни акционари. Повећану улогу регулатора се очекивала због непрозирности, како би регулатори надомјестили овај недостатак сталном контролом пословања и ризика. Друго и најважније, због значајних интеракција доброг рада банака за економије, са једне стране, са друге стране због крупних неповољних ефеката на привреду које продукује лоше управљање финансијским институцијама, утолико више финансијске преваре. Сматра се да је у крајњем за финансијску кризу одговорна држава, било да се пропусти стављају на терет финансијских регулатора, или да се указује на слабост идеологије тржишне економије.²³ У оба сегмента држава има главну улогу.

V Закључак

Одговарајући на наслов пођимо од сљедећег: „*Inter arma silent musae.*“ Музе су знале довољно чињеница да закључе шта се дешава али се њихов глас није могао далеко чути, јер су слабије од политике. Дакле, лекција из корпоративног управљања банкарским сектором је давно савладана, како у погледу система управљања, тако у погледу посљедица мањка ликвидности и пуцања балона. Државе које нису ушле у кризу су добро одиграле улогу, као што је Њемачка. Постоје релевантне анализе које показују да су њемачки регулатори обезбиједили најмање излагање ризику на финансијским тржиштима, у односу на најразвијеније државе свијета. Да није било таквих ограничења Њемачка би у том периоду биљежила још већи раст, али би у финансијској кризи биљежила вртоглав пад.

Америка, покретач окидача, на смрт избоден лав у ратовима са исламским земљама, једва стојећи, искористи оно мало чврстог тла што му се нађе под ногама. Не могу европске државе засебно штампати новац, па покрити буџетске дефиците, али то може Америка. Девалвацијом долара путем непокривених емисија за 30%–40%, или чак још већих износа, узима се исти износ из џепа грађана и привредних субјеката САД, те санирају буџетски губици. Не само то, него се амерички дугови (Америка је највећи свјетски дужник, са значајним учешћем унутрашњег дуга) реално смањују за исти износ. Недостатак ликвидности тржишта Америке се осјетила у другим европским државама, чија економска снага слаби, те долази до уравниловке Америке и

23 Kevin Davis, *Regulatory Reform Post the Global Financial Crisis: An Overview*, Melbourne, 2011, стр. 4, 5 и 10.

Европе. Криза ће увијек моћи бити изазвана на исти начин, ако то неки моћници буду жељели, али паметна политика треба да препозна њихове кораке и осујети их. Али то важи само за моћне државе. Код малих ће кризу увијек моћи изазвати неко други, споља. Савремени политиколози управо детерминишу свјетски финансијски систем као инструмент неоколонијализма, кроз стварање бројних финансијски зависних држава од других моћних држава и свјетских институција, примјењиван задњих неколико деценија. Друга поука, Америка није контролисала ризике, препустили су слободном тржишту да им регулише економију. На почетку огроман напредак, сада нагло слабљење – да нису велика војна сила одавно би економски пропали. Аналогно другој поуци – добро корпоративно управљање у банкарском сектору је везано за строгу контролу ризика од стране регулатора, који не могу добро функционисати без доброг праћења тржишних кретања државних агенција и строге процјене осигурања кредита од стране осигуравача. Не може се криза правдати несавршеностима тржишне идеологије, државе су биле свјесне њених недостатака, али су државна тијела начинила намјерне или ненамјерне пропусте који су довели до кризе. Криза је ишла сљедећим током: државно нечињење – нечињење регулатора – нечињење управе на смањивању ризика, тј. пласман финансија са великим преузимањем ризика, који се мултипликовао падом вриједности стварних средстава обезбјеђења – прељевање неликвидности на остале државе широм свијета, од којих у су све осјетиле кризу, а у многим је финансијска криза завладала. Економским инжињерингом ће се кроз банке увијек моћи активирати финансијска криза.

Mag. Damjan DANILOVIĆ

Senior Assistant at the Faculty of Economics, University of East Sarajevo

GLOBAL ECONOMIC CRISIS

**– AN UNLEARNED LESSON OF CORPORATE GOVERNANCE?
A BAD ROLE OF A STATE? A FACT THAT BANKS CAN
ALWAYS SERVE AS THE SOURCE OF CRISIS? –**

Summary

Global economic crisis was produced through the banking sector. In this paper we will point out the fact that in this case there are certain mistakes regarding state actions, first of all USA. The countries should have done something to prevent the crisis. It is always possible to cause the crisis through the banking sector as a direct consequence of certain rules in the field of financial market and economic engineering.

Key words: *governance, financial market, information asymmetry, regulators, tulipomania.*