

*Izvorni znanstveni rad
Original scientific paper*

JEL Classification: G01, G17, G32

Džafer Alibegović *

IZAZOVI FINANSIJSKOG MENADŽMENTA: ŠTA SMO NAUČILI IZ KRIZE

CHALLENGES OF FINANCIAL MANAGEMENT: WHAT HAVE WE LEARNED FROM THE CRISIS

Sažetak

Ekonomске posljedice borbe protiv pandemije Covid-19 snažno su pogodile globalno poslovno okruženje. Kompanije širom svijeta, pa tako i u Bosni i Hercegovini, bile su prisiljene na brzu adaptaciju poslovanja "novom normalnom". Poslovne performanse kompanija bile su na udaru. U ovom radu istražujemo efekte mjera na poslovanje kompanija u Federaciji BiH, i to u ključnim kategorijama mjerenja: likvidnost, solventnost, efikasnost upravljanja imovinom, te profitabilnost i rentabilnosti ulaganja. Rezultati ukazuju na ugroženu operativnu efikasnost i financijske rezultate poslovanja, ali i brz oporavak. Efekti krize, također, različito su distribuirani, ovisno o veličini kompanije. Možemo istaknuti da su lekcije iz domena financijskog menadžmenta: očuvanje likvidnosti, ubrzanje obrta, fleksibilnost u upravljanju, te optimizacija korištenja imovine, naučene.

Ključne riječi: *COVID-19 kriza, poslovne performanse, likvidnost, solventnost, operativna efikasnost, profitabilnost, finansijski menadžment.*

Abstract

The economic consequences of the fight against the Covid-19 pandemic have hit the global business environment hard. Companies around the world, including in Bosnia and Herzegovina, were forced to quickly adapt their operations to the "new normal". The business performance of the companies was under attack. In this paper, we investigate the effects of the measures on the business operations of companies in the Federation of BiH, namely in the key measurement categories: liquidity, solvency, efficiency of asset management and profitability of investments. The results indicate a threatened operational efficiency and financial results of the business, but also a quick recovery. The effects of the crisis are also distributed differently, depending on

* Prof. dr. Džafer Alibegović, Ekonomski fakultet Univerziteta u Sarajevu,
Trg Oslobođenja Alija Izetbegović 1, Sarajevo; dzafer.alibegovic@efsa.unsa.ba

the size of the company. We can point out that the lessons from the domain of financial management: preservation of liquidity, acceleration of turnover, flexibility in management, and optimization of the use of assets, have been learned.

Key words: *COVID-19 crisis, business performance, liquidity, solvency, operational efficiency, profitability, financial management*

UVOD

Financijski menadžment važi za iznimno složenu oblast financija, kako u teorijskom, tako i u praktičnom smislu. Ipak, kada se posmatra u kontekstu odluka koje se u okviru upravljanja korporativnim finansijama donose - radi se o *svega* tri odluke: odluci o investiranju, odluci o finansiranju i odluci o upravljanju operativnom imovinom (radnim kapitalom). Odluka o investiranju odnosi se na detekciju, analizu i odabir investicijskih projekata koje će kompanija realizirati u budućnosti. Odlukom o financiranju se uspostavlja i upravlja strukturom izvora finansiranja, dok odluka o upravljanju operativnom imovinom (ili bolje rečeno, radnim kapitalom kompanije), predstavlja svakodnevnu alokaciju imovine i optimizaciju njenog korištenja u poslovnom procesu kompanije.

Međutim, iako se radi o naizgled jednostavnim odlukama, financijski menadžment je zaista iznimno složen posao, prvenstveno radi višedimenzionalnosti efekata odluka koje se donose, te radi složenosti okruženja u kojem se odluke donose i realiziraju. Naime, odluka o investiranju određuje projektni portfolio kompanije, što zapravo predstavlja njen biznis i ocrtava dugoročnu poslovnu perspektivu i strategiju. Struktura izvora financiranja kompaniji osigurava dugoročnu finansijsku stabilnost, a povoljno izvori (nizak trošak finansiranja) osiguravaju mogućnost kreiranja nove vrijednosti u kompaniji. Ipak, niti jedno, niti drugo (upravljanje investicijskim projektima, odnosno upravljanje strukturom i troškom izvora finansiranja), nije moguće optimizirati bez pažljivog i kvalitetnog upravljanja operativnom imovinom. Briga o likvidnosti osigurava kompaniji kratkoročnu finansijsku stabilnost (a prolongirano - i dugoročnu), dok sa druge strane, previsoki nivo likvidnosti spušta profitabilnost kompanije na suboptimalne razine. Osjetljiva priroda upravljanja operativnom imovinom tako nalaže uspostavu dugoročnog balansa između sigurnosti i profita.

Financijski menadžment se ne dešava u vakuumu. Naprotiv, na sve tri opisane odluke u velikoj mjeri utiču parametri okruženja - poslovnog, finansijskog i poreznog. A okruženje se mijenja, u savremenim okolnostima praktično iz dana u dan. Poseban izazov za finansijski menadžment predstavljaju snažni potresi, koji temeljno mijenjaju okolnosti poslovanja i relacije među učesnicima u biznisu i na finansijskim tržištima. Naprosto, sa promjenama u okruženju mijenjaju se okolnosti u kojima se donose odluke finansijskog menadžmenta, kao i parametri na osnovu kojih se odluke donose.

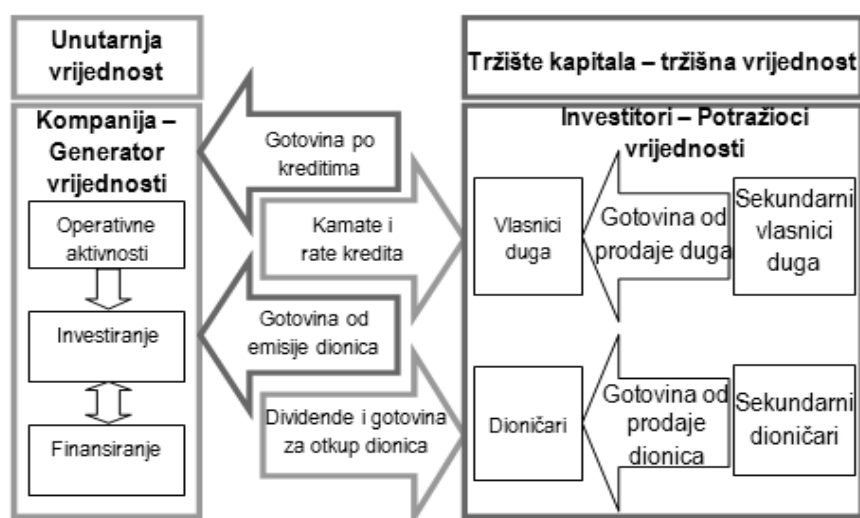
U posljednje dvije godine živimo u "novom normalnom", u znatno izmjenjenim okolnostima koje je u poslovnom i finansijskom okruženju donijela borba sa pandemijom Korona virusa na globalnom nivou. Cilj ovoga rada bio je sagledati efekte koje je izmjena okolnosti poslovanja donijela domaćim kompanijama, te raspraviti moguće lekcije koje smo iz toga mogli (i trebali) naučiti.

1. TEORIJSKE OSNOVE

Krajnji cilj poslovanja (postojanja) kompanije je generisanje vrijednosti za njene dioničare (odnosno, vlasnike kapitala). Iako u korporativnom okruženju postoje i drugi *stakeholderi*, ipak su interesi dioničara u fokusu menadžmenta, pa tako i finansijskog menadžmenta. Alati finansijskog menadžmenta, kako smo već naveli, koriste se u donošenju tri finansijske odluke - odluke o investiranju, odluke o finansiranju, te odluke o upravljanju radnim kapitalom. U konačnici, direktan rezultat optimizacije odluka finansijskog menadžmenta oslikava se u vrijednosti kompanije. Kvalitetan finansijski menadžment (uz ostale poslovne odluke, naravno), investitori i opšta investicijska javnost prepoznaju i na osnovu toga formiraju ponudu i tražnju za dionicama kompanije. Naravno, u sredinama u kojima je razvijeno finansijsko tržište. Mehanizam je u načelu isti i tamo gdje je finansijsko tržište slabo razvijeno, ali je znatno sporiji.

Relacija između odluka i postupaka finansijskog menadžmenta i vrijednosti kompanije, kao ishodišta, nije jednostavna. Penman (2013) vidi kompaniju, odnosno njen menadžment kao *generatore* vrijednosti, dok investitore (dioničare) smatra *potražiocima* vrijednosti („*claimants*“). Menadžment kompanije kreira vrijednost i “emituje” sliku o tome, dok investitori trebaju prepoznati i „ispravno“ interpretirati vrijednost i generatore vrijednosti kompanije. Pojedinačni segmenti ove relacije predstavljeni su na sljedećoj slici (Penman, 2013: 11):

Slika 1: Relacija kompanije i poslovnog i finansijskog okruženja



Kompanija generiše dodanu vrijednost dok je prinos na njene investicije viši od troška izvora financiranja (Ehrhardt, Brigham, 2011). Prinos na investicijski portfolio je ponderisani prosjek prinosa na pojedinačne investicije, korigovan za rizik povezan sa ovim investicijskim projektima (mjereno standardnom devijacijom). Trošak izvora financiranja, sa druge strane, predstavlja ponderisani prosjek troška pojedinačnih izvora finansiranja, koji se uobičajeno mjere tržišnim prinosom. Tako se, kao trošak duga, uglavnom uzima prinos do dospeljeća obveznica, dok trošak kapitala predstavlja tržišni prinos na dionice, koji se uobičajeno mjeri primjenom CAPM modela (Van Horne i Wachowicz, 2007).

Međutim, ukupan prinos na investicije u velikoj mjeri ovisi od sposobnosti menadžmenta da optimizira veličinu, te efikasno koristi imovinu kompanije (koja zapravo služi generisanju

vrijednosti). Menadžment kompanije generiše i prezentira vrijednost investitorima, a investitori prepoznaju tu vrijednost i snabdijevaju kompaniju izvorima finansiranja. Kako poslovne performanse kompanije nije jednostavno mjeriti, finansijska analiza se uglavnom fokusira na dva aspekta vrijednosti:

- očekivani novčani tok i zarade – kao najvažnije ishodište poslovanja kompanije u budućnosti, te
- finansijske koeficijenate (racio analiza) – kao mjerilo trenutne vrijednosti imovine, obaveza i kapitala kompanije, kao i ostvarenih poslovnih rezultata u ranijem periodu.

Kada je riječ o analizi finansijskih koeficijenata, Van Horne i Wachowicz (2007) ističu pet kategorija pokazatelja, kojima se mjere poslovne i finansijske performanse kompanije:

- pokazatelje zaduženosti, kao pokazatelje granice do koje se kompanije mogu finansirati dugom (nasuprot finansiranja kapitalom),
- pokazatelji pokrića, koji mjere sposobnost kompanije da podmiruje svoje finansijske obaveze,
- pokazatelji aktivnosti, koji mjere stepen efikasnosti kompanije u korištenju imovine,
- pokazatelje likvidnosti - sposobnost kompanije sa podmiruje kratkoročne obaveze, te
- pokazatelje profitabilnosti, koji mjere poslovni rezultat kompanije, povezujući profit sa prihodima, te imovinom i kapitalom, čijom upotrebom je profit generisan.

Pri tome, ne smijemo zaboraviti da se finansijska analiza i procjena vrijednosti kompanije, pa tako i efikasnosti finansijskog menadžmenta, dešava u konkretnom poslovnom kontekstu i okruženju, podložnom brojnim endogenim i egzogenim varijablama. Korporativni finansijski menadžment se suočava sa nizom izazova i u normalnim okolnostima i stabilnom okruženju. U kriznom vremenu, kakvo je svakako bilo razdoblje pandemije Korona virusa, izazovi finansijskom menadžmentu su daleko teži, a posljedice višestruke i složene.

2. PREGLED LITERATURE

Prvi negativni efekti na poslovanje kompanija, uzrokovani mjerama borbe protiv Covid-19 pandemije, razumljivo, pokazali su se u domenu upravljanja radnim kapitalom, odnosno očuvanjem potrebnog nivoa likvidnosti. Primjerice, američke kompanije, prema nalazima istraživanja Almeida (2021) susrele su se padom likvidnosti vrlo rano, već tokom 2020. godine, ali je odgovor američke vlade i podrška finansijskim tržištima bio pravovremen. Iako to nije idealno rješenje, američke kompanije su posegnule za dugoročnim zaduživanjem, kako bi popravile kratkoročne gotovinske bilanse. U tom smislu, sačuvali su finansijsku stabilnost, ali su promijenili omjer duga i kapitala u strukturi izvora finansiranja, navodi autor.

Potvrda ovih zaključcima može se naći i u radu Pagano i Zechner (2022), gdje su autori utvrdili (pored ostalog) da su američke kompanije uprkos pandemijskoj krizi, zapravo povećale ukupnu vrijednost bilansne pasive, ali na dva različita načina - velike kompanije, čijim se dionicama aktivno trguje na berzama, smanjile su omjer finansijske poluge (povećale udio kapitala u strukturi izvora finansiranja), dok su male i srednje kompanije (SMEs) taj omjer povećale (kroz intenzivno zaduživanje kod banaka). U oba slučaja, pribavljena sredstva su iskorištenja za popravljavanje likvidnosti. Problemi sa održavanjem nivoa likvidnosti

kompanija bili su globalno prisutni, a rješenja su bila različita. Na samom početku pandemije, autori Cowling, Brown i Rocha (2020) ispitali su spremnost britanskih SME-a da odgovore na pad poslovne aktivnosti i prihoda od prodaje, uzrokovanih padom opšte ekonomske aktivnosti u zemlji. Rezultati su bili zabrinjavajući - tek 39% kompanija je ispravno shvatilo upozoravajuće signale i podiglo nivoe gotovine. 61% britanskih SME-a nije pravovremeno reagovalo i ostali su ranjivi na pad likvidnosti. Najgore su bile pogođene kompanije koje nisu imale zadržanu dobit (njih 8,6%), jer pad prihoda u njihovom slučaju nije značio samo pad likvidnosti, nego i siguran pad u zonu negativnog poslovanja, uz veliku vjerovatnoću bankrota.

Odgovor poljskih kompanija na probleme sa upravljanjem radnim kapitalom bio je nešto sveobuhvatniji. Zimon i Tarighi (2021) su analizirali politike upravljanja radnim kapitalom poljskih SME-a tokom *lockdown-a*. Rezultati su ukazali na umjereno konzervativan odgovor finansijskog menadžmenta, odnosno odsustvo značajnijih promjena politika upravljanja radnim kapitalom. Kompanije sa višim pokazateljima likvidnosti, generalno, bile su rezistentnije na krizu. Pored toga, većina SME-a iz uzorka je nastojala aktivno upravljati ciklusom konverzije gotovine, i to tako što su produžavali rokove naplate (sa ciljem podizanja vrijednosti prodaje), istovremeno nastojeći smanjiti koeficijente obrta dobavljača (odnosno, produžiti rokove plaćanja), radeći sa više dobavljača istovremeno. Na tržištu Europske unije, prvi (a vjerovatno i najsnažniji udar) na likvidnost pretrpile su talijanske kompanije. Carletti et al. (2020, prema Ellul et al, 2020), razmatrali su uticaj Covid-19 krize i blokade likvidnosti, te vlasničkih pozicija velikog broja kompanija u Italiji, uključujući i privatne kompanije (kompanije koje nisu dionička društva, ili se njihovim dionicama ne trguje na berzi, op.a.). Došli su do dva zaključka: kada se prebrodi prva prijetnja pandemijskog okruženja, glavni problem kompanijama će biti manjak kapitala i višak duga (zapravo, promjena omjera finansijske poluge), ali nakon toga, pitanje *zombi* finansiranja “vjerovatno će postati vrlo relevantno” (kompanije koje zarađuju taman toliko da mogu nastaviti poslovanje, ali nemaju dovoljno resursa da servisiraju dugove, op.a.).

Prijetnji za dugoročnu finansijsku stabilnost kompanija tokom i nakon Covid-19 krize, postali su svjesni i drugi autori. U ranoj studiji efekata kontra-pandemijskih mjera na poslovanje kompanija, Nawazish et al. (2020), na uzorku kompanija iz EU, testiraju uticaj na solventnost kompanija. Primjenom višestrukih stres scenarija na nefinansijskim korporacijama, autori dolaze do zaključka da su sve kompanije nazadovale u pogledu pokazatelja solventnosti (finansijske stabilnosti) - posebno kroz pad koeficijenata pokrića i rast troškova duga. Najranjiviji sektori, prema nalazima ovog istraživanja su proizvodnja, rudarstvo i trgovina na malo. U konačnici, naglašavaju potrebu za podrškom države, i to poreznim rasterećenjem na kratki rok, odnosno subvencijama i potporama u pribavljanju izvora finansiranja, na dugi rok. Posljedica izloženosti pandemijskom okruženju na finansijskim tržištima bilo je i pomjeranje omjera duga i kapitala (u korist duga). Anh Vo et al. (2022) su istraživali utjecaj pritiska na finansijskom tržištu na odluku o finansiranju, na međunarodnom uzorku kompanija čije su dionice uvrštene na javno trgovanje. Rezultati istraživanja ukazuju da su finansijski poremećaji izazvani pandemijom uzrokovali brže promjene u omjeru finansijske poluge, a posebno u zemljama u kojima je pandemija imala veći udar na zdravstveni sektor, pa tako i ekonomske odnose. Naposljetku, pad ekonomske aktivnosti, pad prihoda od prodaje, udar na likvidnost i finansijsku stabilnost kompanija, nisu mogli proći bez efekata na poslovne performanse. Za nas, posebno su interesantne kompanije sa tranzicijskih tržišta. Pri tome, pogođene su bile kompanije i na velikim, kao i na malim tržištima. Primjerice, kineske kompanije (tržište na kojem je kriza počela, te gdje su *lockdown* mjere bile najstrožije i najsveobuhvatnije), prema nalazima istraživanja Huayu et al. (2020), pretrpjele su oštar pad

prihoda od prodaje, što je rezultiralo padom prinosa na imovinu (ROA) i prinosa na kapital (ROE). Interesantan je nalaz da je pad pokazatelja profitabilnosti i prinosa bio oštiji kod kompanija sa manjim nivoom investicija, kao i sa nižim prihodima od prodaje (od prosječnih za industrijsku granu kojoj pripadaju). Na sličan način bile su pogođene kompanije u (razmjerno) maloj tranzicijskoj ekonomiji, kakva je primjerice Rumunija. Achim et al. (2022) su na uzorku od 218 kompanija (različite veličine i privredne grane) listanih na berzi, utvrdili pad neto profita od čak 37,43%. Nasuprot nalazima sa velikih i razvijenih tržišta, veću rezistentnost na krizu na rumunskom tržištu su pokazale male kompanije, posebno one iz domena poljoprivrede, trgovine i IT biznisa. Istraživanja efekata protivpandemijskih mjera, bazirana na lokalnom tržištu, nisu tako brojna, ali ipak treba istaknuti njihov značaj. Na primjer, u jednom od ranih radova, autorica Duvnjak (2020) posmatra utjecaj pandemije i *lockdown* mjera na likvidnost kompanija u Bosni i Hercegovini, kao indikatora poslovne krize. U fokusu je uticaj pandemije na mogućnost financijskog restrukturiranja u kompanijama. Autorica zaključuje da pandemija, kao iznenadni događaj, u potpunosti onemogućava kompanije u realizaciji planova restrukturiranja i prisiljava ih na upravljanje, kako navodi, „od danas do sutra“.

Čegar (2021) analizira pokazatelje likvidnosti, solventnosti i profitabilnosti, na uzorku od 119 kompanija listanih na berzama Bosne i Hercegovine, Crne Gore, Hrvatske, Sjeverne Makedonije, Slovenije i Srbije. Posmatran je period od 2018. do 2020. godine, te se zaključuje da su sve kompanije pretrpile negativan efekat, ali da su posebno izložene bile kompanije iz djelatnosti saobraćaja i skladištenja, te hotelijerstva i ugostiteljstva. Unutar istog skupa tržišta, Grujić i Rajčević (2022) su napravili komparativnu analizu otpornosti kompanija listanih na berzama, sa ciljem uporedbe spremnosti na krizu i reakcija među kompanijama u različitim zemljama. Uvrdili su da kompanije na berzama u Bosni i Hercegovini, Crnoj Gori i Sjevernoj Makedoniji (berze sa manjom tržišnom kapitalizacijom), „ulaze manje spremna na krizu i sporije se prilagođavaju krizi u odnosu na društva listirana na većim berzama“.

Alibegović i Mahmutović (2021) su posmatrali promjene indikatora poslovne performanse na cjelokupnoj populaciji privrednih društava u Federaciji BiH, u 2020. godini u odnosu na 2019. godinu. Analizirani su indikatori iz pet grupa mjera performansi kompanija: likvidnosti, finansijske stabilnosti, efikasnosti upravljanja imovinom, te profitabilnosti i rentabilnosti ulaganja. Rezultati istraživanja pokazali su da nisu sve kompanije pretrpile jednake posljedice, odnosno da su male kompanije bile rezistentnije na krizu od velikih. Najoštriji pad pokazatelja kompanije su pretrpile u domenu upravljanja imovinom, ali je većina kompanija ipak zadržala neophodnu likvidnost i solventnost. Profitabilnost, iako nejednako distribuirana, u velikoj mjeri je očuvana. Naposljetku i konzistentno drugim istraživanjima, autori ističu da je sektor turizma i ugostiteljstva pretrpio najveće devastirajuće posljedice.

3. METODOLOŠKI OKVIR

Cilj ovog istraživanja jeste sagledavanje izazova koje su pred finansijski menadžment kompanija u domaćoj ekonomiji donijele temeljno izmjenjene okolnosti u poslovnom i finansijskom okruženju. U tom smislu, radi se o nastavku i produžetku istraživanja koje smo napravili prošle godine, uz dvije napomene. Prvo, tokom 2021. godine kontra-pandemijske mjere u ekonomskom okruženju *de facto* su prestale, pa smo u prilici posmatrati cjelokupni period pandemijske krize. I drugo, ovaj put u fokusu istraživanja neće biti privreda Federacije BiH, nego je uklon na upravljanju finansijama na nivou kompanije. Stoga će rezultati

istraživanja biti posmatrani i diskutovani u tom smislu. Stoga, metodologija istraživanja se funkcionalno nastavlja na prethodni rad (Alibegović i Mahmutović, 2021).

Kao istraživačka pitanja, ovaj put smo definisali:

- da li veličina kompanije ima uticaja na otpornost na krizu,
- da li su sve mjere poslovne performanse kompanija pogođene jednako, te
- koji aspekti finansijskog menadžmenta trebaju biti u fokusu u krizno vrijeme?

Istraživanje je napravljeno na cjelokupnoj populaciji kompanija u Federaciji BiH, korištenjem finansijskih izvještaja za 2019, 2020. i 2021. godinu. Prvo predstavljamo opšte trendove kretanja ključnih kategorija imovine, obaveza i finansijskog rezultata, a zatim metodom komparacije analiziramo promjene pokazatelja poslovne performanse kompanija po kategorijama veličine. Sa ciljem uporedivosti i nepristrasne diskusije, izračunali smo najvažnije pokazatelje racio analize u pet ključnih kategorija mjerenja poslovne performanse: likvidnost, finansijska stabilnost, efikasnost korištenja imovine, te profitabilnost i rentabilnost ulaganja. Pokazatelji su izračunati korištenjem sljedećih obrazaca:

Likvidnost:

$$\text{Tekući omjer}^1: \frac{\text{Tekuća sredstva}}{\text{Kratkoročne obaveze}} = \frac{035}{140} \quad (1)$$

$$\text{Ubrzani omjer: } \frac{\text{Gotovina, kratkoročna potraživanja i plasmani}}{\text{Kratkoročne obaveze}} = \frac{043}{140} \quad (2)$$

$$\text{Produktiv. obrtnog kapitala: } \frac{\text{Poslovni prihodi}}{\text{Tekuća sredstva - Kratkoročne obaveze}} = \frac{201}{035-140} \quad (3)$$

Finansijska stabilnost:

$$\text{Omjer finans. stabilnosti: } \frac{\text{Stalna sredstva i dugoročni plasmani}}{\text{Kapital + Dugoročne obaveze}} = \frac{001}{101+131} \quad (4)$$

$$\text{Omjer duga: } \frac{\text{Dugor. obaveze + Kratkor. obaveze}}{\text{Poslovna aktiva}} \times 100 = \frac{131+140}{065} \times 100 \quad (5)$$

$$\text{Pokriće troškova kamata: } \frac{\text{Dobit od poslovnih aktivnosti}}{\text{Rashodi kamata}} = \frac{225}{236} \quad (6)$$

Efikasnost korištenja imovine:

$$\text{Koeficijent obrta imovine: } \frac{\text{Poslovni prihodi}}{\text{Poslovna aktiva}} = \frac{201}{065} \quad (7)$$

$$\text{Koeficijent obrta zaliha: } \frac{\text{Poslovni prihodi}}{\text{Zalihe i sredstva namijenjena prodaji}} = \frac{201}{036} \quad (8)$$

$$\text{Koeficijent obrta potraživanja: } \frac{\text{Poslovni prihodi}}{\text{Kratkoročna potraživanja}} = \frac{201}{047} \quad (9)$$

¹ Za svaki pokazatelj data je formula prema Bragg (2002), kao i šifre AOP iz finansijskih izvještaja.

Profitabilnost – rentabilnost:

$$\text{Operativni prinos: } \frac{\text{Neto dobit perioda}}{\text{Ukupan prihod}} \times 100 = \frac{311}{201+227+244+266} \times 100 \quad (10)$$

$$\text{Prinos na ukupnu imovinu (ROA): } \frac{\text{Neto dobit perioda}}{\text{Poslovna aktiva}} = \frac{311}{065} \quad (11)$$

$$\text{Prinos na kapital (ROE): } \frac{\text{Neto dobit perioda}}{\text{Osnovni kapital}} = \frac{311}{102} \quad (12)$$

Izbor pokazatelja opredijeljen je u svakoj kategoriji širokom zastupljenošću i neograničenom uporedivošću pokazatelja, te mogućnošću nepristrasne intepretacije rezultata.

4. REZULTATI ISTRAŽIVANJA

Kontrapandemijske mjere u zdravstvenom sektoru (ograničenje kretanja i fizička distanca) uvedene u proljeće 2020.godine imale su neumitne ekonomske posljedice. Pad ekonomske aktivnosti instantno je oborio prihode od prodaje uz znatno sporiji pad troškova (fiksna komponenta troškova se znatno sporije prilagođava promjenama obima poslovanja). Rezultati poslovanja u toj godini su snažno degradirali. Međutim, faktički izlazak iz *lockdown*-a u 2021. godini donio je oporavak. Rast prihoda u ovoj godini znatno je nadmašio pad iz 2021. godine. Pored vraćanja u (relativno) “staro normalno”, rast prihoda jednim dijelom je generisan i gomilanjem zaliha (kako namirnica u kućanstvima, tako i repromaterijala u privredi), uzrokovanog najavom i razvojem inflacije, kao i opštom nesigurnošću na tržištu nabave.

U narednim tabelama predstavljeni su (skraćeni) uporedni bilans uspjeha za kompanije u Federaciji BiH, kao i analiza trenda promjene i strukture bilansa:

Tablica 1: Uporedni agregatni bilans uspjeha kompanija u Federaciji BiH

Opis	Vrijednost u mil. KM				
	2019	2020	2021	Razlika 20/19	Razlika 21/20
Poslovni prihodi	50.234	45.045	54.788	-5.189	9.743
Poslovni rashodi	47.162	42.388	50.722	-4.774	8.334
Materijalni troškovi	9.773	8.678	11.037	-1.095	2.359
Troškovi plata i ličnih primanja	7.385	7.148	7.795	-238	647
Troškovi amortizacije	2.218	2.222	2.350	4	128
Nematerijalni troškovi	1.827	1.654	1.958	-173	304
Dobitak poslovnih aktivnosti	3.820	3.394	4.756	-426	1.362
Gubitak poslovnih aktivnosti	747	737	690	-10	-47
Ostali prihodi i dobiti	860	768	1.013	-92	245
Ostali rashodi i gubici	933	806	1.012	-126	206
Neto dobit perioda	3.332	2.946	4.147	-386	1.201
Neto gubitak perioda	901	752	702	-148	-50

Tablica 2: Pregled trenda i strukture bilans uspjeha kompanija u Federaciji BiH

Opis	Omjer		Struktura		
	2020/2019	2021/2020	2019	2020	2021
Poslovni prihodi	-10,33%	21,63%	100,00%	100,00 %	100,00 %
Poslovni rashodi	-10,12%	19,66%	93,88%	94,10%	92,58%
Materijalni troškovi	-11,21%	27,19%	19,45%	19,26%	20,14%
Troškovi plata i ličnih primanja	-3,22%	9,06%	14,70%	15,87%	14,23%
Troškovi amortizacije	0,19%	5,74%	4,42%	4,93%	4,29%
Nematerijalni troškovi	-9,45%	18,38%	3,64%	3,67%	3,57%
Dobitak poslovnih aktivnosti	-11,15%	40,14%	7,60%	7,53%	8,68%
Gubitak poslovnih aktivnosti	-1,37%	-6,38%	1,49%	1,64%	1,26%
Ostali prihodi i dobiti	-10,69%	31,88%	1,71%	1,71%	1,85%
Ostali rashodi i gubici	-13,55%	25,53%	1,86%	1,79%	1,85%
Neto dobit perioda	-11,59%	40,75%	6,63%	6,54%	7,57%
Neto gubitak perioda	-16,46%	-6,70%	1,79%	1,67%	1,28%

Prvo što možemo istaknuti je pad prihoda od 5,19 milijardi KM, odnosno 10,33% u 2021.godini, na nivou cijele Federacije BiH (sa 50,23 milijarde KM na 45,04). Međutim, u 2021.godini, poslovni prihodi su porasli za 9,74 milijardi KM (21,63%), čime je znatno nadmašen pad iz prethodne godine. Naravno, u 2021.godini su rasli i troškovi poslovanja, posebno materijalni troškovi. Ipak, neto dobit koja je u 2020.godini opala za 11,59%, u 2021.godini je porasla za 40,75%.

Interesantno je pogledati promjene u strukturi bilansa uspjeha. Udio poslovnih rashoda u strukturi prihoda je smanjen (sa 93,88% na 92,58%), što svjedoči o efikasnijem upravljanju troškovima u kompanijama. Ipak, udio materijalnih troškova je povećan, kao posljedica rasta cijena repromaterijala na globalnom tržištu. Troškovi rada, iako u apsolutnom iznosu uvećani, tokom 2021.godine su smanjili svoj udio u strukturi prihoda. U konačnici, udio dobiti u strukturi prihoda je povećan (sa 6,63% u 2019., preko 6,54% u 2020., na 7,57% u 2021.godini).

Međutim, opšta slika postaje daleko interesantnija kada se pogleda distribucija promjene prihoda, dobiti i gubitka, prema veličini kompanije:

Tablica 3: Uporedni pregled poslovnih prihoda, dobiti i gubitka kompanija u FBiH (mil. KM)

Kategorija	Opis	2019	2020	2021	Razlika 2020/2019		Razlika 2021/2020	
Male kompanije	Poslovni prihodi	6.451	6.057	14.078	-394	-6,11%	8.021	132,43%
	Neto dobit	589	582	1.435	-7	-1,19%	853	146,56%
	Neto gubitak	197	215	316	18	9,14%	101	46,98%
Srednje kompanije	Poslovni prihodi	8.160	7.741	13.768	-419	-5,13%	6.027	77,86%
	Neto dobit	664	612	1.057	-52	-7,83%	445	72,71%
	Neto gubitak	321	229	184	-92	-28,66%	-45	-19,65%
Velike kompanije	Poslovni prihodi	35.624	31.247	26.941	-4.377	-12,29%	-4.306	-13,78%
	Neto dobit	2.079	1.752	1.655	-327	-15,73%	-97	-5,54%
	Neto gubitak	383	308	201	-75	-19,58%	-107	-34,74%

U prvoj pandemijskoj godini, poslovni prihodi su smanjeni u sve tri kategorije privrednih društava, ali intenzitet pada nije bio jednak. Najmanje otpornim na krizu pokazale su se velike kompanije (što je razumljivo jer su velike kompanije najviše vezane za globalna tržišta. Pad prihoda velikih kompanija bio je 12,29%. Male i srednje kompanije pokazale su se nešto rezistentnijim. Pad prihoda u ovim kategorijama kompanija relativno je manji: 6,11% u malim kompanijama i 5,13% u srednjim kompanijama. I dobit je opala manje u malim i srednjim kompanijama, nego u velikim (1,15%, odnosno 7,81%, prema 15,73% koliko je opala dobit u velikim kompanijama). Ipak, male kompanije su pokazale ranjivost u kriznim okolnostima upravo činjenicom da se radi o jedinjoj kategoriji u kojoj je vrijednost gubitka u 2020.godini značajno porasla (18,23 miliona KM ili 9,26%). Možemo naslutiti da se radilo o povećanju broja malih kompanija koje su poslovale sa gubitkom, što govori o tome da veliki broj malih kompanija posluje na rubu rentabilnosti i u vremenu kada nema krize.

Međutim, kompletna slika se vidi kada se sagledaju trendovi u 2021.godini. Mala privredna društva su se snažno oporavila. Prihodi su više nego udvostručeni (132,43% rasta, sa 6,06 milijardi KM na 14,08 milijardi KM), dobit je porasla za 146,56%, ali je porastao i gubitak (za 46,98%). Teza o osjetljivosti malih kompanija na promjenu poslovnog okruženja i dalje stoji - male kompanie brže reaguju na negativne, ali i na pozitivne promjene u okruženju. Oporavak srednjih kompanija, iako umjereniji, može se smatrati zadovoljavajućim. Poslovni prihodi u 2021. godini su porasli za 77,86%, dobit za 72,71%. Posebno je važno istaknuti da se vrijednost pretrpljenog gubitka u ovoj kategoriji kompanija smanjila za 19,65% u odnosu na 2021. (a čak 42,68% u odnosu na 2019). Nasuprot, velike kompanije se ne oporavljaju ni u 2021.godini. Naprotiv, pad rezultata poslovanja se nastavlja. Poslovni prihodi ove kategorije kompanija su opali za 4,3 milijarde KM (13,78%), a dobit je smanjena za 5,54%. Pad prihoda u 2021. gotovo je istovjetan padu iz 2019., dok je pad dobiti ipak nešto manji.

Za dalju diskusiju efikasnosti finansijskog menadžmenta u kompanijama u Federaciji BiH neophodno je sagledati pokazatelja poslovne performanse u ranije opisanim kategorijama (likvidnost, solventnost, efikasnost korištenja imovine, profitabilnost i rentabilnost). Upoređićemo apsolutnu vrijednost i relativnu promjenu vrijednosti indikatora, te distribuciju efekata po veličini kompanije.

Likvidnost

Likvidnost, kao okosnica upravljanja obrtnim kapitalom, po nalazima citiranih istraživanja, prva se našla na udaru tokom pandemijske krize. Kompanije u Federaciji BiH nisu mogle biti izuzetak.

U narednim tabelama predstavljena je apsolutna vrijednost i relativna promjena odabranih pokazatelja likvidnosti.

Tablica 4: Uporedni pregled vrijednosti pokazatelja likvidnosti, po veličini kompanije

Pokazatelj	Male kompanije			Srednje kompanije			Velike kompanije		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Tekući omjer	1,02	1,06	1,16	1,09	1,09	1,28	1,34	1,33	1,45
Ubrzani omjer	0,66	0,69	0,75	0,71	0,72	0,83	0,88	0,87	0,97
Produkt. rad.kap.	89,52	23,58	10,83	17,03	15,73	8,12	9,92	9,41	8,38

Tablica 5: Uporedni pregled relativne promjene vrijednosti pokazatelja likvidnosti, po veličini kompanije

Pokazatelj	Male kompanije		Srednje kompanije		Velike kompanije	
	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020
Tekući omjer	4,36%	9,31%	0,02%	17,36%	-0,48%	8,78%
Ubrzani omjer	4,63%	8,79%	0,89%	15,86%	-1,27%	12,13%
Produkt. rad.kap.	-73,66%	-54,07%	-7,66%	-48,37%	-5,14%	-10,92%

Kompanije u BiH generalno imaju problem održavanja adekvatnog nivoa likvidnosti. Taj je problem postojao prije pandemije, ali ga pandemija, na sreću, nije znatno pogoršala. Naime, kako se vidi iz gornjih tabela, kompanije su uspjele očuvati likvidnost. Velike kompanije, koje su bile najlikvidnije prije pandemije, ostale su najlikvidnije i tokom krize. Ipak, i ovdje se može vidjeti dinamična priroda finansijskog upravljanja u malim i srednjim kompanijama - ove dvije kategorije kompanije su znatno unaprijedile pokazatelje likvidnosti, čak i tokom pandemije. Naime, tekući omjer je u malim kompanijama porastao za 4,36% u 2020. i za 9,31% u 2021.godini. Isti pokazatelj kod srednjih kompanija je u prvoj pandemijskoj godini ostao praktično na nivou od ranije, dok je u 2021.godini unaprijeđen za 17,36%. Sličan trend je ostvaren i sa ubrzanim omjerom. Kod velikih kompanija, situacije je nešto drugačija. Pokazatelji likvidnosti su ovim kompanijama opali u prvoj, a popravili se u drugoj pandemijskoj godini. Radi razmjerno visoke vrijednosti pokazatelja, velike kompanije nisu bile likvidnosno ugrožene, ali očito je da sporije reaguju.

Sa druge strane, produktivnost radnog kapitala značajno je opala u svim kompanija, vjerovatno kao posljedica nadproporcionalnog rasta vrijednosti radnog kapitala, radi porasta vrijednosti tekuće imovine. Porast vrijednosti tekuće imovine, u okolnostima reducirane poslovne aktivnosti, očito ne predstavlja povoljan pokazatelj poslovanja (kompanije imaju višak tekuće imovine koji ne mogu efikasno iskoristiti).

Solventnost

Kompanije u Federaciji BiH su kroz pandemijsku krizu ostale finansijski stabilne. Solventnost nije bila ugrožena (i ovdje možemo istaknuti generalni problem razmjerno visoke zaduženosti, ali taj je problem postojao i prije pandemije), što se može vidjeti iz narednih tabela:

Tabela 6: Uporedni pregled vrijednosti pokazatelja solventnosti, po veličini kompanije

Pokazatelj	Male kompanije			Srednje kompanije			Velike kompanije		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Omjer finans. stabilnosti	0,83	0,81	0,80	0,95	0,97	0,87	0,91	0,91	0,95
Omjer zaduženosti	60,22	59,06	55,65	50,38	51,88	47,51	39,80	39,63	36,72
Pokriće troška kamata	13,65	15,55	16,22	7,73	8,98	12,40	11,25	12,06	15,18

Tabela 7: Uporedni pregled relativne promjene vrijednosti pokazatelja solventnosti, po veličini kompanije

Pokazatelj	Male kompanije		Srednje kompanije		Velike kompanije	
	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020
Omjer finans.stabilnosti	-3,21%	-0,65%	1,56%	-10,12%	-0,32%	4,24%
Omjer zaduženosti	-1,91%	-5,78%	2,98%	-8,42%	-0,42%	-7,34%

Pokriće troška kamata	13,91%	4,29%	16,18%	38,12%	7,25%	25,85%
-----------------------	--------	-------	--------	--------	-------	--------

Blagi rast zaduženosti u 2020. godini imale su kompanije srednje veličine, ali je nivo duga u strukturi izvora finansiranja i kod ovih kompanija reduciran već tokom 2021.godine. Male kompanije bilježe trend blagog opadanja finansijske stabilnosti (finansiranja imovine dugoročnim izvorima), ali i taj trend usporava. Odsustvo trenda povećanja zaduženosti možemo vjerovatno pripisati i nedovoljno razvijenom finansijskom tržištu, kao i nedostatku povoljnog kreditiranja, kakvo je bilo prisutno u drugim zemljama, na koje se referiraju citirana istraživanja. Posebno je vrijedno istaknuti činjenivu da je pokazatelj pokrića troškova kamata (profitom) porastao u obje posmatrane godine, za sve kategorije kompanija. Imajući u vidu ovaj trend, opravdano se možemo nadati da u domaćoj privredi neće biti bojazni od “zombi” finansiranja, a što se ističe kao problem u drugim sredinama.

Distribucija pokazatelja po kriteriju veličine kompanije i dalje je neravnomjerna. Iako se nivoi zaduženosti popravljaju, male kompanije i dalje imaju najveći udio duga u strukturi izvora finansiranja, dok su velike kompanije (gotovo tradicionalno) najbolje kapitalizirane.

Efikasnost korištenja imovine

U okolnostima smanjene poslovne aktivnosti (što je bilja posljedica *lockdown* mjera), imovina kojom kompanije stvaraju vrijednost ne može se efikasno koristiti. Pad pokazatelja obrta imovine, zaliha i potraživanja u 2020. godini bio je evidentan u svim kategorijama veličine kompanija:

Tablica 8: Uporedni pregled vrijednosti pokazatelja efikasnosti korištenja imovine, po veličini kompanije

Pokazatelj	Male kompanije			Srednje kompanije			Velike kompanije		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Koef. obrta imovine	0,70	0,65	0,70	0,49	0,46	0,72	0,83	0,79	0,78
Koef. obrta zaliha	4,24	3,88	4,25	4,05	3,81	5,05	7,27	6,69	7,94
Koef. obrta potraživanja	3,76	3,46	4,05	3,68	3,48	4,81	6,48	6,34	7,00

Tablica 9: Uporedni pregled relativne promjene vrijednosti pokazatelja efikasnosti korištenja imovine

Pokazatelj	Male kompanije		Srednje kompanije		Velike kompanije	
	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020
Koef. obrta imovine	-6,94%	6,92%	-6,08%	56,28%	-4,51%	-1,84%
Koef. obrta zaliha	-8,36%	9,45%	-5,97%	32,50%	-7,87%	18,60%
Koef. obrta potraživanja	-8,15%	17,17%	-5,50%	38,38%	-2,19%	10,42%

Najveći udar pretrpile su male kompanije - koeficijent obrta imovine je pao za 6,94%, koeficijent obrta zaliha za 8,36%, a koeficijent obrta potraživanja za 8,15%. To možda i ne izgleda strašno, ali kada se preračuna u dane trajanja potraživanja (rok naplate) ili vezivanja zaliha onda su se rokovi produžili za prosječno 8,6 dana za potraživanja (sa 97 na 105,6 dana), odnosno osam dana za zalihe (sa 86 na 94 dana). Male kompanije u našem okruženju ionako imaju problema sa naplatom potraživanja, kao i efikasnošću upravljanja zalihama. Svaki dodatni dan produžetka rokova predstavlja im dodatno opterećenje u poslovanju.

Ipak, 2021. donijela je oporavak i u ovom segmentu performanse poslovanja. Istina, za male kompanije, tek povratak na nivo prije pandemije. Međutim, velike, a posebno kompanije srednje veličine značajno su unaprijedile efikasnost upravljanja imovinom. Primjerice, srednje kompanije su popravile koeficijent obrta imovine u 2021. (u odnosu na 2020.) za 56,28%, obrta zaliha za 32,50%, te obrta potraživanja za 38,38%. Na taj način su nadišle pokazatelje iz 2019., i to značajno (obrt imovine za 47%, zaliha za 25%, te potraživanja za 31%). Pretvoreno u dane vezivanja zaliha i naplate potraživanja, rokovi za kompanije srednje veličine su se ozbiljno skratili u 2021. u odnosu na 2019., i to za 18 dana u primjeru zaliha (sa 90 na 72 dana), te 23 dana u pogledu naplate potraživanja (sa 99 na 76 dana). Ovi su rokovi i dalje dugi (posebno naplata potraživanja), ali ipak znatno povoljniji nego ranije.

Profitabilnost i rentabilnost

Kompanije postoje radi stvaranja vrijednosti za vlasnike kapitala. To je njihov ultimativan cilj. Stoga se svi aspekti efikasnosti upravljanja (pa i upravljanja korporativnim finansijama) mogu “pročitati” u indikatorim generisanja profita, odnosno povrata na imovinu i uloženi kapital. Obzirom da se radi o sabirnici poslovnih performansi kompanije, pokazatelji profitabilnosti i rentabilnosti su osjetljivi na promjene poslovanja i poslovnog okruženja.

U narednim tabelama su predstavljeni glavni indikatori profitabilnosti i rentabilnosti ulaganja, i to operativni prinos, prinos na ukupnu imovinu (ROA), te prinos na dionički/vlasnički kapital (ROE):

Tablica 10: Uporedni pregled vrijednosti pokazatelja profitabilnosti i rentabilnosti, po veličini kompanije

Pokazatelj	Male kompanije			Srednje kompanije			Velike kompanije		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Operativni prinos	8,84%	9,31%	9,84%	7,82%	7,64%	7,46%	5,71%	5,47%	6,01%
ROA	6,42%	6,29%	7,12%	3,99%	3,64%	5,52%	4,86%	4,45%	4,78%
ROE	28,96%	30,23%	33,21%	12,66%	12,45%	19,85%	13,56%	13,44%	12,53%

Tablica 11: Uporedni pregled relativne promjene vrijednosti pokazatelja profitabilnosti i rentabilnosti

Pokazatelj	Male kompanije		Srednje kompanije		Velike kompanije	
	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020	2020/2019	2021/2020
Operativni prinos	5,32%	5,69%	-2,30%	-2,36%	-4,20%	9,86%
ROA	-2,02%	13,20%	-8,77%	51,65%	-8,44%	7,42%
ROE	4,39%	9,86%	-1,66%	59,44%	-0,88%	-6,77%

Male kompanije su najprofitabilnija kategorija kompanija, što je direktna posljedica visokog stepena efikasnosti u korištenju imovine. Također, ove su kompanije uspjele “zaštiti” profitabilno poslovanje i tokom pandemije. Jedine su imale rast dva od tri pokazatelja profitabilnosti u 2020. (operativni prinos je porastao za 5,32%, a ROE za 4,39%). Velike i srednje kompanije su u istoj godini zabilježile pad performanse. Ipak, i ovdje vrijedi istaknuti da je pad pokazatelja profitabilnosti i rentabilnosti kapitala i kod ovih kompanija bio manji od relativnog pada prihoda. Malo kompanije se najsnažnije i oporavljaju nakon krize. U 2020. su popravile sva tri pokazatelja

profitabilnosti, dok srednje i velike kompanije nisu (kod srednjih kompanija negativan je prirast operativnog prinosa, a kod velikih prinosa na kapital). Još jednom se pokazalo da dinamično upravljanje u malim kompanijama čini ovu kategoriju biznisa najfleksibilnijom i najadaptibilnijom.

ZAKLJUČAK

Pandemija Korona virusa, u prvom redu je predstavljala zdravstvenu ugrozu stanovništva. Stoga su primjenjene stroge i vrlo stare mjere borbe protiv širenja virusa - ograničenje kretanja i fizičkog kontakta ljudi (što je mjera karantina, poznata još iz Dubrovačke republike). Međutim, tako strogo primjenjene epidemiološke mjere neumitno su morale uzrokovati posljedice u privrednom životu. Smanjenje poslovne aktivnosti nije nova prijetnja biznisu i privrednicima. Ipak, kada se reducira poslovna aktivnost, kretanje i potrošnja na globalnom nivou, to predstavlja krizu bez presedana u novijoj historiji. Globalni *lockdown* bio je nova situacija za sve, nepoznata i neizvjesna. Znanja i iskustva koja su poslovni ljudi imali prije pandemije nisu bila uvijek adekvatna i dostatna.

Proces sticanja novih znanja i relevantnih iskustava tekao je mukotrpno, istovremeno sa razvojem krize, a kompanije su se morale prilagođavati praktično “u hodu.” Slijedom istraživanja na globalnom, ali i na lokalnom nivou, pa i na osnovu rezultata ovog rada, možemo izdvojiti nekoliko lekcija iz domena finansijskog menadžmenta, koje su naučene i zasigurno potvrđene tokom krize:

1. Likvidnost je ključna - treba čuvati novac

Prekid trgovine zaustavlja dotok novca. To je bio prvi udar koji su kompanije pretrpile. Kompanije koje su imale više pokazatelje likvidnosti prije pandemije, imale su veću šansu da održe likvidnost tokom pandemije. Nelikvidnost, čak i kratkotrajna, može biti smrtonosna (posebno za male kompanije). Domaće kompanije tokom pandemije nisu bile značajno likvidnosno ugrožene (ili bolje rečeno, nisu bile u lošijoj poziciji nego inače). Međutim, i kod nas su kompanije sa boljom opštom slikom likvidnosti (velike kompanije) lagodnije prošle kroz krizu. Ipak, ni zaštita likvidnosti ne smije biti ultimativan cilj kompanije. Previsoki nivoi likvidnosti dovode profitabilnost na suboptimalan nivo, posebno na dugi rok. Financijski menadžment mora voditi računa o tom balansu.

Rezultati istraživanja upućuju na zaključak da je finansijski menadžment kompanija u BiH vrlo brzo spoznao ovu lekciju i poslovanje kroz pandemiju podredio zaštiti likvidnosti. To se posebno dobro vidi iz trenda oporavka pokazatelja likvidnosti u 2021. godini.

2. Kada novca fali, treba ga osigurati

Iskustva razvijenih zemalja govore da su vlade obilato poduprle privredu fondovima za očuvanje likvidnosti, odnosno finansijske stabilnosti kompanija, bilo direktnim olakšicama i potporama, bilo intervencijom na finansijskim tržištima. Kompanije su koristile fondove koji su im stavljeni na raspolaganje, a posebno su se okrenuli finansijskim tržištima i dužničkim izvorima financiranja. Iako su na taj način promijenili strukturu izvora finansiranja, očuvali su dugoročnu finansijsku stabilnost.

Situacija se na sličan način razvijala i kod nas, uz izuzetak nedovoljno aktivne uloge države. Kompanije su posegnule za zaduživanjem, ali u ograničenom obimu, prvenstveno radi slabo razvijenog finansijskog tržišta. Izlaskom iz pandemije, stope kapitalizacije se popravljaju, uz porast indikatora sposobnosti servisiranja duga.

Radovi bazirani na stranim tržištima (kako razvijenim, tako i tranzicijskim) naglašavaju ulogu države i finansijskih tržišta u osiguranju dugoročne finansijske stabilnosti privrede. Sudeći po mjerama koje su kod nas preduzete, a posebno po stepenu razvijenosti (nebankarskog) finansijskog tržišta, pouka teško da je izvučena. Tokom i nakon pandemije, kompanije su ostale oslonjene na bankarski sektor i dokapitalizaciju od strane postojećih investitora.

3. Ubrzanje obrta ima efekat kao nova investicija

Kada se trgovina reducira, a likvidnost oslabi, onda novac mora brže “teći”. Ubrzavanje obrta operativne imovine (potraživanja i zalihe) ima sličan efekat kao nova investicija (pa čak i bolji, jer ne zahtijeva prinos).

Pandemija je devastirala koeficijente obrta domaćim kompanijama u prvoj godini. Koeficijenti obrta imovine opali su gotovo za sve kompanije, rokovi naplate potraživanja (ionako dugi) dodatno su produženi, kao što su produženi i rokovi vezivanja zaliha. U privredi koja ionako ima konstantne probleme u efikasnom korištenju imovine, to je stvorilo dodatni pritisak i ugrozilo poslovanje. Ipak, lekcija je ovdje najbrže usvojena. Nakon faktičkog izlaska iz pandemijske krize, sve su kompanije instantno popravile koeficijente obrta. Istina, male kompanije su se vratile na nivo prije pandemije, dok su srednje i velike (posebno srednje), znatno ubrzale obrt i skratile rokove naplate i zaliha. Jasno je ovdje, da je pregovaračka snaga malih kompanija hendikep u efikasnijem upravljanju imovinom.

4. Profitabilnost se čuva efikasnim korištenjem resursa

Rezultat napora za ubrzavanjem tokova resursa vidljiv je u očuvanju profitabilnosti. Kompanije u Federaciji BiH su poslovale profitabilno i u kriznoj 2020., ali su pokazatelji prinosa opali. Sa izlaskom iz direktne krize, pokazatelji se popravljaju, ali ne posve jednako za sve kategorije kompanije. Snažniji rast ovih pokazatelja (posebno ROA i ROE, kao pokazatelja rentabilnosti ulaganja), ostvarile su kompanije koje rezultat prave manjom vrijednošću resursa (male i srednje kompanije). Srednje kompanije se ovdje ističu jer su kadre generisati veće prihode korištenjem razmjerno manje imovine i kapitala (bržim obrtom, kako smo već naglasili). Možemo zaključiti da je ključ (očuvanja) profitabilnog poslovanja prije u fleksibilnosti i sposobnosti optimizacije alokacije resursa, nego u veličini resursa kojima kompanija raspolaže.

5. Velike kompanije su snažne, ali su manje kompanije “žilave”

Mjere borbe sa pandemijom su pogodile sve kompanije, ali ne na isti način, niti istim intenzitetom. Ako izuzmemo kompanije kojima je *lockdown* pogodovao (poput IT kompanija ili onih koje se bave proizvodnjom hrane), sve su kompanije doživjele potres historijskih razmjera.

Ipak, priroda poremećaja nije ista. Zbog orijentacije i povezanosti sa globalnim tržištima (gdje je lanac kreiranja vrijednosti poremećen), ali i zbog složene organizacijske strukture, te dinamike unutarnjih tokova upravljanja, velike kompanije su podnijele najveći udar. Nisu bile sposobne za brzu adaptaciju novim okolnostima, pa su rezultati poslovanja pretrpjeli pad. Njihov oporavak, iz istih razloga je znatno sporiji. Međutim, ove kompanije snagu crpe iz veličine, gdje velika vrijednost resursa osigurava opstanak.

Kompanije srednje veličine su pokazale najviši stepen fleksibilnosti, posebno u pogledu operativne efikasnosti. Ne samo da su se oduprle krizi, nego su iskoristile priliku i da poprave efikasnost upravljanja. Male kompanije su bile na najvećem udaru (radi slabe materijalne baze), ali su ograničenja najprije i prestala u domenu njihovog poslovanja. One su opstale, uprkos svemu. Njihova (a i naša) sreća je što kriza nije trajala duže.

LITERATURA:

Knjige:

- Bragg, S..M. (2012). *Business Ratios and Formulas*. John Wiley & Sons;
- Ehrhardt , M.C., Brigham, E.F. (2011). *Financial Management*. South-Western, Cengage Learning;
- Penman, S.H., (2013). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill;
- Van Horne, J.C., Wachowicz, J.M. (2009). *Fundamentals of Financial Management*. Pearson Education Limited.

Naučni i stručni radovi:

- Achim, M.V., Safta, I.L., Vaidean, V.L., Muresan, G.M., Borlea, N.S. (2022). *The impact of Covid-19 on financial management: Evidence from Romania*. Economic research-Ekonomska istraživanja, broj 35;
- Alibegović, Dž., Mahmutović, E. (2021), *Uticaj pandemije COVID-19 na poslovne performanse kompanija u Federaciji BiH*, Poslovni konsultant, broj 107;
- Almeida, H. (2021). *Liquidity management during the Covid-19 pandemic*. Asia-Pacific Journal of Financial Studies, broj 50;
- Anh Vo, T., Mieszko, M, Thay, A. (2022). *The impact of COVID-19 economic crisis on the speed of adjustment toward target leverage ratio: An international analysis*. Finance Research Letters, broj 45;
- Carletti, E., Oliviero, T., Pagano, M., Pelizzon, L., Subrahmanyam, M. (2020). *The COVID-19 shock and equity shortfall: Firm-level evidence from Italy*. Review of Corporate Finance Studies, broj 9;
- Čegar, B. (2021). *Uticaj pandemije COVID-19 na finansijske performanse listiranih preduzeća u odabranim državama jugoistočne Evrope*. Zbornik 15. Međunarodni simpozij o korporativnom upravljanju Finrar;
- Cowling, M., Brown, R., Rocha, A. (2020). *Did you save some cash for a rainy COVID-19 day? The crisis and SMEs*. International Small Business Journal: Researching Entrepreneurship, broj 38(7);
- Duvnjak, V. (2020). *Iznenadni događaj (Covid-19 pandemija) – Uticaj na finansijsku krizu u preduzeću i privredi u cjelini*. Poslovne studije, broj 23-24;

- Grujić, M., Rajčević, P. (2022). *Komparativna analiza (ne)spremnosti listiranih akcionarskih društava iz regije na krizu*. Zbornik Jahorinski poslovni forum 2022;
- Huayu, S., Mengyao, F., Hongyu, P., Zhongfu, Y., Yongquan, C. (2020). *The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance*. Emerging Markets Finance and Trade, broj 56;
- Nawazish, M., Birjees, R., Bushra, N., Syed Kumail, A.R. (2020). *Impact of Covid-19 on corporate solvency and possible policy responses in the EU*. The Quarterly Review of Economics and Science, u štampi;
- Pagano, M., Zechner, J. (2022). *COVID-19 and corporate finance*. The Review of Corporate Finance Studies, u štampi;
- Zimon, G., Tarighi, H. (2021). *Effects of the COVID-19 global crisis on the working capital management policy: Evidence from Poland*. Journal of Risk and Financial Management, broj 14.

Web stranice:

- www.fia.ba