

# КОРПОРАТИВНО УПРАВЉАЊЕ И СВЈЕТСКА ЕКОНОМСКА КРИЗА

## CORPORATE MANAGEMENT AND GLOBAL ECONOMIC CRISIS

Драган Микеревић\*

### Резиме

Квалитет корпоративног управљања један је од битних фактора развоја пословних система па и националне економије. И поред напора који су чињени на плану побољшања квалитета корпоративног управљања у САД, Великој Британији и другим земљама, десили су се бројни скандали који су довели до банкрота великих компанија.

Иако су ови скандали (Енрон и други) били с почетка овог миленијума, догађаји након тога, а посебно настанак глобалне економске кризе, говоре о суштинским проблемима управљања у економијама које су се и највише бавиле питањима унапређења корпоративног управљања.

**Кључне ријечи:** корпоративно управљање, кодекс понашања, агенцијска теорија, сукоб интереса, глобална економска криза.

### Summary

The quality of corporate management is an important factor of business systems development and the national economy as well. Despite the efforts having been made to improve the quality of corporate management in the

---

\* Др Драган Микеревић, редовни професор, Економски факултет Универзитета у Бањој Луци

United States, Great Britain and other countries, the scandals took place which finally led to the bankruptcy of big companies.

Although these scandals (Enron Corporation and others) happened at the beginning of the third millennium, the events that took place after that, especially the onset of the global economic crisis, are the indicators of essential problems in management in the economies which mostly dealt with the issues of corporate management improvement.

**Key words:** corporate management, code of behavior, the agency theory, conflict of interests, global economic crisis.

## Увод

Зашто је корпоративно управљање (енгл. Corporate governance) постало свјетска, правна, економска па и политичка тема, треба, прије свега, тражити у сљедећим разлозима:

- таласу приватизације који је крајем 70-их и почетком 80-их година прошлог вијека захватио многе регионе свијета гдје се промјенама у организацији и одлучивању настојала промијенити економска збиља;
- процесу интеграција корпорација након 80-их година XX вијека, јер се код многих корпорација осјетила “успаваност” која је проузроковала бројна непријатељска преузимања;
- све већем значају институционалних инвеститора који су, у основи, промијенили начин и перцепцију управљања корпорацијама, јер како директори компанија имају обавезе према својим акционарима, тако и институционални инвеститори имају обавезе према својим члановима (власницима пензионих планова, инвеститорима узајамних фондова и др.) чији новац инвестирају;
- глобализацији свјетског финансијског тржишта, а посебно тржишта капитала;
- мноштву криза и скандала, као и глобалној економској кризи, који су идентификовали неке слабости корпоративног управљања.

Иако је корпоративно управљање с нама од када су компаније добиле досадашњу форму<sup>1</sup> у свим земљама у транзицији, па и у Републици Српској, овај феномен је препознат као један од кључних лимитирајућих фактора развоја предузећа и националне економије уопште. Питањима унапређења и спровођења принципа доброг корпоративног управљања у

<sup>1</sup> A. Cadbury: Corporate Governance and Chairmanship - A personal view, Oxford, 2002, pp. 2-3.

развијеним земљама старају се одговарајућа тијела формирана од скупштинске као највишег законодавног органа. Њихов задатак је да осмисле најбољу праксу корпоративног управљања. Таквих или пак сличних искустава на овим просторима нема, и зато ћемо користити искуства у Великој Британији која би могла бити од користи да се и ми овим питањима почнемо систематичније бавити на овим просторима. Када је ријеч о европским искуствима, овдје се, поред осталих, јављају и питања:

- нивоа нормативног регулисања при коме држава неријетко, у настојању да отклони недостатке тржишта, улази у замку пренорматизованости.
- како ова регулатива треба да буде уређена на нивоу Европске уније, а којим дијелом треба да буде регулисана на националном нивоу.

Ова и слична питања су данас од посебног значаја у Републици Српској, која ће, умјесто досадашњег Закона о предузећима, већ од 1. јула 2009. г. ће имати на снази закон о привредним друштвима. Чини се оправданим присјетити се неких скорашњих искустава који говоре да наша предузећа нису могла бити конкурентна предузећима из развијених земаља ни у ситуацији када су располагала најсавременијим технологијама и средствима за рад. И поред знатно нижих зарада запослених, битка за тржиште и ефикасно пословање губила се углавном због инфериорног корпоративног управљања, што је, опет, повезано са вјештином и способношћу доношења пословних одлука.

Сагласно намјени ове теме и довођења у везу корпоративног управљања и глобалне финансијско-економске кризе, оквир у који смјештамо даља разматрања је функционисање привредног друштва, односно предузећа у којем је ризик од банкрота довео до раздвајања менаџмента од власника капитала.

Потреба за темељитијим приступом овом питању је из разлога што се при рјешавању појединих ситуација у предузећу, прије или касније, манифестује у билансу успјеха, стања и билансу готовинских токова.

## 1. Генеза развоја корпоративног управљања

Још касних 80-их година XX вијека у традиционалном систему корпоративног управљања у Великој Британији идентификоване су многе слабости. Наиме, тадашњим прописима компанијом је управљао и за њих био одговоран одбор директора и ревизор именован од акционара којем је накнаду одређивао одбор директора. У таквим условима виши извршни директори имали су огромна овлашћења што је погодновало пракси да се у

неким случајевима промовишу њихови лични интереси, а не интереси акционара и других интересних група. Таква пракса довела је до низа скандала, попут колапса “Maxwell” империје и компаније “Polly Peck International” што је уздрмало повјерење менаџмента и квалитет екстерне ревизије.

То је био довољан разлог да се на почетку 90-их година прошлог вијека у Великој Британији озбиљније позабаве овим питањем. У том периоду успостављена су три одвојена комитета који су имали задатак да размотре проблем корпоративног управљања и о томе поднесу своје извјештаје:

- *Cadbury (Кедбури)* извјештај (1992) који је промовисао *кодекс најбоље праксе* фокусирајући се на контролне функције одбора директора и улогу ревизора;
- *Greenbury (Гринбури)* извјештај (1995) који се фокусирао на утврђивање и објелодањивање директорских накнада;
- *Hampel (Хемпел)* извјештај (1998), који је дао препоруке за даље промјене и доставио предложени кодекс лондонској берзи како би се компаније које котирају на берзи с њим могле ускладити.

*Лондонска берза* је јуна 1998. објавила и коначну верзију својих *принципа доброг управљања и кодекса понашања* познатих под именом Combined Code (Комбиновани кодекс). Комбиновани кодекс даје бројне основне принципе као и детаљне смјернице најбоље праксе за компаније које се односе на: *балансирање моћи у одбору, накнаде директорима, комуникације с акционарима, финансијско извјештавање и ревизију*. Иако добровољан, овај кодекс је прикључен **Правилима котирања** на берзама у Великој Британији што је приморало британске компаније које котирају на берзама да се с њим ускладе приликом израде и достављања својих финансијских извјештаја. Свако одступање од препоручене **најбоље праксе** требало је да буде наведено и објашњено.

Turnbull Report (Турнбул извјештај) је услиједио одмах након објављивања комбинованог кодекса (1999) гдје је комисија имала задатак да објави смјернице за компаније које котирају на берзи за имплементацију принципа кодекса који се односи на интерне контроле и управљање ризицима. Без обзира на то што коријени корпорација односно акционарских друштава досежу још до средњег вијека, овај појам, па и с њим повезан појам корпоративног управљања, још увијек није довољно јасан.

У стручној литератури често се наводи дефиниција корпоративног управљања дата у Извјештају Кедбуријевог комитета (1992), која гласи: “Корпоративно управљање је систем којим се компанија усмјерава и

контролише. Структура корпоративног управљања одређује расподјелу права и обавеза између различитих субјеката унутар предузећа, као што су чланови управе, акционари и друга лица која су интересно повезана са предузећем и дефинише правила и процедуре за доношење пословних одлука.”<sup>2</sup>

Иако је основна структура корпоративног управљања у Сједињеним Америчким Државама и Великој Британији готово иста с јединственим одбором директора и ревизорском кућом чији избор врше акционари, постоје и разлике јер се систем корпоративног управљања у Великој Британији више заснива на саморегулисању, тј. на добровољном кодексу понашања, што је у основи и карактеристика регулативе и других чланица Европске уније гдје је развијена пракса алтернативне регулативе (саморегулативе).<sup>3</sup> У Америци су, рецимо, многи прописи строжи него у Великој Британији. На примјер:

- Комисија за издавање и трговину хартија од вриједности (SEC) (која нема еквивалентног партнера у Великој Британији) захтијева од америчких компанија које котирају на берзи да достављају кварталне извјештаје о својим пословним активностима.
- Од свих америчких компанија које котирају на берзи захтијева се да имају одборе за ревизију у цијелости састављене од независних директора.
- Финансијски рачуноводствени стандарди које је поставио Одбор за финансијске рачуноводствене стандарде често су строжи од еквивалентних рачуноводствених стандарда Велике Британије.

Након бројних скандала у вези са корпоративним управљањем, попут онога који се догодио у “Enron”-у уведени су нови строжи прописи за корпоративно управљање, и то актом Sarbanes Oxley о реформи рачуноводства из 2002. године, који укључује:

- Све компаније чије акције котирају на берзи у САД-у морају доставити потписан сертификат Комисији за издавање и трговину хартија од вриједности (SEC) којим се потврђује тачност њихових финансијских извјештаја.
- Уколико су финансијски извјештаји компаније мијењани због материјалне неусаглашености с рачуноводственим прописима и стандардима, извршни и финансијски директор морају одустати од претходних бонуса додијељених у протеклих 12 мјесеци.

<sup>2</sup> Cheffins, *Company Law – Theory, Structure and Operation*, Oxford, 2004, pp. 264-307. i 364-420.

<sup>3</sup> Cheffins, *Company Law – Theory, Structure and Operation*, Oxford, 2004, pp. 264-307. i 364-420.

- Стављена су ограничења на врсту осталих услуга коју за компанију може вршити њена ревизорска кућа.
- Виши ревизор који ради на ревизији клијента мора се мијењати најмање сваких пет година (тј. ротација ревизора партнера је обавезна).
- Оформљен је независни петочлани Одбор за надзор јавне компаније, и одговоран је за примјену професионалних стандарда у рачуноводству и ревизији.
- Прописи о објелодањивању ванбилансних трансакција су поопштрени.
- Директорима је забрањено да тргују акцијама своје компаније у “осетљивим временима”.

Ове и друге реформе у области корпоративног управљања имају за циљ што боље вођење компанија како би се обезбиједила њихова ефикасност и конкурентност на тржишту. Најкраће, проблем корпоративног управљања своди се на проблем успостављања односа између различитих интересних група у корпорацији. На структуру корпоративног управљања у појединим земљама утичу различити фактори, али у основи преовладавају два базична модела: англосаксонски и континентални (европски) који настоје да разлике у њима сведу на минимум.

Овдје треба споменути и дефиницију OECD-ових Принципа корпоративног управљања (2004), која наглашава да *“корпоративно управљање обухвата скуп односа између управе компаније, њиховог управног одбора, њених акционара и других заинтересованих лица”*.

На основу претходног основано је претпоставити да се проблемима корпоративног управљања почело бавити након таласа приватизације у земљама тржишне привреде (крајем 70-их и почетком 80-их година XX вијека) прво у Великој Британији, а затим и у другим земљама, нарочито након распада Совјетског Савеза, којим је приватизација попримила карактер глобалног феномена у свијету.

Код нас проблем корпоративног управљања долази до изражаја након приватизације крајем 80-их и почетком 90-их година, а нарочито актуелизовањем нашег приступа Европској унији. Професор Лојпур<sup>4</sup> *“у најширем смислу корпоративно управљање може схватити као систем помоћу ког власници предузећа (акционари или имаоци удјела контролишу менаџмент, како би тиме осигурали ефикасно пословање тог предузећа и осигурали максимализацију богатства његових чланова... те у том*

<sup>4</sup> А. Лојпур: Корпорацијско управљање у теорији и пракси приватизације, Економски факултет, Подгорица, 2004, стр. 114.

*смислу оно означава и руковођење, моћ, дужност и утицај, одговорност и надзор.”*

Из претходне дефиниције основано је менаџера замислити као агента власника капитала. Власник капитала очекује да ће менаџери радити у њиховом најбољем интересу. Да би они заиста и остварили своју функцију и испунили очекивања власника капитала, неопходно је да буду мотивисани, што се регулише уговором двију страна.

## **2. Разграничење корпоративне моћи - услов ефикасности и ефективности**

Случај “Enron” био је врх леденог бријега који је означио слом постојећег система контроле управе и краха “троугла” *спољни ревизор – акционари – управа* на коме је овај систем почивао. Као кула од карата срушила се и институција спољњег ревизора која се показала недовољном за рјешавање тог агенцијског проблема (управљања туђим капиталом у туђе име и за туђи рачун – рачун акционара). Иако се проблемима корпоративног управљања бавимо тек од 90-их година прошлог вијека, теорије које су допринијеле његовом унапређењу настале су много раније и долазе из различитих области: економије, економије фирме, рачуноводства, финансија, права, менаџмента и организационог понашања<sup>5</sup>. Не наводећи све ове теорије чини нам се важним истаћи слjedeће три;

- **агенцијска теорија**, настоји идентификовати агенцијски однос као уговор у коме једна страна (принципал) делегира одређени посао другој страни (агенту), при чему је принципал власник, а агент директор;
- **теорија трансакционих трошкова**, сматра да се интереси власника и менаџера могу ускладити избором адекватне управљачке структуре,
- **стејкхолдерска теорија**, радије у разматрање узима различите интересне групе, а не да се само фокусира на власнике.

С обзиром на њен темељни концепт, чини се да је агенцијска теорија дала највећи допринос развоју корпоративног управљања. Овдје треба нагласити да, у основи, постоје три агенцијска проблема<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> А. Лојпур: *op.cit.* стр. 43.

<sup>6</sup> М. Васиљевић: *Корпоративно управљање – правни аспекти*, Правни факултет, Београд, 2007, стр. 20-30.

**Први** подразумејева *сукоб интереса акционара и управе* – који је прије посљедица дисперзираног акционарства и немоћи акционара да утичу на управу него раздвајања управљања од власништва. Присутност и јачање институционалних инвеститора у увелико утиче на овај проблем.

**Други** указује на сукоб интереса *већинског акционара и мањинских акционара*, који се у основи рјешава унапређењем права мањинских акционара што је практично дежурна тема реформе компанијског права у развијеним земљама и земљама у транзицији.

**Трећи** проблем везан је за питање *моноинтересног (интереса акционара) или мултиинтересног концепта* компаније (корпорације) са више различитих носилаца интереса (ризика), гдје први наглашава амерички, а други континентални концепт корпоративног управљања коме је у овом погледу склоно и енглеско компанијско право.

Пошто савремено предузеће карактерише децентрализација одлучивања и одговорности, ова теорија се бави превасходно овим првим агенцијским проблемом. Наиме, власник капитала (принципал) носилац је интереса на уложеном капиталу у предузеће и он одређени посао повјерава менаџеру. Менаџер је, дакле, агент власника који прихвата да обави уговорени посао за принципала, за што уговара одређену накнаду. Карактеристично за овај однос је да се њихови интереси неријетко сукобљавају те менаџмент често дјелује у властитом интересу умјесто у интересу власника капитала. Ови и слични проблеми у предузећу траже потпуно нову праксу дјеловања предузећа. Одговарајући концепт корпоративног управљања све више се истиче као *претпоставка ефикасности и ефективности* пословања предузећа. При томе су проблеми и дилеме корпоративног управљања веома бројни и они углавном полазе од:

- *заштите малих акционара*, гдје постоје дилеме, од оних који нагласак дају заштити малих акционара путем ограничавања улоге великих, док други дају предност снажнијој контроли менаџмента великих акционара;
- *стицања и одржавања добре репутације менаџмента* у условима када овај ради у корист власника капитала, а не у сопственом интересу. Проблем се јавља када менаџмент процијени да му је исплативије да ради у сопственом интересу него да стиче репутацију. Међутим, у предузећима са већинским власништвом (банке или други акционари) слаб менаџмент раније упадне у проблеме него у предузећима са дисперзираним власништвом, па бива и брже смијењен;
- *награђивања менаџмента*, за што је неопходно изградити одговарајући мотивациони механизам. Проблем је у томе што се



менаџери међусобно разликују, па када један систем одговара једнима, неподесан је другима. Најзад, постоји и ризик да менаџери манипулишу у циљу обезбјеђивања високих (неоправданих) награда (компензација) за свој рад;<sup>7</sup>

- *конституисања управног одбора*, гдје је у циљу побољшања њиховог функционисања у многим законодавствима прописано да извјестан број чланова морају бити независни, тј. они који нису запослени у предузећу. Проблеми који се јављају су у чињеници да ови чланови имају знатно мање информација о пословању предузећа него ови други, а иако немају финансијског интереса, нису посебно заинтересовани за њихове резултате. С друге стране, чини се оправданим у условима када постоје већински власници, преиспитати уопште постојање независних чланова у управљачким структурама;
- *брзог укрупњавања власништва код предузећа која имају слаб менаџмент*, што позитивно утиче на корпоративно управљање јер узрокује смјену лошег и довођење бољег менаџмента. Чак и условима постојања латентне пријетње непријатељског преузимања наводи менаџере на бољи рад како им то не би донијело отказ и нарушавање постојеће репутације;
- *покушаја појединих акционара да путем пуномоћја окупе око себе ситне акционаре* како би постали значајан фактор одлучивања него што би били само на основу сопствених акција. При томе је могуће да се због неповјерења ситних акционара према непознатим “сакупљачима” наиђе на зид гдје обично никоме не повјеравају свој глас или га пак дају менаџменту. Ова и слична питања предмет су Закона о привредним друштвима.

Поред поменутих проблема Shleifer и Vishny указују на серију налаза о квалитету корпоративне контроле и заштити права власника акција. При том они умјесто агенцијског проблема на релацији принципал – агент доказују да је сукоб интереса лоциран и на релацији између екстерних и интерних власника (инсајдера). Они тврде да су интерни власници неријетко у коалицији са менаџментом и настоје имати доминантну позицију.

Основни циљ корпоративног управљања је, у ствари, промовисање поштења, транспарентности и одговорности. Да би се ови циљеви и остварили неопходно је обезбиједити уједињен приступ корпоративном управљању, корпоративном извјештавању и ревизији. Овако структуриран систем има више изгледа да постане ефикасан од оних који

<sup>7</sup> A. Berle And G. Means – The Modern Corporation and Private Property, 1932.

то не успијевају. Савјет за финансијско извјештавање Уједињеног Краљевства представља примјер интегрисаног регулаторног тијела који у суштини има задатак да промовише висок квалитет: корпоративног управљања, корпоративног извјештавања, ревизије, интегритета, компетентности и транспарентности рачуноводствене професије.

Иако Принципи корпоративног управљања нису почетак приче о корпоративном управљању, треба их схватити, прије свега, као још једно упозорење на потребу даље хармонизације минимума принципа управљања компанијама. То првенствено стога што су негативне посљедице лошег управљања компанијама далекосежне на финансијска тржишта и на националну економију.

### 3. Корпоративно управљање и повјерење инвеститора

Да би се унаприједило корпоративно управљање у појединим националним економијама, неопходно је: усвојити стандарде, едуковати кадар, примијенити најбољу праксу управљања од правних лица, обезбиједити ревизију и спровођење међународних рачуноводствених стандарда, извршити едукацију корисника корпоративних извјештаја и на основу финансијских извјештаја<sup>8</sup> донијети одлуке њихових корисника. Од каузалне повезаности *финансијског извјештавања, ревизије, корпоративног управљања и стручности кадра* заправо зависи и квалитет корпоративног управљања. Они који препознају каузалност имају више изгледа да буду ефикаснији у односу на оне који то не препознају. Због тога национална регулаторна тијела треба да у том смислу теже ка висококвалитетном финансијском извјештавању, веома коректној ревизији, висококвалитетном корпоративном управљању и, најзад, поштењу, компетентности и транспарентности рачуноводствене и ревизорске професије.

Након испуњења ових критеријума могуће је очекивати да се остваре претпоставке за:

- смањење манипулације финансијским извјештајима,
- повећање повјерења инвеститора у квалитет финансијских извјештаја,
- смањење ризика, а тиме и цијене капитала,
- јачање финансијских тржишта,

---

<sup>8</sup> Boyle P, Међународно усклађивање рачуноводствених и ревизорских стандарда и прописа (превод с енглеског), “The Road to Europe: Program of the Accounting Reform and Institutional Strengthening”, (REPARIS), стр. 2, Беч, 2006.

- квалитетно финансијско извјештавање као фактор одвраћања од скандала и проневјера<sup>9</sup>.

Из претходног је основано претпоставити да квалитетан систем корпоративног финансијског извјештавања не треба посматрати као циљ за себе. Он је много више од тога и значајан стуб тржишне економије јер на бази поузданих информација спречава настанак високих економских и социјалних трошкова. Поред тога квалитетно финансијско извјештавање је и значајан фактор одвраћања од економских скандала и превара што у основи јача и финансијски систем националне економије.

Међутим, однос између квалитета корпоративног управљања и нивоа заштите власничких права није једноставан проблем јер постоји међуусловљеност на релацији:

*квалитет корпоративног управљања – ниво заштите права власника акција – ефикасност финансијског тржишта.*

Наиме, један од глобалних разлога зашто је корпоративно управљање постало дежурна тема реформе компанијских закона како развијених тако и земаља у развоју и транзиционих земаља јесте **развој финансијског тржишта и његова глобализација.**

Ако се овоме дода и чињеница да су компаније све више оријентисане на међународно тржиште, постоји објективна потреба за унапређењем заштите интереса и права акционара. Ти интереси и права бивају све угроженија у дисперзираном власништву - те се с правом поставља питање како те интересе и права заштитити. Наравно, иако је ријеч о вишедимензионалном проблему, најмањи заједнички саржилац тих механизма је контрола менаџмента. Овај механизам контроле мора својим благовременим сигналним дејствима бити у функцији остваривања циљева власника капитала. Један од начина постизања ових циљева је и унапређење мониторинга од скупштине акционара а и других института контроле: надзорног одбора, независних директора, одбора за ревизију, независних ревизора, интерних ревизора, и других експерата.

У нашим условима унапређење корпоративног управљања требало би да буде подстицај за исказивање потребе да наша предузећа побољшају приступ домаћим и страним финансијским ресурсима. Наша предузећа која путем европских интеграција претендују да наступе на свјетским финансијским тржиштима морају бити добро вођена и треба да послују на начин који је уобичајен и препознатљив потенцијалним инвеститорима. Међутим, квалитетно корпоративно управљање је везано не само за странце већ и за проширење домаћег тржишта капитала и за привлачење домаћих инвеститора за што је потребан одговарајући амбијент

<sup>9</sup> The Road to Europe: Ibidem, стр. 3.

пословања. Неке од карактеристика постојећег пословног амбијента могу се сагледати у наредној упоредној табели<sup>10</sup>.

Земља	Лакоћа пословања	Покретање посла	Дозволе и одобрења	Запошљавање и отпуштање	Регистрација имовине	Доступност кредита	Заштита инвеститора	Плаћање шпреза	Прекогранична трговина	Примјена уговора	Затварање посла
Естонија	16	43	9	111	29	48	27	18	14	19	42
Мађарска	52	72	119	85	96	24	84	98	38	31	50
Бугарска	62	80	118	90	62	46	54	78	45	79	56
Словенија	63	78	48	133	88	57	46	77	63	85	69
Румунија	78	8	86	149	114	74	44	116	72	65	102
БЈР Македонија	81	114	64	123	73	53	30	58	96	111	109
БиХ	87	123	141	95	132	9	77	46	122	72	58
СЦГ	92	35	130	61	103	99	45	74	123	110	90
Албанија	117	108	131	127	66	41	136	132	100	113	73
Хрватска	118	103	148	109	99	131	135	85	109	43	66

Наиме, подаци претходне табеле говоре да стање пословног амбијента у Босни и Херцеговини и Србији није задовољавајуће. Посматрајући стање у око 150 земаља према различитим критеријумима у заглављу ове табеле, може се констатовати да је Србија заједно са Црном Гором по:

- лакоћи пословања, на 92, а Босна и Херцеговина на 87. мјесту,
- покретању послова, на 35, а Босна и Херцеговина на 123. мјесту,
- питању добијања разних дозвола, на чак 130, а Босна и Херцеговина на 141. мјесту,
- условима запошљавања, на 61, а Босна и Херцеговина на 95. мјесту,
- регистрацији имовине, на 103, а Босна и Херцеговина на 132. мјесту,
- доступност кредита, на 99, а Босна и Херцеговина на 9. мјесту,
- заштити инвеститора, на 45, а Босна и Херцеговина на 77. мјесту,
- плаћању пореза, на 74, а Босна и Херцеговина на 46. мјесту,
- прекограничној трговини, на 123, а Босна и Херцеговина на 122. мјесту,
- примјени и поштовању уговора, на 110, а Босна и Херцеговина на 72. мјесту,
- затварању посла, на 90, а Босна и Херцеговина на 58. мјесту.

<sup>10</sup> Dirk Reinerman, од дијагностике до реформе, Први симпозијум СРР РС – Корпоративно управљање, Бања Врућица, 2006, стр. 60.

На бази претходно сагледаних карактеристика које чине пословни амбијент појединих земаља основано је констатовати да за побољшање корпоративног управљања нису довољни само напори који се чине унутар предузећа. Наиме, побољшању корпоративног управљања допринос дају и спољна важећа правила, закони и институције, што заједно обезбјеђује конкурентни амбијент пословања гдје се путем разних механизма дисциплинују актери унутар предузећа и они на тржишту да се придржавају успостављених правила. То се обезбјеђује путем антимонополске регулације, правне заштите власничких права, рачуноводствене и ревизорске регулације, доборо уређеног финансијског система, стечајног законодавства и антикорупцијске политике.

#### 4. Рефлексија свјетске економске кризе на нашу економију

Чини се да се налазимо у ситуацији када је у Сједињеним Америчким Државама у многим сегментима на сцени одбацивање нечега што је у традицији више од стотину година и када се готово побија све што се мислило и знало о **управљању**.

Дубока и озбиљна криза у Америци брзо се пренијела и на друге континенте, па и Европу, која се већ хвата у коштац са овом болешћу. Инструменти који су на располагању за ублажавање глобалне економске кризе су, како на нивоу **сваке од земаља**, тако и Европске комисије, а за земље које су у монетарној унији, и у оквиру Европске централне банке (ЕЦБ). Сви они који нису у монетарној унији се сада прерачунавају, сагледавају плусеве и минусе и констатују како би прошли да су у тој заједници (Велика Британија). Међутим, у томе би најгоре могле проћи осам земаља Европске уније које још нису увеле евро, а међу њима посебно Мађарска и Летонија које уз то имају и висок дефицит текућег платног биланса. Оно што погоршава стање новопримљених чланица Европске уније које нису и еврозони је што одлуке кризног менаџмента еврозоне рецимо, у поправљању ликвидности банака фактички ставља у лошији положај банке у новим чланицама. Сличан ефекат по нове чланице Уније има и увођење гаранције улога у банкама. Због тога се чини да творци политика у еврозони не би требали олако прелазити преко ефеката својих мјера у земљама у окружењу. Предузете мјере нарочито погађају оне економије које су потпуно отворене (Чешка). Иако нове чланице Уније немају толико контанимирану активу банака као оне у Сједињеним Америчким Државама или Западној Европи ипак се по неким анализама показује да би оне могле лошије проћи од “старе” Европске уније због евентуалног пресељења слободних средстава средњоевропских банака ка мајчиним банкама у западној Европи. Зато не треба занемарити

результате студије престижног бриселског института “Бројгел” који већ тражи да Европска централна банка почне да за своје трансакције користи и владине облигације нових чланица које нису номиноване у еврима и које нису још у еврозони. Зато се готово сви слажу да ова криза захтијева већу наклоност и љубав према промјенама, па тако Европска централна банка у Фанкфурту би морала, земљама које још нису увеле евро, давати повремене монтерне свопове, односно “инјекције” ликвидности у еврима. Након овог остаје питање шта учинити са земљама западног Балкана које имају Споразум о асоцијацији и на снази Привремени споразум о трговини и трговинским питањима. Зато се готово сви слажу да ова криза захтијева већу наклоност и љубав према промјенама.

**Основано је питање да ли дубина глобалне економске кризе тражи веће размјере и ритам промјена код нас.**

Прије три деценије обиљежја британске привреде (70-их година XX вијека) увелико су личила на ово што 2008. године доживљава Америка и остали свијет. Заједничко у тим кризама је: **огромни трговински дефицит, нестабилна национална валута, пад реалних плата и суморно стање продуктивности рада.** Ако се томе дода да је у децембру 2008. отказе добило још 524.000 Американаца те тако у посљедња четири мјесеца достигло цифру од близу два милиона људи који су остали без посла упућује на закључак да се рецесија продубљује јер је стопа незапослености у децембру прошле године порасла на 7,2 посто што је највиши ниво од јануара 1993. На основу објективних података Министарства рада Сједињених Држава током 2008. отказе је добило 2,6 милиона људи што је највише од 1945. године када је без посла остало 2,75 милиона људи. Потражња за велик дио робе и услуга опада, те ове и сличне промјене у пословним активностима могу се назвати **пословним циклусима.**

Иако се пословни циклуси не појављују у неким унапријед одређеним интервалима, ипак су се у прошлости рецесија у Сједињеним америчким Државама појављивале једном у пет до десет година. На примјер, у многим земљама може се примијетити да током рецесије, односно када су смањене инвестиције, каматне стопе драматично опадају. Референтна стопа Европске централне банке је 2,5% у јануару 2009. године у очекивању да падне на ниво 1,5%. У супротном, током периода раста, када компаније улазе у велике инвестиције, каматне стопе расту. Треба примијетити изузетак овог правила у Сједињеним Државама, који се десио током 1987. године. Тада је стопа инфлације опадала, те је њен утицај на каматне стопе надвладао утицај повећања потражње за инвестиционим средствима. У таквим приликама, пошто се каматне стопе повећавају усљед повећања потражње, инвестиције се успоравају, при

чему свеукупне привредне активности опадају и привреда може запасти у рецесију. Да ли се ова рецесија може спријечити?

У Америци то представља задатак Федералних резерви. Док многи економисти прихватају пословне циклусе као неопходне и неизбјегне америчке Федералне резерве покушавају да маневришу привредом како би избјегле или бар умањиле озбиљност ситуације изазване успоравањем привредне активности. Повећањем понуде новца Федералне резерве настоје да снизе каматне стопе и мотивишу континуирану привредну експанзију. Нажалост, други фактори производње, као што су радна снага или сировине, најчешће повећавају цијену, што узрокује повећање инфлације. Када се инфлација повећава, Федералне резерве престају да повећавају понуду новца и допуштају привреди да се смири.

Нови предсједник Сједињених Држава Барак Обама као први задатак након ступања на чело државе себи је поставио - опоравак привреде помоћу интервенција названих **“Драстична акција”** у висини од 800 милијарди долара. Сам назив акције и висина ангажованих средстава говори о дубини кризе америчке привреде која је према многима најтежа рецесија од 1930. године. Полуге преко којих се настоји опоравити америчка привреда су: **велика владина улагања и пореске олакшице**. Када је ријеч о потезима на плану стимулирајућих мјера опоравка привреде, они се односе на: пореске олакшице до хиљаду долара по породици, пораст бенефиција и здравствених услуга за незапослене, удвостручење напора у алтернативне изворе енергије, као и државна помоћ онима који су задржали ниво продуктивности.

Настојећи да до 2011. године отвори три милиона нових радних мјеста путем започињања низа инфраструктурних пројеката, треба истаћи да се готово 40 посто мјера у Обамином пакету односи на корекцију пореских давања, посебно за оне америчке породице које зарађују мање од 200.000 долара годишње, као и на регулацију новчаних позајмица пословној заједници.

Европа је, како смо већ истакли, такође суочена с овим проблемом. **Њемачка** ће преузети нешто више од 25 посто удјела у другој по величини њемачкој банци Commerzbank у замјену за капитал у висини од десет милијарди евра из њемачког **стабилизирајућег фонда за банкарски сектор (SoFFin)**. Уз то Commerzbank је саопштила да ће додатних пет милијарди евра прикупити путем емитовања обвезница уз гаранцију државе како би се спремила за велика превирања у економском окружењу. На тај начин банка настоји да остане поуздан партнер својим клијентима и да може одговорити на повећане захтјеве својих клијената за капиталом. Њемачко министарство финансија се већ огласило у јавности да се овдје не ради о национализацији већ тихом учешћу које не садржи и

гласачка права која би влади дала право на управљање. Иако је ово саопштење утјешно, ипак саопштење њемачке владе да ће ова земља у овој години запасти у најдубљу послеријатну рецесију не звучи ни мало утјешно. Највећа европска економија која остварује трећину бруто друштвеног производа еврозоне предвиђа у 2009. години, пад бруто друштвеног производа од 2,25%, нових пола милиона Нијемаца који ће остати без посла што ће стопу незапослености повећати са 7,8 на 8,4% , пад инвестиција 11,9%, пад извоза 8,9% и увоза 5%. Како би амортизовала ефекте глобалне кризе њемачка влада планира улагања у изградњу инфраструктуре (путева, школа, болница пруга и сл.). Поред тога, као помоћ привреди планирају смањење пореза и доприноса и разне подстицаје потрошачима како би ојачали аутомобилски сектор, који већ раде скраћено и примају мање плате.

**Мађарска влада** представила је пакет вриједан 5,4 милијарде евра којим у двије наредне године (2009 и 2010) намјерава помоћи компанијама како би се лакше носиле са последицама глобалне кризе. Ова помоћ се односи на укупно 2300 малих и средњих извозничких компанија које ће добити директне субвенције до 192.000 евра, кредитне гаранције и повољне каматне стопе.

Истовремено, Џорџ Сарош је са још четворицом улагача иначе руководиоца високо ризичних и високо рентабилних " Хеџ" фондова који су зарадили милијарде долара улажући на берзама током кредитне кризе која погађа свијет, су се нашли пред непријатним испитивањем у Америчком конгресу. С друге стране, половином новембра 2008 године челници Г 20 групе (која окупља 20 најразвијенијих земаља свијета и велике земље у развоју) окупили су се у Вашингтону на разговоре о глобалној финансијској кризи. Наиме, састанак је одржан управо у вријеме када је крајем октобра Кина била највећи власник Америчких обвезница од 652,9 милијарди долара чиме је постала и највећи Амерички кредитор испред Јапана који је у исто вријеме посједовао 585,5 милијарди долара. Основано је питање шта би се десило са америчком привредом када би Кина и друге земље престале да усмјеравају (инвестирају) све веће своје девизне резерве. Међутим и код ових инвеститора се јавља скептицизам у скорашњи опоравак америчке привреде поготово када се све чешће јављају нови финансијски скандали. Њујоршки брокер Бернард Мејдоф је најсвјежији примјер који је оптужен да је преварио инвеститоре фонда који је контролисао за 50 милијарди долара. Основано је питање функционисања институција у САД – у прије свих Комисије за хартије од вриједности и берзанско пословање која није открила ове радње, док то нису открили његови најближи сарадници. Објава информације да три америчка гиганта General Motors, Ford и Chrysler ће у јануару 2009 године



затворити 59 фабрика само долива уље на ватру. Поред уласка Fiata са 35% у власништво Chrysleru очекује се и директна интервенција (финансијска инјекција) из Бијеле куће.

Осим што је за развој економије потребна ефикасност, глобална финансијска криза је показала да је и **стабилност финансијског система** од виталне важности. Ово вриједи у развијеним економијама гдје постоји висок степен зависности економије од функционисања финансијског система и у земљама у развоју и транзицијским економијама, које се ослањају на финансијски систем у процесу финансирања реструктурирања и убрзању економског развоја. При томе је основано утврдити да оправдано врсте нестабилности којима су подложни финансијски системи укључују:

- панику у банкарству,
- берзански крах,
- нестабилност цијена,

који су посљедица пропуста финансијских система. То значи да се влада треба ангажовати у уклањању ових недостатака како би финансијски систем осигурала од акутних или периодичних финансијских стресова (криза) који стварају неповјерење у национални финансијски систем, подстичу дезинтермедијацију, дестимулишу стране инвеститоре и успоравају продубљивање финансијског система. На тај начин финансијски систем непосредно утиче на смјер, динамику развоја и структуру националне економије. Данашњи финансијски системи развијених земаља имају сложенију структуру учесника, финансијских институција, новчаних облика, токова и техника него што је то случај с нашом земљом и уопште земљама западног Балкана, које су у процесу стабилизације и придруживања Европској унији. Да би одговорили свом задатку менаџмент предузећа и банака мора сагледати пословно окружење (привредни и финансијски систем) и из тог односа искористити шансе и смањити ризике предузећа.

Налазећи се у региону западног Балкана, наша земља као и све друге, треба да искористи политику проширења као један од најмоћнијих инструмената политике Европске уније.

Она (политика проширења) заправо је у функцији постизања стратешких интереса Европске уније у осигурању стабилности, сигурности и спречавању сукоба што су интереси и региона западног Балкана и сваке земље понаособ. Закључењем споразума о стабилизацији и придруживању између Европске уније и Босне и Херцеговине акценат ће се ставити на питањима:

- изградње државе,

- доброг управљања,
- реформе јавне управе и правосуђа,
- владавине права и помирења,
- развоја цивилног друштва.

У складу с претходним, а у циљу искоришћавања шанси развијања и унапређивања односа са Унијом наша земља треба да учини даљи прогрес. У том смислу су нам неопходне:

**Приватизација.** Промјена власништва предузећа подразумијева да нови власници располажу капиталом и да предузеће које је предмет продаје има зарађивачку моћ и перспективу, а обје те претпоставке су проблематичне.

Национални доходак по становнику у свим земљама западног Балкана је био осјетно нижи од развијених земаља, а тај јаз с распадом претходне Југославије је и повећан. Из те чињенице, а и због глобалне финансијске кризе процес приватизације попримио је негативне импликације, односно ограничења:

- с ниским националним дохотком по становнику немогуће је значајније одложити његову потрошњу и акумулирати у капитал који би се инвестирао у куповину предузећа;
- с опадањем националног дохотка по становнику опада и домаћа тражња, што обара обим производње и зарађивачку моћ предузећа услед негативног дејства фиксних трошкова на финансијски резултат при смањењу обима производње (и пословања уопште).

Домаћа тражња је додатно смањена у земљама које су се распале на више држава (СФРЈ), као и због либералнијег увоза, а продор предузећа из земаља западног Балкана на свјетско тржиште отежан је из разлога што *конкурентност* њихових учинака на свјетском тржишту није на завидном нивоу.

Ако се, дакле, има у виду и политичка нестабилност у неким земљама западног Балкана, што повећава некомерцијалне ризике, није реално очекивати значајнији прилив ни страног капитала, па је стога реалније очекивати да ће процес приватизације, нарочито великих предузећа, потрајати. Додатни проблем је и надолazeћа економска криза.

**Одговорност за стање и успјех предузећа.** У развијеном свијету, по правилу, управљање великим па и средњим предузећима је одвојено од власника. Али управа предузећа на основу биланса подноси рачун власницима предузећа о стању и успеху предузећа, при чему независни ревизор гарантује да је биланс поштено и истинито сачињен. Опстанак управе предузећа зависи и од тога у којој мјери су власници задовољни

стањем и успјехом предузећа. У свим земљама западног Балкана па и у Босни и Херцеговини на овом плану постоје бројни проблеми, а нарочито код јавних предузећа. Она још увијек функционишу по принципу политичке подобности што у значајној мјери представља баријеру за раст и развој економије тих земаља.

**Мотивисаност менаџмента.** Без мотивације менаџмента у предузеће се не могу привући способни менаџери нити се може развити инвентивност, креативност и одлучност (храброст) менаџмента, а без тога нема ни опстанка, а камоли развоја и напретка предузећа. Тај мотивациони механизам, који је у развијеним земљама већ постигао савршенство, у земљама западног Балкана у доба социјализма није уопште постојао, а у прелазном периоду тек се долазило до његове спознаје и само у заиста ријетким приликама размишљало се о његовој имплементацији код нас.

**Правна регулатива.** Привредноправна регулатива у нашој земљи, а и у другим земљама западног Балкана, није изграђена примјерено тржишном амбијенту, а и када му је прилагођена, често је променљива, што не даје сигурност потенцијалним инвеститорима нити доносиоцима пословних одлука.

При томе нарочит ризик представља непредвидљивост судских пресуда, поред тога што је суд спор, а што једна модерна компанија себи не дозвољава и не жели на ова подручја улазити на дуги рок.

Наведени услови и ограничења детерминишу могућност корпоративног управљања предузећа у транзицији, којима је циљ опстати у процесу тих промјена, а потом наставити могући раст и развој. То, међутим, подразумеује стварање темељних услова који ће му то омогућити. Усвајајући да су опстанак, раст и развој предузећа у тржишном амбијенту а priori условљени *курентношћу учинака, повољним кредитним бонитетом и способним менаџментом*, разложно их је прихватити као полазне услове чијем остварењу предузеће у транзицији мора да тежи. То значи да предузеће у транзицији мора на дужи период тежити стварању и одржавању адекватног кредитног бонитета да би се финансијски одржало. При томе се паралелно мора ићи на курентност учинака како у производном тако и у цјеновном смислу. Све то истовремено мора обезбиједити и реализовати способан менаџмент. Разумије се, сам процес корпоративног па и финансијског управљања у свим својим елементима, по природи ствари изазваних процесом транзиције, подложен је битним промјенама, али и извјесним ограничењима. Специфичност многих ограничења финансијског управљања, која су условљена промјенама привредног система и предузећа као његових привредних субјеката усмјерених ка тржишном

привредном систему, тржишној економији, у нашој земљи односи се и на многе факторе:

*Неразвијеност финансијског тржишта.* Финансијско тржиште у нашој земљи у овом прелазном периоду објективно мора да буде неразвијено, јер недостаје предмет трговања (новац, капитал и девизе), а тај недостатак је проузрокован малом одложеном потрошњом усљед веома ниског дохотка по становнику, који је код већине једва довољан за одржавање егзистенције.

*Поремећени робни и финансијски токови.* Између наше и других земаља због рата на овим подручјима дошло је до смањења како набавног тако и продајног тржишта. То практично обара обим пословања а тиме и добитак, на једној, и онемогућује рационално управљање средствима, на другој страни.

*Недостатак финансијске свијести.* Овај недостатак је проузрокован увријеженим мишљењем да кредитни бонитет предузећа није услов за његов опстанак, раст и развој, па тако корпоративно и финансијско управљање нема третман у нашој земљи као што је то у развијеним земљама. Наиме, у развијеним земљама ниједна пословна одлука се у принципу не доноси ако није подржана од експерата за финансије, а код нас то мишљење деценијама није ни уважавано нити чак тражено. Дакле, контекст садржаја датих разматрања преферира и проблем рационалног и ефикасног управљања финансијама предузећа којима је у фокусу стварање и одржавање кредитног бонитета. Прихватањем ове полазне чињеничке поставке, без које предузеће не може опстати у тржишном амбијенту, логично се намеће у оштријој форми проблем финансијског управљања предузећем које је у транзицији. Другим ријечима, поставља се темељно питање *како управљати предузећем у транзицији да би са финансијске тачке гледишта преживјело тај прелазни период и стекло кредитни бонитет неопходан за улазак у тржишни амбијент и обезбиједило свој опстанак, раст и развој.*

Тражење одговора на ово хипотетичко питање подразумева ослањање на елементе који опредјељују суштину начина финансијског управљања примјереним тржишном амбијенту, али и начина њеног коришћења и прилагођавања специфичним условима управљања финансијама предузећа у условима глобалне финансијске и економске кризе. С настанком глобалне финансијске кризе треба повезати и питање примјене “Базела II”. Тај споразум је још 2001. предложио Базелски комитет за надзор банака, који се још увијек, највећим дијелом не примјењује. Сједињене Америчке Државе су његову примјену одгодиле до 1. јануара 2009. године. Финансијска криза чији је епицентар управо у Америци даје повода за очигледну дилему: **да ли је у питању коинциденција** или пак

**нешто друго** да се баш у 2008. години деси оно што се десило. Вријеме које је иза нас говори да се према овом споразуму није гледало нити односило са симпатијама. Чак и Европска унија је у 2006. години, усвајајући одговарајуће смјернице у вези са овим споразумом пренијела на земље чланице обавезу примјене од 1. јануара 2007. године, али према општем мишљењу прилично **“разводнила оштрину”** овог споразума. Сљедствено томе, централна циљна усмјереност нашег истраживања је у доказивању основне тезе да су стицање и одржавање кредитног бонитета темељни услов за опстанак, раст и развој предузећа.

Основано је претпоставити да ће глобална економска криза даље угрожавати опстанак наших предузећа на тржишту и успорити наше приближавање Европској унији због све тежег испуњења стандарда Европске уније.

Проузрокована глобална финансијска и економска криза оправдано под знак питања ставља међународну регулативу и препоруке: OECD-ове принципе, Директиве Европске уније, Базелског комитета за надзор банака, Одбора за међународне рачуноводствене стандарде и MSFI као и национална искуства појединих развијених земаља посебно оних који су непосредно погођене овом кризом.

## Закључак

Свјетска економска криза није настала одједном. Она је последица дуги низ година нарушавања основних принципа пословања што је имало за последицу низ скандала у великим свјетским корпорацијама и World Streetu. То су заправо и први симптоми обољења које се посредством глобализације релативно брзо раширило на цјелокупни организам (свјетску привреду). Епицентар је у Сједињеним Америчким Државама, земљи гдје се највише истраживало и радило на унапређењу корпоративног управљања и одакле су под плаштом “најбоље праксе” преносило у остатак свијета.

Како болест није спријечена, остаје да се болест почне лијечити. Стога, треба сагледати и критички размотрити мјере појединих влада на санирању очигледно присутне рецесије у светској економији. Основне карактеристике тих мјера састоје се у :

- помоћи посрнулим привредама, путем смањења пореза и доприноса и отварањем тзв. државних инвестиција у инфраструктури,
- национализација банака или блаже речено улажење државе у до тада неприкосневено приватно власништво банака , и
- повећање социјалних помоћи за најугроженије породице и појединце у заједници.

Шта ми радимо, видљиво је из економске политике и буџета Републике Српске која је донесена за 2009. годину. С тим у вези, чини се нарочито, након што је Међународни монетарни фонд најавио још суморније прогнозе за свјетску економију од оних од 2,25% раста<sup>11</sup>, разложним преиспитати неке од пројекција. При томе, у циљу креирања додатне тражње потребно је створити још повољнији амбијент за долазак инвеститора на ове просторе. У том циљу неопходно је:

- смањити неоправдано повећање оптерећења привреде у 2009. години,
- појачати социјална давања у циљу побољшања социјалне стабилности, и
- преиспитати развојне приоритета у оквиру развојних планова Инвестиционо развојне банке Републике Српске.

Предузимањем претходних мјера биле би створене претпоставке за неопходну социјалну стабилност, важну за долазак страних инвеститора, али и одлука домаћих инвеститора. Фискална стабилност и њено дугорочно одржање могло би се обезбиједити евентуалним успостављањем *stand by* аранжмана са Међународним монетарним фондом, чиме би се власти на свим нивоима у Босни и Херцеговини присиле на рационално трошење и заустављање популистичких мјера у економској политици, што би, такође, давало сигурност инвеститорима за улагања. То је посебно важно јер улазимо у немилосрдну борбу за инвеститоре.

## Литература

1. A. Berle And G. Means – The Modern Corporation and Private Property, 1932.
2. A. Cadbury: Corporate Governance and Chairmanship - A personal view, Oxford, 2002.
3. Boyle P, Међународно усклађивање рачуноводствених и ревизорских стандарда и прописа (превод с енглеског), “The Road to Europe: Program of the Accounting Reform and Institutional Strengthening”, (REPARIS), стр. 2, Беч, 2006.
4. Васиљевић Ц. Мирко, Корпоративно управљање - правни аспекти, Правни факултет, Београд, 2007.
5. Вуњак проф. др Ненад - Ковачевић проф. др Љубомир: Финансијско тржиште берзе и брокери, Пролетер, Бечеј, 2003.

<sup>11</sup> У условима раста светске економије испод 3% сматра се да је иста у рецесији.

6. Dirk Reinerman, Од дијагностике до реформе, Први симпозијум СРР РС – Корпоративно управљање, Бања Врућица, 2006, стр. 60.
7. Комисија за хартије од вриједности РС: Стандарди управљања акционарским друштвима, Бања Лука, 03/06.
8. Лојпур проф. др Анђелко: Корпорацијско управљање у теорији и пракси приватизације, Економски факултет, Подгорица, 2004.
9. Малешевић Ђоко - Вранковић Маринко: Пословна анализа, Економски факултет, Суботица, 2007.
10. Микеревић проф. др Драган: Стратешки финансијски менаџмент, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2005.
11. Микеревић проф. др Драган: Финансијски менаџмент, Економски факултет и Финрар, Бања Лука, 2005.
12. OECD, Principles of Corporate Governance, [www.oecd.org](http://www.oecd.org),
13. Report of the high Level Group of company Law Experts on modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Winter Report), Brisel, 2002.
14. Родић проф. др Јован: Пословне финансије с проценом вредности предузећа, Економика, Београд, 1991.
15. Troy A. Adair, Jr. PhD: Corporate Finance Demystified, McGraw - Hill, New York, 2006.
16. Cheffins, Company Law – Theory, Structure and Operation, Oxford, 2004.
17. Шкарић-Јовановић проф. др Ката: Рачуноводствена мјерила перформанси предузећа, VIII конгрес Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске, Бања Врућица, 2004, стр. 210.