

Miloš Grujić<sup>1</sup>  
Perica Rajčević<sup>2</sup>

## KOMPARATIVNA ANALIZA (NE)SPREMNOSTI LISTIRANIH AKCIONARSKIH DRUŠTAVA IZ REGIJE NA KRIZU

**Apstrakt:** Posljednju ekonomsku krizu je, prije svega, uzrokovao prekid tzv. „lanaca snabdijevanja” u cijelom svijetu uz dramatičan pad cijena sirove nafte na berzama. Kao rezultat preduzetih mjera da se popravi medicinski problem uzrokovan pandemijom virusa COVID-19 nastao je potencijalno veći - ekonomski. Posebnost ove ekonomske krize je činjenica da je nisu uzrokovali ekonomski faktori. Krizu koju je izazvao COVID-19 odlikuje činjenica da je kriza došla munjevitom brzinom i ostavila ogromne posljedice na globalnu ekonomiju. U radu su predstavljene najznačajnije posljedice pandemije po privredna društva i po privredu, kao i mjere i instrumenti odgovora na pandemiju. Prva reakcija predstavljala je snažnu državnu intervenciju. Ona se svuda ogledala u formiranju kanala za opskrbu i prezerviranja likvidnosti privrede, zatim od napora u očuvanju proizvodnje i na kraju od efikasnosti do prevazilaženja straha. Drugi potez, kao odgovor na prijeteću inflaciju i arbitrarno odlučivanje u ekonomiji, obuhvatio je razdvajanje mjera ekonomske i socijalne politike. Bez obzira na reakciju države, zanimljivo je istražiti spremnost privrednih društava da dočekaju iznenadne krize i da (od)reaguju na nju. Cilj ovog istraživanja jeste da se istraži i ispita nivo spremnosti prevazilaženja uz komparativnu analizu listiranih akcionarskih društava u Bosni i Hercegovini sa listiranim kompanijama iz regije. Komparativna analiza obuhvata poređenje internih reakcija kompanija iz oblasti upravljanja finansijama, ljudskim resursima, prodajom, proizvodnjom i pravnim pitanjima sredinom 2020. i krajem 2021. godine. Rezultati pokazuju da listirana akcionarska društva na berzama u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Sjevernoj Makedoniji, tj. na berzama sa manjom tržišnom kapitalizacijom, ulaze manje spremna na krizu i sporije se prilagođavaju krizi u odnosu na društva listirana na većim berzama.

Ključne riječi: COVID-19, finansijski menadžment, kriza, likvidnost, strateško upravljanje

## COMPARATIVE ANALYSIS OF (UN)READINESS OF LISTED JOINT-STOCK COMPANIES FROM THE REGION TO RESIST THE CRISIS

**Abstract:** The latest economic crisis was, above all, caused by the interruption of the so-called "Supply chains" all over the world with a dramatic drop in crude oil prices on the stock exchanges. As a result of the measures taken to remedy the medical problem caused by the COVID-19 pandemic, a potentially larger one has emerged - an economic one. A distinctive feature of this crisis is that it was not caused by economic factors. The economic crisis caused by COVID 19 is also characterized by the fact that it came with lightning speed and left immeasurable consequences on the entire economy. The paper lists the most severe effects the pandemic had on companies and the economy and measures and instruments for responding to the pandemic. The first reaction was a powerful state intervention. It was reflected everywhere in the formation of supply channels and the preservation of the economy liquidity, then in the efforts to preserve production and finally in power to overcome fear. The second measure in response to threatening inflation and arbitrary decision-making involved separating economic and social policy measures. Regardless of the state reaction, it is interesting to investigate the readiness of companies to face sudden crises and react to them. The research aims to examine the level of readiness to overcome the current and upcoming crisis with a comparative analysis of listed joint-stock companies in Bosnia and Herzegovina and companies from the region. The research compares the crisis response of listed joint-stock companies from the Western Balkans, Croatia, Slovenia, and Hungary. The comparative analysis includes a comparison of the internal reactions of companies in the field of financial management, human resources, sales, production, and legal issues in the middle of 2020 and the end of 2021. The results show that listed joint-stock companies on the stock exchanges in Bosnia and Herzegovina, Montenegro and North Macedonia, i.e. on stock exchanges with lower market capitalization, are less prepared for the crisis and more vulnerable to crisis compared to listed companies on more extensive stock exchanges.

**Keywords:** COVID-19, financial management, crisis, liquidity, strategic management

<sup>1</sup> Društvo za upravljanje Penzijskim rezervnim fondom Republike Srpske a.d. Banja Luka ✉ milos.grujic@pref.rs.ba

<sup>2</sup> Addiko Bank ad Banja Luka ✉ prajcevic@yahoo.com

## 1. UVOD

Navršile su se dvije godine otkako je virus potresao i promijenio cijeli svijet. Krizu koju je izazvao COVID-19 odlikuje činjenica da je kriza došla munjevito brzom i ostavila ogromne posljedice na globalnu ekonomiju. Vrijednost *Dow Jones Industrial Average*, najpoznatijeg berzanskog indeksa na svijetu, na kraju decembra 2019. godine iznosila je 30.606,48 indeksnih poena, a nekoliko dana nakon što je proglašena pandemija, 23. marta 2020. godine, vrijednost indeksa iznosila 18.591,93 poena (Grujić, 2021). Početkom decembra 2020. vrijednost ovog indeksa iznosi 35.742,55 indeksnih poena. Globalna panika jeste izazvala strmoglav pad u martu, što predstavlja najgori pad od kolapsa korporacije „Lehman Brothers“ iz 2008. godine.

Međutim, nakon niza šokova, gotovo svakoj ekonomiji na svijetu je započeo oporavak. Ipak, skoro da ne postoji privredno društvo na svijetu koje na neki način nije pretrpjelo štetu.

Racionalno je očekivati da su danas sva privredna društva u svijetu u najvećoj mogućoj mjeri prilagodila poslovanje očekivanim šokovima i da eventualne potrebe dočekuju s boljim odbrambenim rezervama nego ranije. Posmatrajući oporavak lokalnih ekonomija, stiče se utisak da naš region ili tzv. Zapadni Balkan i dalje trpi iste probleme koje je imao i ranije. Za sve zemlje u regiji pandemija korona virusa naglasila je odlike domaće ekonomije: visoka politička turbulencija, unutrašnja konfliktnost društava, visoka nezaposlenost, usporavanje stope privrednog rasta, trgovačke nesuglasice, ometena politička i ekonomska saradnja.

Istraživačko pitanje glasi: „Da li su listirana akcionarska društva u regionu sa: Banjalučke berze (kompanije iz entiteta Republika Srpska), Sarajevske (kompanije iz entiteta Federacija Bosne i Hercegovine), Montenegro berze, Beogradske, Zagrebačke, Makedonske, Budimpeštanske i Ljubljanske berze spremnija na krizne situacije u odnosu na stanje od sredine 2020. godine. Glavna hipoteza istraživanja glasi: „Listirana akcionarska društva u regiji spremnija su za krizu nego prije godinu dana“. Pomoćna hipoteza glasi: „Listirana akcionarska društva na berzama sa manjom tržišnom kapitalizacijom ulaze manje spremna na krizu i sporije se prilagođavaju krizi u odnosu na društva listirana na većim berzama“.

U posljednjih dvadeset godina svijet je bio na udaru nekoliko opasnih pandemija: SARS 2002. i 2003. godine (770 preminulih); Svinjski grip 2009-2010. (oko 200 hiljada preminulih); MERS od 2010 – i dalje traje (oko 850 preminulih) i Ebola 2014-2016. (oko 11,3 hiljade preminulih), (Zec & Radonjić, 2020, 8). Uvreženo je shvatanje da je nova bolest nastala u gradu Wuhanu u kineskoj provinciji Hubei krajem novembra 2019. godine, kada su „kineske zdravstvene vlasti prijavile veći broj oboljelih s akutnim respiratornim sindromom nepoznatog uzročnika“ (Vince 2020, 55). Ključni pratilac svih ovih pandemija je bio strah. Strah je racionalan izbor kad postoji opasnost, ali treba imati u vidu da strah teži da se otme kontroli i postane osnovni pokretač iracionalnih poteza i manevara. Pitanje straha je pitanje ravnoteže. Primjereni nivo straha čuva živote, ali prekomjerni strah razara temelje društva i pravi veću štetu od izvornog problema, odnosno pandemije u ovom slučaju. UN su u aprilu 2020. godine objavile u svom izvještaju da je tokom epidemije ebole u Zapadnoj Africi više ljudi umrlo zbog prekida pružanja socijalnih usluga i ekonomskog kolapsa nego od samog virusa (A UN framework for immediate socio economic response to Covid-19 2020, 1). Zato je legitimna bojazan ekonomista koji se sa pravom pitaju da li strah postaje osnovni instrument, odnosno inhibitor ekonomske politike. Na strah kao instrument ekonomske politike upozorava i podsjeća inauguralni govor bivšeg američkog predsjednika Ruzvelta. On ističe: „...dozvolite mi da izrazim svoje čvrsto uvjerenje da se trebamo bojati jedino straha – bezimenog, nerazumnog, neopravdanog terora koji parališe poteze nužne za pretvaranje povlačenja u napredovanje“ (Rosenman, 1938). Pokazalo se da su bila naivna očekivanja na početku krize da će se „sve za dva mjeseca vratiti na stanje prije krize“. Kriza je donijela strukturalne promjene u ekonomiji koje će zahtijevati nove pristupe kako u kratkom tako i dugom roku (Grujić & Rajčević, 2020b). Naime, intervencija u kratkom roku je imala za cilj da amortizuje socijalni i ekonomski udar koji je napravljen tvrdim lockdownom. Kao ključne mjere u privredi isticale se očuvanje likvidnosti i proizvodnje u što većem obimu. U dugom roku fokus makar teoretski mora biti na obnavljanju investicione potrošnje. U skladu sa tim je, u ovom momentu, još aktuelniji prijedlog Oliviera Blancharda da se period niskih kamatnih stopa treba iskoristiti kako bi se započeo veliki javni investicioni ciklus (Blanchard, 2019).

Krajem četvrtog kvartala kao odgovor na strahove zbog bliske saradnje Ukrajine i SAD na geopolitičkom planu se nastavlja napetosti između Ukrajine i Rusije. Istovremeno, u SAD, predsjednik Bajden je podbacio u svom programu od 1,7 biliona dolara za zakon *Build Back Better* jer je demokratski senator Manchin odbio podržati program, navodeći strah od inflacije, održivost duga i

geopolitička pitanja kao razloge za odluku. Potencijalne porezne promjene u *Build Back Better* su namijenjene programu ulaganja u brigu i staranje o djeci, obrazovanje i zaštitu klime koji bi ispunio nekoliko njegovih obećanja iz vremena izborne kampanje (Whitehouse, 2021). Smatra se da je korporativna zarada jedan od ključnih faktora za tržišne performanse. Prema tome, svaka promjena u stopama poreza na dobit ima potencijal da promijeni izgled za zaradu.

U četvrtom kvartalu akcije su nastavile rasti, pružajući investitorima visok pozitivan prinos kako za kvartal tako i za godinu. Pojava vrlo zarazne varijante virusa Corona – Omicron dovela je do skoka volatilnosti tržišta kapitala krajem novembra. Međutim, tržišta su se brzo oporavila jer su podaci iz Južne Afrike ukazivali na manji rizik od razvoja bolesti sa teškim simptomima, što su investitori pozitivno percipirali. Podsjećanja radi, američki ekonomski rast je usporio u trećem kvartalu zbog posljedica pandemije. Prema američkom zavodu za statistiku, realni BDP je porastao na 2,3% (na godišnjem nivou) sa procijenjene stope od 2,1%. To je i dalje bio najsporiji rast kvartalno još od drugog kvartala 2020. godine, kada je privreda pretrpjela istorijske kontrakcije kao posledicu strogih obaveznih mjera zbog prvog talasa virusa. Međutim, zarada u trećem kvartalu se pokazala kao dobra za veliku većinu kompanija u Evropi, a i SAD su objavile bolje rezultate od očekivanih i za 2022. godinu. Sve je to, zajedno sa relaksirajućom monetarnom politikom, bilo pozitivno interpretirano od strane investitora. Federalne rezerve SAD (FED) su, na sastanku u decembru, najavile da će ubrzati svoje smanjivanje kvantitativnog popuštanja (QE) - stavljanja novca u opticaj 2022. godine i da će se QE završiti sredinom marta, otprilike tri mjeseca ranije nego što se očekivalo. FED je takođe signalizirao da se očekuje povećanje kamatnih stopa tri puta u 2022. godini s ciljem da se suzbije rastuća inflacija. Evropska centralna banka je najavila da će smanjiti kupovinu obveznica, ali je isključila mogućnost povećanja kamatnih stopa u 2022. godini.

Ukupna inflacija u SAD dostigla je najviši nivo u 39 godina - 6,8% godišnja stopa u decembru, dok je stopa nezaposlenosti pala na 4,2%. Brzo zaoštavanje na tržištu rada u Sjedinjenim Državama, zajedno sa upornim inflatornim pritiscima, izazvali su odgovor FED u decembru. FED najavljuje da će se udvostručiti tempo smanjenja na 30 milijardi dolara mjesečno u januaru, uz prekid kupovine sredstava u martu. Ovo daje CB Amerike priliku da poveća kamatne stope u prvoj polovini 2022. Zbog povećanog inflacijskog pritiska i daljeg poboljšanja na tržištu rada, predstavnici FED-a predviđaju povećanje kamatne stopa tri puta tokom 2022, tri puta u 2023. i dva puta u 2024. godini.

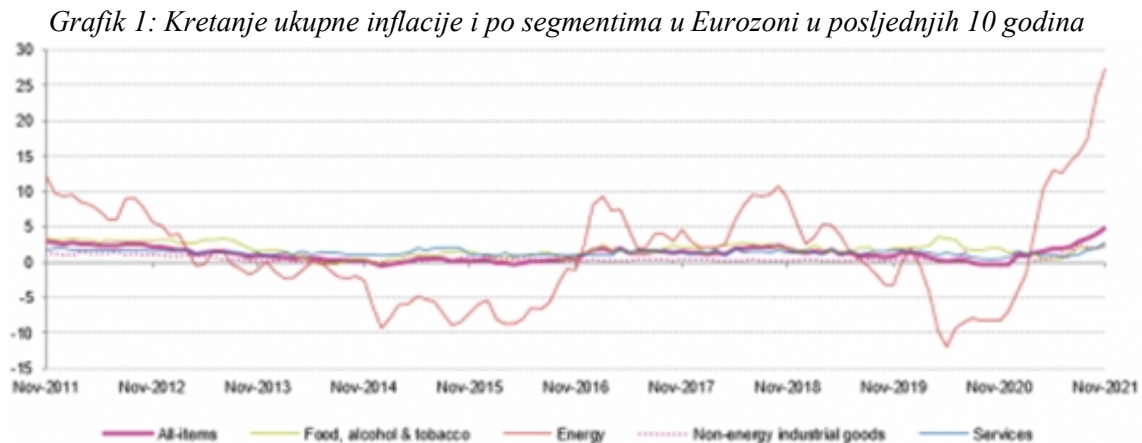
U oktobarskom izvještaju pregled MMF-ovih svjetskih ekonomskih izgleda za oktobar 2021. predviđa da će globalna ekonomija rasti 5,9% u 2021. i 4,9% u 2022. godini. U izvještaju Svjetske banke iz januara 2022. o globalnim svjetskim ekonomskim izgledima predviđa se da će ekonomija rasti na 5,5% u 2021. (prethodna projekcija 5,6%) na 4,1% u 2022. (prethodna projekcija 4,3%).

U poređenju sa stanjem iz 2020. godine navedeni podaci su umirujuć i ukazuju na ulazak u mirniji period i lakše predviđanje određenih kretanja.

## 2. PRETHODNO ISTRAŽIVANJE

Dimenzije intervencije država su apsolutno bez presedana, čak i kada se poredi sa krizom i promptnim odgovorom iz 2008. SAD su kroz pet paketa fiskalnog stimulusa u posljednje dvije godine upumpale u privredu i direktno podijelile građanima 26,4% GDP iz 2020, odnosno preko pet biliona dolara, a FED je kroz desetak programa uduplao bilans stanja u poređenju sa krajem 2019. i na tržište upumpao preko 4,3 biliona dolara. Poređenja radi, ova dva stimulusa bi bila ekvivalentna sa 14 milijardi maraka u BiH, tj. više od ukupnog duga države. Kod EU je struktura složenija, pa je i instrumentarij bio šireg spektra, tako je ECB kroz program PEPP otkupila 1,85 biliona evra državnih i korporativnih obveznica, a Evropska komisija je kroz budžet i programom NextGeneration EU za sanaciju posljedica pandemije izdvojila 2,018 biliona evra (Picek, 2020; European Commission, 2020). Članice su imale i samostalne fiskalne programe te je samo Njemačka kroz fiskalne mjere na raspolaganje privredi i stanovništvu stavila 39,3% GDP iz 2020, odnosno preko 1,3 biliona evra. Uprkos tome što kamatne stope zasad ne pokazuju trend rasta, opravdano se postavlja pitanje kakve posljedice sa sobom nosi evidentno poskupljenje sirovina, prije svega hrane, zatim transportnih troškova te već sada ozbiljne oskudice poluproizvoda, npr. poluprovodnika, zbog čega veliki sistemi rade daleko ispod optimalnog nivoa. Inflacija koja je i u SAD i Evropi na najvišim nivoima još od devedesetih godina prošlog vijeka za sve manje ekonomista ima prolazni karakter, a sve više njih je doživljava kao stvarnu prijetnju koja bi u srednjem roku mogla okončati eru niskih kamatnih stopa te direktno ugroziti privredni rast i razvoj, a nemali broj ekonomista počinje razmišljati o povratku

stagflacije, i to u fabrici svijeta - Kini (Wang, 2021). Inflacija je već realnost i sada je na ekonomistima da procijene njene moguće posljedice (Grafikon 1).



Veći dio 2021. je obilježen vjerom vodećih ekonomskih autoriteta da pojava inflacije ima prolazni karakter. Međutim, koliko je autorima poznato, niko nije uspješno raspolagao snažnim argumentima ili barem indikatorom koji bi potvrdio tu tezu. Inflacija, sudeći po prethodnom grafikonu, očigledno predstavlja stvarnu prijetnju, prije svega niskim kamatnim stopama. Naime, ovaj odnos realnih kamatnih stopa i inflacije nije viđen tokom posljednjih 50 godina. Osim toga, inflacija predstavlja prijetnju i stopama realnog rasta BDP-a. Što se monetarne teorije tiče, izlaz iz inflacije uvijek ide preko restriktivnije monetarne politike, odnosno viših kamatnih stopa. Teško je reći koju će granicu inflacije monetarni autoriteti označiti kao crvenu liniju, ali prve pripreme i znaci su već vidljivi. FED je početkom novembra 2021. najavio redukciju za 15 milijardi dolara mjesečno, počev od tog mjeseca, tj. ukidanje monetarnog stimulansa sredinom 2022. ECB je najavila da neće produžavati PEPP program nakon marta 2022. Nasuprot njima stoje pojedini populistički političari poput predsjednika Turske Erdogana. Erdogan je državnim intervencionizmom i insistiranjem na ekspanzivnoj monetarnoj politici izazvao inflaciju od preko 21,31% u prvih 11 mjeseci 2021. po podacima Trading Economics i posljedično pad turske lire preko 45% uz dramatičan pad standarda (Trading Economics, 2021).

Kriza izazvana COVID-19 je okrenula tok glavne prednosti globalizacije, a to je smanjenje nejednakosti i siromaštva u svijetu. Istovremeno je ubrzala procese i trendove koji su bili uočljivi i prije krize u međunarodnim odnosima kao što su unilateralizam, ekonomski nacionalizam, populizam i državni intervencionizam (Ciravegna, Michailova, 2021). Direktna posljedica krize su sada ne samo ideje već i programi da se proizvodnja vrati „kući“, odnosno da se smanji zavisnost od uvoza. Na primjer, Ujedinjeno Kraljevstvo je pokrenulo projekat „Project Defend“ koji za cilj ima smanjenje zavisnosti od Kine u važnim segmentima (Reilly, 2020), a Japan razmatra subvencioniranje kompanija koje će proizvodnju strateške robe vratiti kući. Krajnji rezultat je da se trgovinski protekcionizam, rast državne intervencije, populizma i nacionalizma koji se međusobno hrane i ojačavaju, što će za posljedicu imati dodatan porast nejednakosti i između i unutar država. U prilog tezi govori i činjenica da je u toku 2020. registrovano 45 mjera i regulacija kojima su države ograničavale investicije i transfer tehnologije uz izgovore nacionalnog interesa, što je najveći broj restrikcija u 21. vijeku (UNCTAD, 2021). Kombinacija inflacije i jake državne intervencije je moguća posljedica COVID-19 krize i preduzeća se moraju početi prilagođavati novim realnostima i na makro i mikro planu. U skladu sa tim, predmet istraživanja rada predstavlja ocjenu spremnosti preduzeća u regiji na krizu te ocjenu spremnosti reakcije na krizni događaj.

Velika većina studija usmjerena je na ekonomske krize (Kristjánsdóttir & Óskarsdóttir, 2021). Istovremeno, nema mnogo istraživanja koja na komparativnoj analizi iz više zemalja pokazuju benefite samoprocjene i poređenja preduzeća. U radu se istražuje krizni menadžment listiranih akcionarskih društava na berzama u regiji. Pod pojmom „krizni menadžment“ označava se sistem koji će organizaciji omogućiti fleksibilnost i otpornost u nesvakidašnjim kriznim situacijama. Krizno planiranje predstavlja „umjetnost smanjivanja rizika i neizvjesnosti s ciljem postizanja veće kontrole nad budućnošću“ (Fink, 1986). Efikasan krizni menadžment zasniva se „na strukturiranom i

kontinuiranom procesu učenja koji omogućuje menadžerima da se suočavaju sa neočekivanim situacijama umjesto rigidnog kriznog plana“ (Robert i Lajtha, 2002). Krizni menadžment se može objasniti kao proces koji se sastoji od tri faze: pretkrizni period, odgovor na krizu i postkrizni period (Coombs, 2007; Coombs, 2007b). Pretkrizni period zasniva se na pripremi preventivnog odgovora, kriznog plana i određivanje kriznog tima. Odgovor na krizu se manifestuje sprovođenjem konkretnih mjera i smjernica koje su predviđene planom. Postkrizni period karakterističan je po aktivnostima učenja i kreiranju organizacionog znanja koje je osnova budućih kriznih planova.

Organizacije lakše prevazilaze krizu ako imaju spremne krizne planove koji se redovno ažuriraju na bazi stečenog znanja, imaju definisan krizni menadžerski tim, sprovode krizne vježbe s ciljem unapređenja planova i odgovora u trenutku krize i periodično testiraju krizne planove i imaju pripremljene forme kriznih informacija. Preduzeća koja se ovako ponašaju mogu brzo da reaguju u momentu nastanka kriznog događaja. Blagovremen, odnosno „brz odgovor na krizu omogućava preduzeću da stekne i očuva veći kredibilitet među svojim stejkholderima“ (Arpan i Rosko-Ewoldsen, 2005).

U skladu sa navedenim, prepoznavanje ranih signala krize i odgovor na nju imaju presudan uticaj na veličinu prouzrokovane štete, a „sveobuhvatnost kriznih mjera i kvalitet plana prevencije krize i reakcije na nju utiče na efektivnost realizovanih aktivnosti za suzbijanje posljedica“ (Stojanović, & Lončar, 2020).

Duboka privredna kriza izazvana pandemijom virusa korona zahtijeva primjenu kriznog menadžmenta i na nivou države, kao svojevrzne organizacije. Kombinacijom mjera na nivou preduzeća i na nivou države moguće je ublažiti posljedice duboke privredne krize i kreirati sveobuhvatni krizni plan.

### 3. METODOLOGIJA

Poznato je da kompanije usklađuju strategije kako bi osigurale opstanak i ublažile nastanak kriznog događaja (Doern et al., 2019; Fainshmidt et al., 2019; Vaaler and McNamara, 2004). Takođe, poznato je da velike kompanije rade bolje zbog svoje veće i efikasnije baze resursa (Aldrich i Auster, 1986; Gomes et al., 2001; Melitz, 2003). Zbog toga su u fokusu istraživanja listirana akcionarska društva kao uzorak velikih dobro ustrojenih kompanija. Studije takođe naglašavaju važnost prekida lanca snabdijevanja (Tang i Aruga, 2021). Može biti teže pronaći nove dobavljače nego nove kupce, a poremećaji se povećavaju nesavršenom zamjenjivosti ulaza i oslanjanjem na pojedinačne u odnosu na suvišne lance (Atan i Snyder, 2012; Carvalho et al., 2021; Tokui, J., et al. 2017). Prvo istraživanje, sredinom 2020. godine, provedeno je metodom anketnog ispitivanja. Anketirani su menadžeri u akcionarskim društvima koja su listirana na berzama u regionu: Banjalučkoj berzi (kompanije iz entiteta Republika Srpska), Sarajevskoj (kompanije iz entiteta Federacija Bosne i Hercegovine), Montenegro berzi, Beogradskoj, Zagrebačkoj, Makedonskoj, Budimpeštanskoj i Ljubljanskoj berze. Ove berze su izabrane zbog sličnih karakteristika u mentalitetu i poslovanju te problema sa kojima se suočavaju kompanije sa tog tla. Do prije 30 godina sve, osim Mađarske, pripadale su istoj državi. Uprkos velikim sličnostima postoje značajne razlike poput BDP-a per capita i kreditnog rejtinga (Tabela 1).

Tabela 1: Prikaz uzorka i broja odgovora na upitnike po berzama

Zemlja	Slovenija	Mađarska	Hrvatska	Srbija	Crna Gora	Makedonija	Bosna i Hercegovina
S&P Rating	AA-	BBB	BBB-	BB+	B1	BB-	B3
Fitch Rating	AA-	BBB	BBB	BB+	B	BB+	B
2020	25.549	15.866	13.896	7.646	7.703	5.939	6.032
2019	26.039	16.729	14.945	7.392	8.911	6.044	6.120
2018	26.217	16.407	15.013	7.252	8.855	6.111	6.074
2017	23.511	14.591	13.450	6.293	7.800	5.462	5.392
2016	21.681	13.069	12.363	5.765	7.032	5.153	4.994
2015	20.899	12.690	11.781	5.589	6.517	4.860	4.727
2014	24.264	14.252	13.601	6.604	7.390	5.499	5.319
2013	23.517	13.666	13.673	6.757	7.189	5.240	5.126
2012	22.674	12.936	13.257	6.017	6.591	4.728	4.773
2011	25.156	14.196	14.608	6.815	7.327	5.097	5.090
2010	23.570	13.173	13.562	5.678	6.694	4.576	4.634

Zemlja	Slovenija	Mađarska	Hrvatska	Srbija	Crna Gora	Makedonija	Bosna i Hercegovina
2009	24.854	13.036	14.134	6.172	6.746	4.579	4.711
2008	27.744	15.743	15.840	7.092	7.397	4.838	4.985
2007	23.912	13.905	13.542	5.883	5.984	4.076	4.073
2006	19.724	11.469	11.356	4.402	4.430	3.360	3.307
2005	18.152	11.188	10.215	3.698	3.680	3.072	2.904
2004	17.255	10.276	9.369	3.318	3.380	2.797	2.699
2003	14.874	8.411	8.054	2.839	2.746	2.441	2.254
2002	11.805	6.645	6.229	2.158	2.081	1.974	1.785
2001	10.502	5.270	5.355	1.642	1.894	1.840	1.540
2000	10.259	4.619	4.938	1.240	1.597	1.878	1.481
1999	11.509	4.786	5.100	1.509	1.387	1.932	1.541
1998	11.168	4.738	5.595	2.302	1.408	1.889	1.415
1997	10.471	4.591	5.210	2.928	1.392	1.980	1.225
1996	10.811	4.521	5.218	2.867	1.443	2.348	952
1995	10.748	4.491	4.995	2.207	2.014	2.387	484
1994	8.468	4.171	3.810	2.655	1.336	1.824	315
1993	8.358	3.871	2.786	2.510	1.344	1.384	881
1992	9.639	3.733	2.573	3.514	2.434	1.264	1.113
1991	6.635	3.350	3.951	4.860	2.889	2.587	1.394

Izvor: Countryeconomy (2021).

Najvećim dijelom u uzorku su nefinansijske kompanije koje su bile ili su još u sastavu glavnog berzanskog indeksa i koje su isplaćivale dividendu. Upitnici su dostavljeni elektronski, u vidu forme, tokom maja mjeseca 2020. godine. Proces prikupljanja anketnih upitnika završen je 4. juna 2020. godine. Tendencija je bila da se obuhvati uzorak od barem dvocifrenog procenta listiranih akcionarskih društava. Dobijeni su odgovori na 125 od poslata 164 upitnika. Stopu povrata treba pripisati relativno malom broju ispitanika, ali i dugom periodu sprovođenja ankete, zbog čega je, osim slanja upitnika, bilo moguće kontaktirati ispitanike i podstaći ih na saradnju.

Veliko ograničenje istraživanja predstavlja činjenica da nisu poznati svi emitenti čiji predstavnici su ispunili upitnik. S tim u vezi, nije bilo moguće razvrstati emitente na mala, srednja i velika preduzeća niti po drugim kriterijumima koji se odnose na ostvareni prihod ili profit niti na broj zaposlenih.

Upitnik sa istim pitanjima je upućen na iste adrese početkom novembra 2021. godine. Kao i tokom prvog ispitivanja, tamo gdje je bilo moguće obavljani su intervjui i poslata su zahtjevi i molbe za odgovore na službenu elektronsku poštu. U odnosu na prošlo ispitivanje, upućeno je 38 upitnika više. Dobijeni su odgovori na 133 upitnika ili osam više nego u prvom ispitivanju (Tabela 2). Po dva sa Banjalučke, Sarajevske i Zagrebačke te po jedan sa Beogradske i Ljubljanske berze. Relativno najmanji broj odgovora dobijen je od kompanija koje su listirane na Beogradskoj berzi, tek šest od 25 poslatah upitnika. U uzorku dominiraju kompanije iz Bosne i Hercegovine. Gotovo dvije trećine odgovora je dobijeno iz BiH. Ovaj podatak dobija na važnosti kada se uvidi da je oko 43,76% listiranih kompanija iz uzorka upravo iz BiH.

Tabela 2: Prikaz uzorka i broja odgovora na upitnike po berzama

Berza	Dobili pitanja	Procenat u odnosu na ukupan uzorak	Odgovorili na upitnik	Procenat u odnosu na sve odgovore	Procenat u odnosu na poslata pitanja	Broj listiranih kompanija	Broj listiranih preduzeća na 1.000.000 stanovnika
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)=(4)/(2)	(7)	(9)
Banjalučka	65	32,18	58	43,61	89,23	535	163
Sarajevska	37	18,32	29	21,80	78,38	313	95
Montenegro	25	12,38	12	9,02	48,00	360	621
Beogradska	25	12,38	6	4,51	24,00	429	49
Zagrebačka	15	7,43	7	5,26	46,67	127	31
Makedonska	15	7,43	10	7,52	66,67	100	48
Budimpeštanska	10	4,95	4	3,01	40,00	43	4
Ljubljanska	10	4,95	7	5,26	70,00	31	15
<b>Total</b>	<b>202</b>	<b>100,00</b>	<b>133</b>	<b>100,00</b>	<b>65,84</b>	<b>1.938</b>	

Izvor: Prikaz autora.

Pitanja u upitniku iz ovog istraživanja su, uz određene dorade, preuzeta od autora Lončara i Stojanovića (2020). Lončar i Stojanović su predstavili set pitanja iz osam poslovnih oblasti koja služe kao osnov za utvrđivanje jaza u potrebnom i aktuelnom setu preduzetih mjera kriznog menadžmenta na nivou pojedinačne organizacije. Pitanja su iz oblasti: finansija, liderstva i organizacije, ljudskih resursa, marketinga i prodaje, komunikacije, nabavke i logistike, proizvodnje i prava. Autori nisu navodili da li uz određene odgovore treba da ide konkretan ponder. Odabrana i doradena pitanja koja su iskorištena u istraživanju, odnosno poslata u formi elektronskog upitnika su (Grujić & Rajčević, 2020b):

1. *Da li ste napravili analizu različitih finansijskih scenarija u poslovanju?*
2. *Da li ste do proglašenja nastupanja pandemije napravili finansijski registar rizika?*
3. *Da li ste napravili plan novčanih tokova na dnevnom, sedmičnom i mjesečnom nivou?*
4. *Da li ste analizirali portfolio aktuelnih investicionih projekata i utvrdili prioritete i mogućnost odlaganja pojedinih projekata?*
5. *Da li ste uradili detaljan finansijski stres-test?*
6. *Da li ste izdvojili ključne ciljeve i indikatore uspjeha za period krize?*
7. *Da li ste jasno definisali svoje prioritete u kriznom periodu i usmjerili sve zaposlene da rade u ovom pravcu (da li su zaposleni informisani o prioritetima)?*
8. *Da li ste odredili koji nivo operacija u svakoj od poslovnih funkcija preduzeća se smatra minimalnim nivoom održavanja procesa rada?*
9. *Da li ste definisali model za obezbjeđenje kontinuiteta poslovanja u slučaju ispoljavanja operativnih rizika (npr. prestanak rada glavnog servera, prekid napajanja električnom energijom, havarije i druge eskalacije)?*
10. *Da li ste, kao direktnu posljedicu pandemije, bili primorani da otpustate zaposlene?*
11. *Da li smatrate da ćete do kraja godine morati smanjiti broj zaposlenih?*
12. *Da li svi zaposleni imaju jasna uputstva o načinu funkcionisanja tokom trajanja krize?*
13. *Da li ste razmotrili alternative stalnom radnom odnosu (npr. naizmjenično uzimanje neplaćenih odmora, kolektivni odmori, raspuštanje radnika na privremenim i povremenim poslovima i drugo)?*
14. *Da li ste analizirali ugovore sa radnicima i identifikovali rizike koji se mogu ispoljiti u slučaju nekih radnopravnih aktivnosti sa vaše strane?*
15. *Da li ste procijenili rizik odlaska nekih ključnih zaposlenih tokom ili nakon krize?*
16. *Da li ste napravili back-up svih bitnih podataka?*

Dobijeni rezultati istraživanja sadrže sljedeće rizike, odnosno ograničenja sprovedenog istraživanja:

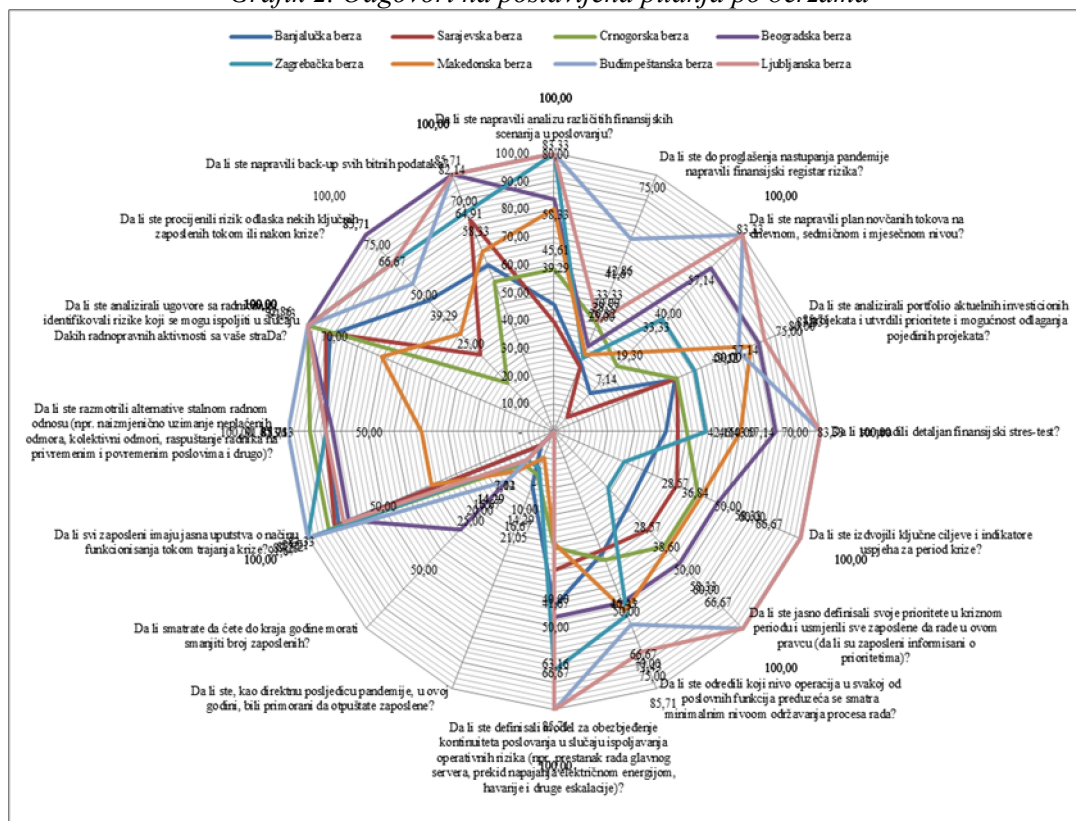
1. ispitanici koji su učestvovali u istraživanju nisu reprezentativni predstavnici kompanija iz uzorka;
2. ispitanici su pogrešno razumjeli postavljena pitanja;
3. nakon ispunjenih upitnika došlo je do promjene stavova kod ispitanika;
4. anketirana lica nisu mogla dva puta da ispune upitnik, ali su mogla da koriguju ponuđene odgovore;
5. nije moguće tvrditi da su svi ispitanici koji su odgovorili u prvom ispitivanju dali odgovore i u ponovljenom ispitivanju.

Prikupljeni podaci podvrgnuti su statističkoj analizi. Ona se u velikoj mjeri zasnivala na korelacionoj analizi koja pokazuje u kakvom su odnosu dvije varijable te koji je intenzitet i smjer tog odnosa.

#### 4. REZULTATI I DISKUSIJA

Odgovori na pitanja iz upitnika su sortirani po berzama i prikazani su po rednim brojevima pitanja za ispitivanje tokom 2020. i tokom 2021. godine (Prilog). Na primjer, sve ispitane kompanije sa Zagrebačke, Budimpeštanske i Ljubljanske berze su napravile analizu različitih finansijskih scenarija u poslovanju. Istovremeno, u Srbiji je to uradilo 83,33% ispitanih, u Makedoniji 80%, u Crnoj Gori 58,33, u Republici Srpskoj 45,61%, a u Federaciji Bosne i Hercegovine 39,29%. U odnosu na prethodno istraživanje, ovi rezultati predstavljaju unapređenje stanja na svim berzama.

Grafik 2. Odgovori na postavljena pitanja po berzama

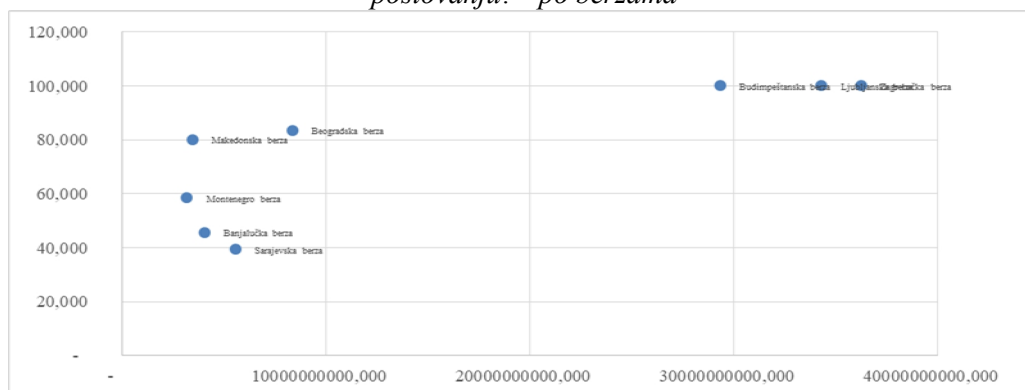


Izvor: Prikaz autora.

Kada bi se tržišna kapitalizacija berzi predstavila na X-osi, a procenat pozitivnih odgovora na određeno pitanje na Y-osi, očigledno bi bilo da su kompanije koje su listirane na berzama u Budimpešti, Ljubljani i u Zagrebu bile uglavnom u „sjeverozapadnom” dijelu grafikona.

Manje od pola kompanija sa Banjalučke, Sarajevske i Montenegro berze su ponudile pozitivne odgovore na svako od postavljenih pitanja. S tim u vezi, očigledno je da je na razvijenijim tržištima manje listiranih društava, ali da im je bolje korporativno upravljanje. Na primjer, manje od pola, tj. 45% ispitanih društava koja su listirana na Banjalučkoj berzi, 42% sa Montenegro berze i samo 30% društava sa Sarajevske berze, napravila su analizu različitih finansijskih scenarija u poslovanju, imajući u vidu različite nivoe aktivnosti pod uticajem krize. Ovaj podatak dobija na dramatičnosti kada se ima u vidu da su sve ispitane kompanije sa Zagrebačke, Budimpeštanske i Ljubljanske berze već napravile analizu različitih finansijskih scenarija u poslovanju, imajući u vidu različite nivoe aktivnosti pod uticajem krize (Grafikon 3).

Grafikon 3: Odgovori na pitanje „Da li ste napravili analizu različitih finansijskih scenarija u poslovanju?” po berzama



Izvor: Prikaz autora.

Rezultati odgovora na pitanje „Da li ste do proglašenja nastupanja pandemije napravili finansijski registar rizika?” sa Banjalučke, Sarajevske i Beogradske berze pokazuju da je u 2021.



manje listiranih društava imalo registar rizika. Ovakav rezultat može se pripisati činjenici da kompanije koje su ponudile odgovor u ispitivanju tokom 2021. godine nisu davale odgovore u 2020. godini.

Slično je sa odgovorom na pitanja „Da li ste napravili plan novčanih tokova na dnevnom, sedmičnom i mjesečnom nivou?“, „Da li ste analizirali portfolio aktuelnih investicionih projekata i utvrdili prioritete i mogućnost odlaganja pojedinih projekata?“ i „Da li ste uradili detaljan finansijski stres-test?“. U ovom slučaju su podaci sa Zagrebačke berze manji u odnosu na ispitivanje iz 2020. godine. Naime, tokom 2021. su odgovore ponudile dvije kompanije više nego u 2020. Iz jedne su ponudili potvrđan odgovor, a iz druge negativan.

U odgovoru na pitanje „Da li ste izdvojili ključne ciljeve i indikatore uspjeha za period krize?“ su razlike, uglavnom, u apsolutnom iznosu – po jedna kompanija više koja je dala pozitivan odgovor u odnosu na anketu iz 2020. Međutim, zanimljivo je što su kompanije koje su listirane na Sarajevskoj berzi 2020. godine dale pozitivan odgovor u trećini slučajeva, devet od 27 ispitanih, a sada ih je 50% pozitivno odgovorilo, odnosno 14 od 28 ispitanih.

Na pitanje „Da li ste jasno definisali svoje prioritete u kriznom periodu i usmjerili sve zaposlene da rade u ovom pravcu (da li su zaposleni informisani o prioritetima)?“ svuda je zabilježen porast pozitivnih odgovora, osim na Zagrebačkoj berzi. U Hrvatskoj su anketirane dvije kompanije više i bilježe se dva negativna odgovora više nego 2020. godine. Takođe, na pitanje „Da li ste odredili koji nivo operacija u svakoj od poslovnih funkcija preduzeća se smatra minimalnim nivoom održavanja procesa rada?“ kompanije sa Zagrebačke berze dale su više negativnih odgovora nego lani.

Positivan pomak je zabilježen kod pitanja „Da li ste definisali model za obezbjeđenje kontinuiteta poslovanja u slučaju ispoljavanja operativnih rizika (npr. prestanak rada glavnog servera, prekid napajanja električnom energijom, havarije i druge eskalacije)?“. Tokom 2021. je na svim berzama ponuđeno više pozitivnih odgovora u odnosu na 2020. godinu. Takođe, nadu u poboljšanje situacije daju i odgovori na pitanja „Da li ste, kao direktnu posljedicu pandemije, u ovoj godini, bili primorani da otpuštate zaposlene?“ i „Da li smatrate da ćete do kraja godine morati smanjiti broj zaposlenih?“. Na oba pitanja zabilježeno je mnogo manje negativnih odgovora nego lani.

Dodatno, na sva preostala pitanja je dato više pozitivnih odgovora nego sredinom 2020. godine. Na kraju, može se zaključiti da svi zaposleni imaju jasna uputstva o načinu funkcionisanja tokom trajanja krize, da su kompanije razmotrile alternative stalnom radnom odnosu (npr. naizmjenično uzimanje neplaćenih odmora, kolektivni odmori, raspuštanje radnika na privremenim i povremenim poslovima i drugo), da su analizirale ugovore sa radnicima i identifikovale rizike koji se mogu ispoljiti u slučaju nekih radnopravnih aktivnosti, da su procijenile rizik odlaska nekih ključnih zaposlenih tokom ili nakon krize te da su napravile back-up svih bitnih podataka. Na pitanja je svuda zabilježen napredak, osim u Makedoniji na pitanje „Da li ste razmotrili alternative stalnom radnom odnosu (npr. naizmjenično uzimanje neplaćenih odmora, kolektivni odmori, raspuštanje radnika na privremenim i povremenim poslovima i drugo)?“. U tom dijelu uzorka je prošle godine odnos „Da“ : „Ne“ bio 6:4, a sada je 5:5.

## 5. ZAKLJUČAK

U radu su prikazane posljedice koje je aktuelna kriza prouzrokovala po globalne tokove, a posebno po privredu. Osim toga, prikazan je pregled odgovora kompanija koje su iz regije, a listirane su na berzi, o stepenu spremnosti reakcije na krizu. Ključne intervencije države koje su u kratkom roku imale za cilj da amortizuju socijalni i ekonomski udar koji je napravljen lokdaunom kao ključne mjere u privredi isticale se očuvanje likvidnosti i proizvodnje u što većem obimu. Uzevši u obzir globalnu odliku krize, sve države svijeta suočene su sa sličnim posljedicama po nacionalnu ekonomiju.

Sposobnost dočekivanja kriznog momenta i brzina prve reakcije na krizu predstavlja jedan od najvažnijih faktora koji može uticati na preživljavanje preduzeća i obezbjeđenje kontinuiteta poslovanja nakon prestanka krize. U dubokoj privrednoj krizi, kao što je aktuelna izazvana pandemijom virusa COVID-19, neophodna je sveobuhvatna i brza podrška. Ipak, i mjere na nivou preduzeća mogu dati poželjne rezultate.

U radu su prikazane različite reakcije država na krizu kroz opis monetarnih, fiskalnih i parafiskalnih mjera.

Bosna i Hercegovina nema mogućnosti za mnoge od tih mehanizama. Počevši od brojnih instrumenata monetarne politike, jer je u sistemu valutnog odbora. Međutim, ono što može da uradi jeste da nastoji obezbijediti stabilan i zdrav politički i poslovni ambijent koji je preduslov za bilo kakav privredni oporavak i razvoj. Međutim, ostaje i dalje otvoreno pitanje da li će ovi paketi mjera biti dovoljni da nadoknade sve ekonomske posljedice prouzrokovane krizom. S tim u vezi, očekivano je da su preduzeća sa najmanjim zalihama likvidnosti doživjela najveće udarce od krize. Dakle, poželjno je da preduzeća imaju određene zalihe novca, ali bez obzira na veličinu, nijedna organizacija nije imuna na različite krize i njihove posljedice. To je osnovni razlog zbog kojeg krizni menadžment mora ponuditi brzi odgovor na krizu.

Istraživanje, osim dobijenih rezultata, u vidu pitanja prikazuje nekoliko prijedloga koji mogu da podstaknu listirana akcionarska društva, ali i druga preduzeća na paketu kriznih mjera i obrazaca za samoprocjenu. Na osnovu ovih i sličnih pitanja te dobijenih rezultata menadžeri mogu ocijeniti stanje u preduzeću te učiniti ga agilnijim, odnosno spremnijim na odgovor na krizu.

S obzirom na globalni karakter krize, sve države svijeta suočene su sa sličnim posljedicama po nacionalnu ekonomiju u radu te tok krize i potrebne reakcije uslovno dijele na dvije faze. U prvoj fazi imperativ je bila opskrba likvidnosti privrede, održavanje nivoa proizvodnje i zadržavanje lanaca snabdijevanja. Razlike u posljedicama mogu se ogledati u veličini pojedinih ekonomija, ali i u spremnosti privrednih društava da dočekaju krizu i da se suoče sa njom. Kriza je reflektor koji ukazuje na probleme u poslovanju bolje nego regularno ili uobičajeno stanje. Pri tome, kriza izazvana pandemijom virusa COVID-19 zahtijeva primjenu kriznog menadžmenta i na nivou države, ali i na nivou organizacije. S tim u vezi, postavlja se pitanje neophodnosti ograničavanja državne intervencije i obuzdavanja inflacije koja se iz latentne faze sve više doživljava kao problem. Zato se danas kao ključno pitanje nameće borba za očuvanje realne vrijednosti aktive i to je tema koja će, ukoliko se inflaciona spirala ne prekine, biti dominantna u diskusijama ekonomista u periodu koji je pred nama.

Kombinacijom mjera na nivou preduzeća i na nivou države moguće je ublažiti posljedice duboke privredne krize i kreirati plan reakcija na buduće šokove. S tim u vezi, ohrabrujući je podatak da je gotovo na sva pitanja zabilježeno unapređenje u odnosu na istraživanje iz 2020. godine. Međutim, preduzeća koja su listirana na berzama u BiH i dalje u velikoj mjeri zaostaju u odnosu na kompanije iz regiona. Štaviše, napredak je, u prosjeku, jedno ili dva preduzeća iz uzorka. Štaviše, broj negativnih odgovora na pitanja kao što je pravljenje registra rizika prije proglašenja nastupanja pandemije je povećan. Slično je po pitanju pravljenja plana novčanih tokova na dnevnom, sedmičnom i mjesečnom nivou i analize portfelja aktuelnih investicionih projekata i utvrđivanja prioriteta i mogućnosti odlaganja pojedinih projekata. Svuda je isti ili veći broj pozitivnih odgovora, osim u BiH i u Hrvatskoj. Dodatno, u istim zemljama nema unapređenja po pitanju pravljenja stres-testova. Obrazloženje za ovakve poražavajuće podatke treba tražiti u načinu privatizacije preduzeća u državnom vlasništvu. Većina listiranih preduzeća (komunalna preduzeća, veterinarske stanice u malim lokalnim zajednicama i sl.) na ovim berzama ne ispunjava kriterijume likvidnosti akcija, tržišne kapitalizacije i veličine preduzeća u poređenju sa kompanijama koje su listirane na berzama koje odlikuje veći promet i veća tržišna kapitalizacija. Tržište kapitala Bosne i Hercegovine odlikuje preveliki broj listiranih vlasničkih hartija od vrijednosti nastalih u procesu privatizacije. Prirodno je da se broj „manjih“ preduzeća koja su, „silom zakona“ – privatizacijom, listirana na berzi smanji pod uticajem izmijenjene zakonske regulative. Ona podrazumijeva da većinski vlasnik koji u preduzeću ima 95 odsto vlasništva može da kupi preostali dio, da promijeni pravnu formu preduzeća i da ga delistira. Zabluda je da manji broj preduzeća znači manje razvijeno tržište kapitala. Berze u BiH, Crnoj Gori, Srbiji i Makedoniji imaju veći broj listiranih akcija nego berze u Austriji, Sloveniji, Češkoj, Poljskoj i Mađarskoj, a promet na tim berzama je neuporedivo manji nego na evropskim berzama.

Bez sumnje, akcionarska društva na razvijenijim berzama su zaista bolje pripremljena i ozbiljnije su pristupila krizi. Većina pozitivnih odgovora su dala društva koja su listirana na berzama u Budimpešti, Ljubljani i u Beogradu. Potvrđena je glavna hipoteza koja kaže da su listirana akcionarska društva u regiji spremnija za krizu nego prije godinu dana. Takođe, potvrđena je i pomoćna hipoteza koja kaže da listirana akcionarska društva na berzama sa manjom tržišnom kapitalizacijom ulaze manje spremna na krizu i sporije se prilagođavaju krizi u odnosu na društva listirana na većim berzama.

Na osnovu cjelokupnog istraživanja, ukupnih rezultata i zaključaka iznijeti su stavovi te su dati prijedlozi samoprocjene za akcionarska društva. Buduća istraživačka agenda treba ići u ovom pravcu. Takođe, predložena pitanja uzimaju u obzir uzroke problema u listiranim akcionarskim

društvima, uslove poslovanja, neaktivnost tržišta kapitala i makroekonomsku situaciju jer detektuju probleme koji se javljaju pri procjenama i izazove samoprocjene listiranih akcionarskih društava na berzama.

Rezultati istraživanja odražavaju stanje u listiranim društvima u regiji, ali imajući u vidu navedena ograničenja, treba i tumačiti zaključke i rezultate istraživanja. Veliko ograničenje istraživanja predstavlja činjenica da nije poznato koji emitenti su dali određene odgovore na upitnik. S tim u vezi, nije bilo moguće razvrstati emitente, osim po kriterijumu berze na kojoj su listirani. Drugo ograničenje istraživanja proizilazi iz toga da je na većim berzama manje listiranih preduzeća te da je dvije trećine odgovora pristiglo od društava koja su listirana na berzama u Bosni i Hercegovini. Naime, u BiH je najviše listiranih akcionarskih društava na milion stanovnika. To je prvi razlog zbog kojeg nisu anketirana sva društva iz inostranstva. Rezultati bi svakako bili statistički značajniji da smo bili u mogućnosti prikupiti podatke i procjene većeg broja preduzeća iz cijele Bosne i Hercegovine, ali i iz posmatranih zemalja. Treće, istraživanje je prvenstveno zasnovano na upitniku i odražava percepciju ispitanika te postoji mogućnost da realno stanje u nekoj mjeri odstupa od navedenih mišljenja. Uprkos navedenom, odziv ispitanika bio je veoma dobar te da uzorak statistički značajan imajući u vidu broj listiranih akcionarskih društava po berzama.

## LITERATURA

- Aldrich, H., & Auster, E. R. (1986). Even dwarfs started small: Liabilities of age and size and their strategic implications. *Research in organizational behavior*.
- Arpan, L.M., & Roskos-Ewoldsen, D.R. (2005). Stealing thunder: An analysis of the effects of proactive disclosure of crisis information. *Public Relations Review*. Vol. 31(3). Strane 425-433.
- Atan, Z., & Snyder, L. V. (2012). Inventory strategies to manage supply disruptions. In *Supply Chain Disruptions* (pp. 115-139). Springer, London.
- Barton, L. (2001). *Crisis in organizations II*. 2nd ed. Cincinnati, OH: College Divisions South-Western.
- Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229.
- Carvalho, V. M., Nirei, M., Saito, Y. U., & Tahbaz-Salehi, A. (2021). Supply chain disruptions: Evidence from the great east japan earthquake. *The Quarterly Journal of Economics*, 136(2), 1255-1321.
- Ciravegna, L., & Michailova, S. (2021). Why the world economy needs, but will not get, more globalization in the post-COVID-19 decade. *Journal of International Business Studies*, 1-15.  
<https://doi.org/10.1057/s41267-021-00467-6>
- Coombs W. T. (2007). *Crisis Management and Communications*. Institute for Public Relations. University of Florida.
- Coombs, W. T. (2006). *Code red in the boardroom: Crisis management as organizational DNA*. Westport, CN: Praeger.
- Coombs, W. T. (2007b). *Ongoing crisis communication: Planning, Managing, and responding*. 2nd ed. Los Angeles: Sage.
- Countryeconomy. (2020). Countries data: Demographic and economy. Countryeconomy.com Accessed on December 13, 2021.
- Doern, R., Williams, N., & Vorley, T. (2019). Special issue on entrepreneurship and crises: business as usual? An introduction and review of the literature. *Entrepreneurship & Regional Development*, 31(5-6), 400-412.
- European Commission. (2020a), Recovery plan for Europe, [https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe\\_de](https://ec.europa.eu/info/live-work-travel-eu/health/coronavirus-response/recovery-plan-europe_de) . Accessed on December 7, 2021.
- EUROSTAT data site. (2021) Inflation in the euro area. [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation\\_in\\_the\\_euro\\_area](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Inflation_in_the_euro_area). Accessed on December 1, 2021.
- Fainshmidt, S., Wenger, L., Pezeshkan, A., & Mallon, M. R. (2019). When do dynamic capabilities lead to competitive advantage? The importance of strategic fit. *Journal of Management Studies*, 56(4), 758-787.
- Fink, S. (1986). *Crisis Management: Planning for the Inevitable*. American Management Association, New York, NY.
- Gomes, J., Greenwood, J., & Rebelo, S. (2001). Equilibrium unemployment. *Journal of Monetary Economics*, 48(1), 109-152.
- Grujić, M. & Rajčević, P. (2020). Examination of crisis response in the region. „Economic and Business Trends Shaping the Future” International Scientific Conference, Skopje, 12-13 November 2020 70 years Faculty of Economics – Skopje
- Grujić, M. (2021). Dometi i ograničenja međunarodne diverzifikacije rizika za institucionalne investitore u regionu Zapadnog Balkana. X naučna konferencija sa međunarodnim učešćem Jahorinski poslovni forum 2020. Jugoistočna Evropa u vrtlogu krize 2020, disruptivnih inovacija, politika i mjera za održivi privredni rast 25-26. marta 2021. godine. Univerzitet u Istočnom Sarajevu, Ekonomski fakultet Pale, 261-273.

- Grujić, M. & Rajčević, P. (2020b). Korona kriza i korporativni odgovor u jugoistočnoj Evropi. Zbornik radova sa 24. simpozijuma SRRRS – Održivost poslovanja u uslovima virusa korona: izazovi za računovodstvo, reviziju i finansije, SRRRS, Banja Vrućica.
- Kristjánssdóttir, H., & Óskarsdóttir, S. (2021). European FDI in Ireland and Iceland: Before and after the Financial Crisis. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1), 23.
- Melitz, M. J. (2003). The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity. *econometrica*, 71(6), 1695-1725.
- Picek, O. Spillover Effects From Next Generation EU. *Intereconomics* 55, 325–331 (2020). <https://doi.org/10.1007/s10272-020-0923-z>
- Reilly, M. (2020). *A Tarnished Era: China Since 2010*. In *The Great Free Trade Myth* (pp. 127-152). Palgrave Macmillan, Singapore.
- Robert, B. & Lajtha, C. (2002). A new approach to crisis management. *Journal of Contingencies and Crisis Management*. Vol. 10 No. 4. Strane 181-91.
- Rosenman, S. I. (1938). The public papers and addresses of Franklin D. Roosevelt. Random House. Retrieved from „Only Thing We Have to Fear Is Fear Itself”: FDR’s First Inaugural Address: <http://historymatters.gmu.edu/d/5057/>
- Rovčanin, A. & Idrizović, A. (2021). Uticaj pandemije (covid 19) na likvidnost bankarskog i realnog sektora u Bosni i Hercegovini. *Business Consultant/Poslovni Konsultant*, 13(110).
- Stojanović, F. & Lončar, D. Economic consequences of the COVID-19 pandemic and crisis management. *Journal of contemporary economics*, (3).
- Tang, C. & Aruga, K. (2021). Effects of the 2008 Financial Crisis and COVID-19 Pandemic on the Dynamic Relationship between the Chinese and International Fossil Fuel Markets. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(5), 207.
- Tokui, J., Kawasaki, K. & Miyagawa, T. (2017). The economic impact of supply chain disruptions from the Great East-Japan earthquake. *Japan and the World Economy*, 41, 59-70.
- Trading Economics. (2021). Turkish lira. <https://tradingeconomics.com/turkey/currency> . Accessed on December 6, 2021.
- UNSDGR. (2020). UN framework for immediate socio economic response to Covid-19, 2020 pp. 1.
- Vaaler, P. M. & McNamara, G. (2004). Crisis and competition in expert organizational decision making: Credit-rating agencies and their response to turbulence in emerging economies. *Organization Science*, 15(6), 687-703.
- Vince, A. (2020). COVID-19, pet mjeseci kasnije. *Liječnički vjesnik*, 142 (3-4), 55-63. Dostupno na: <https://doi.org/10.26800/LV-142-3-4-11>
- Wang Z. (2021) Suggested solutions to China’s Stagflationary Economy since the U.S. China Trade war –A lesson from U.S. Great Stagflation period Emory Journal of Asian Studies Z Wang - ejasonline.org
- Whitehouse. (2021), The Build Back Better Framework, <https://www.whitehouse.gov/build-back-better>. Accessed on December 2, 2021.
- Zec, M. & Radonjić, O. (2020). The world after coronavirus pandemic: changing the development paradigm or perpetuating the crisis. *Journal of Contemporary Economics*, 3(2). 6-23

**PRILOG**

Pitanje	2020		2021			2020		2021		Rang
	Da	Ne	Da	Ne		Da	Ne	Da	Ne	
<b>Da li ste napravili analizu različitih finansijskih scenarija u poslovanju?</b>										
Banjalučka	25	31	26	31		44,64	55,36	45,61	54,39	6
Sarajevska	8	19	11	17		29,63	70,37	39,29	60,71	8
Montenegro	5	7	7	5		41,67	58,33	58,33	41,67	7
Beogradska	4	1	5	1		80	20	83,33	16,67	4
Zagrebačka	5	0	7	0		100	-	100	-	1
Makedonska	7	3	8	2		70	30	80	20	5
Budimpeštanska	4	0	4	0		100	-	100	-	1
Ljubljanska	6	0	7	0		100	-	100	-	1
<b>Da li ste do proglašenja nastupanja pandemije napravili finansijski registar rizika?</b>										
Banjalučka	15	41	15	42		26,79	73,21	26,32	73,68	6
Sarajevska	7	20	7	21		25,93	74,07	25	75	7
Montenegro	4	8	5	7		33,33	66,67	41,67	58,33	3
Beogradska	2	3	2	4		40	60	33,33	66,67	2
Zagrebačka	1	4	2	5		20	80	28,57	71,43	8
Makedonska	3	7	3	7		30	70	30	70	5
Budimpeštanska	2	2	3	1		50	50	75	25	1
Ljubljanska	2	4	3	4		33,33	66,67	42,86	57,14	3
<b>Da li ste napravili plan novčanih tokova na dnevnom, sedmičnom i mjesečnom nivou?</b>										
Banjalučka	11	45	11	46		19,64	80,36	19,3	80,7	6
Sarajevska	2	25	2	26		7,41	92,59	7,14	92,86	8
Montenegro	2	10	4	8		16,67	83,33	33,33	66,67	7
Beogradska	3	2	5	1		60	40	83,33	16,67	3
Zagrebačka	3	2	4	3		60	40	57,14	42,86	3
Makedonska	4	6	4	6		40	60	40	60	5
Budimpeštanska	4	0	4	0		100	-	100	-	1
Ljubljanska	6	0	7	0		100	-	100	-	1
<b>Da li ste analizirali portfolio aktuelnih investicionih projekata i utvrdili prioritete i mogućnost odlaganja pojedinih projekata?</b>										
Banjalučka	28	28	28	29		50	50	49,12	50,88	7
Sarajevska	14	13	14	14		51,85	48,15	50	50	6
Montenegro	5	7	6	6		41,67	58,33	50	50	8
Beogradska	3	2	5	1		60	40	83,33	16,67	4
Zagrebačka	3	2	4	3		60	40	57,14	42,86	4
Makedonska	7	3	8	2		70	30	80	20	3
Budimpeštanska	3	1	3	1		75	25	75	25	2
Ljubljanska	5	1	6	1		83,33	16,67	85,71	14,29	1
<b>Da li ste uradili detaljan finansijski stres-test?</b>										
Banjalučka	24	32	24	33		42,86	57,14	42,11	57,89	7
Sarajevska	13	14	13	15		48,15	51,85	46,43	53,57	6
Montenegro	5	7	6	6		41,67	58,33	50	50	8
Beogradska	3	2	5	1		60	40	83,33	16,67	3
Zagrebačka	3	2	4	3		60	40	57,14	42,86	3
Makedonska	6	4	7	3		60	40	70	30	3
Budimpeštanska	3	1	4	0		75	25	100	-	2
Ljubljanska	6	0	7	0		100	-	100	-	1
<b>Da li ste izdvojili ključne ciljeve i indikatore uspjeha za period krize?</b>										
Banjalučka	21	35	21	36		37,5	62,5	36,84	63,16	7
Sarajevska	9	18	14	14		33,33	66,67	50	50	8
Montenegro	6	6	7	5		50	50	58,33	41,67	4
Beogradska	3	2	4	2		60	40	66,67	33,33	3
Zagrebačka	2	3	2	5		40	60	28,57	71,43	6
Makedonska	5	5	6	4		50	50	60	40	4
Budimpeštanska	4	0	4	0		100	-	100	-	1
Ljubljanska	5	1	7	0		83,33	16,67	100	-	2

Pitanje	2020		2021			2020		2021		
<b>Da li ste jasno definisali svoje prioritete u kriznom periodu i usmjerili sve zaposlene da rade u ovom pravcu (da li su zaposleni informisani o prioritetima)?</b>	Da	Ne	Da	Ne		Da	Ne	Da	Ne	Rang
Banjalučka	17	39	22	35		30,36	69,64	38,6	61,4	8
Sarajevska	9	18	14	14		33,33	66,67	50	50	7
Montenegro	6	6	7	5		50	50	58,33	41,67	4
Beogradska	3	2	4	2		60	40	66,67	33,33	3
Zagrebačka	2	3	2	5		40	60	28,57	71,43	6
Makedonska	5	5	6	4		50	50	60	40	4
Budimpeštanska	4	0	4	0		100	-	100	-	1
Ljubljanska	5	1	7	0		83,33	16,67	100	-	2
<b>Da li ste odredili koji nivo operacija u svakoj od poslovnih funkcija preduzeća se smatra minimalnim nivoom održavanja procesa rada?</b>	Da	Ne	Da	Ne		Da	Ne	Da	Ne	Rang
Banjalučka	22	34	27	30		39,29	60,71	47,37	52,63	7
Sarajevska	9	18	13	15		33,33	66,67	46,43	53,57	8
Montenegro	6	6	6	6		50	50	50	50	6
Beogradska	3	2	4	2		60	40	66,67	33,33	4
Zagrebačka	4	1	5	2		80	20	71,43	28,57	2
Makedonska	6	4	7	3		60	40	70	30	4
Budimpeštanska	3	1	3	1		75	25	75	25	3
Ljubljanska	5	1	6	1		83,33	16,67	85,71	14,29	1
<b>Da li ste definisali model za obezbjeđenje kontinuiteta poslovanja u slučaju ispoljavanja operativnih rizika (npr. prestanak rada glavnog servera, prekid napajanja električnom energijom, havarije i druge eskalacije)?</b>	Da	Ne	Da	Ne		Da	Ne	Da	Ne	Rang
Banjalučka	32	24	36	21		57,14	42,86	63,16	36,84	5
Sarajevska	13	14	14	14		48,15	51,85	50	50	6
Montenegro	5	7	5	7		41,67	58,33	41,67	58,33	7
Beogradska	3	2	4	2		60	40	66,67	33,33	4
Zagrebačka	4	1	6	1		80	20	85,71	14,29	2
Makedonska	4	6	4	6		40	60	40	60	8
Budimpeštanska	3	1	4	0		75	25	100	-	3
Ljubljanska	6	0	7	0		100	-	100	-	1
<b>Da li ste, kao direktnu posljedicu pandemije, u ovoj godini, bili primorani da otpuštate zaposlene?</b>	Da	Ne	Da	Ne		Da	Ne	Da	Ne	Rang
Banjalučka	29	27	12	45		51,79	48,21	21,05	78,95	3
Sarajevska	6	21	0	28		22,22	77,78	-	100	8
Montenegro	4	8	2	10		33,33	66,67	16,67	83,33	5
Beogradska	3	2	0	6		60	40	-	100	2
Zagrebačka	4	1	1	6		80	20	14,29	85,71	1
Makedonska	3	7	1	9		30	70	10	90	7
Budimpeštanska	2	2	0	4		50	50	-	100	4
Ljubljanska	2	4	0	7		33,33	66,67	-	100	5
<b>Da li smatrate da ćete do kraja godine morati smanjiti broj zaposlenih?</b>	Da	Ne	Da	Ne		Da	Ne	Da	Ne	Rang
Banjalučka	29	27	4	53		51,79	48,21	7,02	92,98	3
Sarajevska	6	21	2	26		22,22	77,78	7,14	92,86	8
Montenegro	4	8	2	10		33,33	66,67	16,67	83,33	5
Beogradska	3	2	3	3		60	40	50	50	1
Zagrebačka	3	2	1	6		60	40	14,29	85,71	1
Makedonska	3	7	2	8		30	70	20	80	7
Budimpeštanska	2	2	1	3		50	50	25	75	4
Ljubljanska	2	4	1	6		33,33	66,67	14,29	85,71	5

<b>Da li svi zaposleni imaju jasna uputstva o načinu funkcionisanja tokom trajanja krize?</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>		<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Rang</b>
Banjalučka	15	41	50	7		26,79	73,21	87,72	12,28	6
Sarajevska	7	20	25	3		25,93	74,07	89,29	10,71	7
Montenegro	1	11	11	1		8,33	91,67	91,67	8,33	8
Beogradska	3	2	5	1		60	40	83,33	16,67	3
Zagrebačka	2	3	7	0		40	60	100	-	5
Makedonska	5	5	5	5		50	50	50	50	4
Budimpeštanska	3	1	4	0		75	25	100	-	1
Ljubljanska	4	2	6	1		66,67	33,33	85,71	14,29	2
<b>Da li ste razmislili alternative stalnom radnom odnosu (npr. naizmjenično uzimanje neplaćenih odmora, kolektivni odmori, raspuštanje radnika na privremenim i povremenim poslovima i drugo)?</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>		<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Rang</b>
Banjalučka	21	35	49	8		37,5	62,5	85,96	14,04	6
Sarajevska	7	20	24	4		25,93	74,07	85,71	14,29	7
Montenegro	2	10	11	1		16,67	83,33	91,67	8,33	8
Beogradska	4	1	5	1		80	20	83,33	16,67	2
Zagrebačka	2	3	6	1		40	60	85,71	14,29	5
Makedonska	6	4	5	5		60	40	50	50	4
Budimpeštanska	4	0	4	0		100	-	100	-	1
Ljubljanska	4	2	6	1		66,67	33,33	85,71	14,29	3
<b>Da li ste analizirali ugovore sa radnicima i identifikovali rizike koji se mogu ispoljiti u slučaju nekih radnopravnih aktivnosti sa vaše strane?</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>		<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Rang</b>
Banjalučka	21	35	52	5		37,5	62,5	91,23	8,77	6
Sarajevska	7	20	26	2		25,93	74,07	92,86	7,14	7
Montenegro	1	11	12	0		8,33	91,67	100	-	8
Beogradska	5	0	6	0		100	-	100	-	1
Zagrebačka	2	3	7	0		40	60	100	-	5
Makedonska	5	5	7	3		50	50	70	30	4
Budimpeštanska	3	1	4	0		75	25	100	-	2
Ljubljanska	4	2	7	0		66,67	33,33	100	-	3
<b>Da li ste procijenili rizik odlaska nekih ključnih zaposlenih tokom ili nakon krize?</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>		<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Rang</b>
Banjalučka	21	35	38	19		37,5	62,5	66,67	33,33	6
Sarajevska	7	20	11	17		25,93	74,07	39,29	60,71	7
Montenegro	2	10	3	9		16,67	83,33	25	75	8
Beogradska	5	0	6	0		100	-	100	-	1
Zagrebačka	3	2	6	1		60	40	85,71	14,29	4
Makedonska	5	5	5	5		50	50	50	50	5
Budimpeštanska	3	1	3	1		75	25	75	25	2
Ljubljanska	4	2	6	1		66,67	33,33	85,71	14,29	3
<b>Da li ste napravili back-up svih bitnih podataka?</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>		<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Da</b>	<b>Ne</b>	<b>Rang</b>
Banjalučka	36	20	37	20		64,29	35,71	64,91	35,09	5
Sarajevska	14	13	23	5		51,85	48,15	82,14	17,86	7
Montenegro	4	8	7	5		33,33	66,67	58,33	41,67	8
Beogradska	5	0	6	0		100	-	100	-	1
Zagrebačka	4	1	6	1		80	20	85,71	14,29	3
Makedonska	6	4	7	3		60	40	70	30	6
Budimpeštanska	3	1	4	0		75	25	100	-	4
Ljubljanska	5	1	7	0		83,33	16,67	100	-	2

