



УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ



ЈЕЛЕНА Ж. ПОПОВ

**ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ
МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА**

ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА

Ниш, 2014. година



UNIVERSITY OF NIŠ

FACULTY OF ECONOMICS



JELENA Ž. POPOV

**THE DETERMINANTS OF CROSS-BORDER
MERGERS AND ACQUISITIONS**

THE PHD THESIS

Niš, 2014.

Ментор: Проф. др Ксенија Денчић-Михајлов, ванредни професор
Универзитета у Нишу, Економски факултет

Члан комисије: _____

Члан комисије: _____

Члан комисије: _____

Датум одбране: _____

Научни допринос докторске дисертације

Међународни мерцери и аквизиције (M&A) су резултат природне потребе за растом компанија и ширењем пословања ван националних граница.

У оквиру емпиријског истраживања анализирани су детерминанте прекограничних мерцера и аквизиција у Републици Србији и земљама у непосредном окружењу: Хрватској, Словенији, Мађарској, Бугарској и Румунији. Анализа обухвата десетогодишњи период од 2003. до 2012. године, који поред раздобља релативно повољне пословне климе карактерише и присуство економско-финансијске кризе са свим отежавајућим условима пословања који га прате. Анализирани су следеће потенцијалне детерминанте међународних M&A на макро нивоу: висина бруто друштвеног производа (БДП), стопа раста БДП, тржишна капитализација, индекс политичког ризика, индекс корупције, стопа инфлације и индекс хуманог развоја.

Резултати истраживања показали су статистичку значајност висине и стопе раста бруто друштвеног производа, индекса политичког ризика и тржишне капитализације као детерминанти међународних M&A. Анализирани земље су у различитим фазама развоја, али им је заједничка карактеристика то што представљају потенцијално перспективна подручја за стране инвестиције. Закључак је да су анализирани земље занимљиве страним инвеститорима како са аспекта остваривања дугорочних тако и са аспекта краткорочних циљева улагања. Настојања ових земаља да формирају стимулативно инвестиционо окружење привлаче дугорочно усмерене инвеститоре који имају стратегијски приступ реализацији дугорочне профитабилности. Са друге стране, нестабилно и неповољно пословно окружење које периодично карактерише ове земље привлачи инвеститоре са краткорочним циљевима остварења профитабилности уз прихватање сразмерног нивоа пратећег ризика.

The scientific contribution of the PhD thesis

International M&A are, the result of a natural need for growth and expansion beyond the national borders.

The empirical research includes analysis of the determinants of cross-border M&A in Serbia and countries in the immediate environment: Croatia, Slovenia, Hungary, Bulgaria and Romania. The analysis includes a ten-year period from 2003 to the 2012th year, a period which, in addition to a period of relatively favorable business climate, is characterized by the presence of economic and financial crisis with all the aggravating circumstances of operations that accompany it. Following determinants were analyzed: the height of the gross domestic product (GDP), GDP growth rate, the market capitalization, the index of political risk , corruption index, the inflation rate and the human development index.

The results have shown statistical significance of the height and growth rate of gross domestic product and the index of political risk, and market capitalization as determinants of international M&A. Analyzed countries are at different stages of development, but they have a common feature that they represent potentially promising areas for investment. The conclusion is that transition countries are interesting to foreign investors as a long-term point of view and from the point of view of short-term investments. The conclusion is that the analyzed countries interesting for foreign investors both in terms of achieving long-term and in terms of achieving short-term investment goals. The efforts of these countries to create a stimulating investment environment attracts long-term oriented investors with a strategic approach to creating long-term profitability. On the other hand, unstable and unfavorable business environment that characterizes these countries periodically attracts investors with short-term goal of achieving profitability by accepting the proportional level of the following risk.

ИЗЈАВА МЕНТОРА О САГЛАСНОСТИ ЗА ПРЕДАЈУ

УРАЂЕНЕ ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Овим изјављујем да сам сагласан да кандидат **ЈЕЛЕНА Ж. ПОПОВ** може да преда Реферату за последипломско образовање Факултета урађену докторску дисертацију под називом **ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА** ради организације њене оцене и одбране.

(Потпис ментора: Проф. др Ксенија
Денчић-Михајлов)

STATEMENT OF MENTOR'S CONSENT FOR SUBMISSION OF COMPLETED DOCTORAL DISSERTATION

Hereby, I declare that I agree that the candidate **JELENA Ž. POPOV**, can submit completed doctoral dissertation to the officer for postgraduate education of the Faculty under the name of: **THE DETERMINANTS OF CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS** for the purpose of its evaluation and defense.

(mentor's signature: prof. Ksenija Denčić-
Mihajlov)

ИЗЈАВА

Под пуном материјалном и моралном одговорношћу изјављујем да је приложена докторска дисертација резултат сопственог научног истраживања и да је коришћена литература на адекватан начин цитирана, без преузимања идеја, резултата и текста других аутора на начин којим се прикрива оригиналност извора. У потпуности преузимам одговорност за спроведено истраживање, анализу, интерпретацију података и закључке.

Својеручни потпис:

У Нишу, дана _____ године

S T A T E M E N T

With due material and moral responsibility, hereby I declare that the doctoral dissertation is the result of personal scientific research and that the references used are cited adequately without use of ideas, results and texts of other authors in the way that hides the source's originality. I take the full responsibility for conducted research, analysis, data interpretation and conclusions.

Signature:

Niš, _____

ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА

За разлику од мотива међународних М&А, детерминанте овог облика екстерног раста предузећа, недовољно су истраживане у економској литератури. Фактори који утичу на одлуку о избору међународних М&А као облика раста, могу се поделити у три групе: (1) фактори на нивоу предузећа, (2) фактори на нивоу привредног сектора (3) фактори на нивоу државе.

Докторска теза истражује факторе на макро нивоу који утичу на динамику и вредност међународних М&А у Републици Србији и државама у окружењу (Хрватској, Словенији, Мађарској, Бугарској и Румунији) у периоду 2003.-2012. година. Анализиране детерминанте су: (1) величина и стопа раста земље седишта циљног предузећа, исказане висином и стопом раста бруто друштвеног производа; (2) стабилност институционалног и привредног амбијента, мерена стопом инфлације, индексом корупције, индексом политичког ризика; (3) развијеност финансијског тржишта, мерена тржишном капитализацијом националног тржишта капитала; (4) степен развоја хуманог капитала исказан индексом хуманог развоја (*Human Development Index*).

Резултати спроведеног емпиријског истраживања су показали статистичку значајност четири независно променљиве варијабле: висине и стопе раста бруто друштвеног производа, индекса политичког ризика и тржишне капитализације. Низак ниво индекса политичког ризика, као и нижа стопа раста *per capita* бруто друштвеног производа, утичу на смањење прилива страних директних инвестиција у виду мерцера и аквизиција. То говори у прилог чињеници да формирање стимулативног инвестиционог окружења привлачи инвеститоре са стратегијским приступом и дугорочном пословном усмереношћу, што је основни услов привредног раста и развоја. Са друге стране, тржишна капитализација и висина бруто друштвеног производа су такође статистички значајне детерминанте иностраних М&А, али су у инверзном односу са приливом иностраних М&А. Када су овако подешене варијабле опредељујуће за прилив страног капитала, тада су примарни краткорочни циљеви остварења профитабилности од стране стицатељске компаније. Овакво инвестиционо окружење карактеристика је транзиционих економија, јер честе промене законодавног и регулаторног окружења

дефинишу сразмерну висину политичког и укупног ризика земље. Овај ризик инвеститори су спремни да прихвате у ситуацијама које дају могућност да се искоришћењем тренутних могућности таквог инвестиционог окружења остваре сразмерно висок ниво профитабилности улагања.

Кључне речи: међународни мерцери и аквизиције, стране директне инвестиције, детерминанте, глобална финансијска криза.

THE DETERMINANTS OF CROSS-BORDER MERGERS AND ACQUISITIONS

Unlike the motives of international M & A, the determinants of this form of external company growth are poorly studied in the economic literature. Factors affecting the decision within the selection of international M & A as a form of growth can be divided into three groups: (1) firm level factors (2) factors of economic sector (3) state level factors.

The PhD thesis examines macro level factors that affect the dynamics and value of international M & A in the Republic of Serbia and the neighboring countries (Croatia, Slovenia, Hungary, Bulgaria and Romania) in the period from 2003-2012. Analyzed determinants are: (1) size and growth rate of the target company's headquarter country, as reported by the value and rate of growth of gross domestic product (2) stability of the institutional and economic environment, as measured by the rate of inflation, corruption index, index of political risk, (3) development of the financial market, as measured by market capitalization of the national capital market, (4) the development level of human capital expressed by the Human Development Index.

The results of the empirical study have shown the statistical significance of four independent variables: the height and rate of growth of gross domestic product, index of political risk and the market capitalization. Low level of the index of political risk (increase of the political risk), as lower GDP per capita growth rate, both result in reducing the inflow of foreign direct investment in the form of mergers and acquisitions. It speaks to the fact that the formation of stimulating investment environment attracts investors with a strategic approach and long term business orientation, which is the basic condition of economic growth and development. On the other hand, the market capitalization and the height of gross domestic product are also significant determinants of foreign M & A but they are inversely related to the influx of foreign M & A. When this set of variables is governing to the inflow of foreign capital, then the primary short-term goals to achieve profitability are by the acquiring company. Such investment environment is the characteristic of transition economies because frequent changes of the legislative and regulatory environment define proportional size of the political and total country risk. Investors are ready to accept this risk in situations that give an opportunity to, by

exploiting current possibilities of such investing environment, achieve proportionately high level of profitability of the investment.

Key words: international mergers and acquisitions, foreign direct investments, determinants, the global financial crisis.

Списак табела:

Табела 1. Преглед емпиријских истраживања о детерминантама М&А.....	127
Табела 2. Учешће М&А у укупним страним директним инвестицијама на глобалном нивоу за 1990 годину и периоде 2005-2007. и 2010-2012. година.....	152
Табела 3. Висина БДП по анализираним земљама у периоду 2003-2012. година.....	181
Табела 4. Просечна годишња стопа раста БДП.....	182
Табела 5. Индекс политичког ризика.....	184
Табела 6. Тржишна капитализација.....	186
Табела 7. Индекс хуманог развоја.....	188
Табела 8. Кретање стопа инфлације за анализиране земље у периоду 2003-2012. година.....	189
Табела 9. Тренд кретања вредности индекса корупције у анализираним земљама у периоду 2003-2012. година.....	191
Табела 10. Стране директне инвестиције – улазне.....	193
Табела 11. Ниво М&А – нето продаја у анализираним земљама за период 2003-2012. година.....	194
Табела 12. Ниво (излазних) страних директних инвестиција у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године.....	196
Табела 13. Ниво мерцера и аквизиција (нето куповина) у у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године.....	197
Табела 14. Дескриптивна статистика за целокупан узорак земаља и десетогодишњи период (2003-2012. година).....	201
Табела 15. Матрица корелације (регресиони модел 1).....	201
Табела 16. Матрица корелације (регресиони модел 2).....	202
Табела 17. Резултати регресионе анализе (зависно променљива: вредност међународних мерцера и аквизиција у односу на бруто друштвени производ).....	203
Табела 18. Резултати регресионе анализе (зависно променљива: вредност међународних мерцера и аквизиција – нето продаја).....	204

Списак слика:

Слика 1. Вредност прекограничних М&А и гринфилд пројеката у периоду 2007-2013.....	54
Слика 2. Опадајући тренд М&А активности у периоду 2004-2013.....	55
Слика 3. Преглед теорија и хипотеза мотива М&А.....	64
Слика 4: Кретање М&А активности у свету у 2012-ој години.....	145
Слика 5. Вредност гринфилд пројеката у периоду 2003-2012.....	151
Слика 6. Вредност прекограничних М&А у периоду 2003-2012.....	152
Слика 7: Промене у инвестиционој политици на националном нивоу за период 2000-2012. Година.....	159
Слика 8: Вредност међународних мерцера и аквизиција реализованих од стране приватних инвестиционих фондова, према секторима за период 2005-2012.....	160
Слика број 9: Висина БДП у анализираним земљама у периоду 2003-2012.....	181
Слика 10: Просечна годишња стопа раста БДП у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године.....	182
Слика 11: Индекс политичког ризика.....	185
Слика 12: Тржишна капитализација анализираних земаља у периоду 2003-2012.....	186
Слика 13: Индекс хуманог развоја.....	188
Слика 14: Стопа инфлације.....	190
Слика 15: Тренд кретања вредности индекса корупције корупције у анализираним земљама у периоду 2003-2012. Година.....	192
Слика 16. Стране директне инвестиције – улазне.....	194
Слика 17. Ниво М&А – нето продаја у анализираним земљама за период 2003-2012. Година.....	195
Слика 18. Ниво (излазних) страних директних инвестиција у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. Године.....	196
Слика 19. Ниво мерцера и аквизиција (нето куповина) у у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. Године.....	197

САДРЖАЈ

УВОД	17
I МЕЂУНАРОДНО ТРЖИШТЕ КОРПОРАТИВНЕ КОНТРОЛЕ	
1.1. Детерминанте и развој међународног тржишта корпоративне контроле.....	24
1.2. Механизми међународног тржишта корпоративне контроле.....	32
1.3. Стране директне инвестиције као исход тржишта корпоративне контроле.....	36
1.3.1. Типологија међународних мерџера и аквизиција.....	41
1.3.2. Дилема: гринфилд инвестиције или мерџери и аквизиције.....	45
1.3.3. „Таласи“ међународне мерџер и аквизиционе активности.....	47
1.3.4. Међународни мерџери и аквизиције у контексту глобалне економске кризе.....	52
1.4. Перформансе међународних мерџера и аквизиција.....	57
1.4.1. Краткорочне перформансе међународних М&А.....	59
1.4.2. Дугорочне перформансе међународног екстерног раста.....	61
II МОТИВИ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЏЕРА И АКВИЗИЦИЈА	
2.1 Повећање конкурентности	70
2.1.1 Повећање тржишног учешћа.....	72
2.1.2 Мерџери и аквизиције као дефанзивне стратегије раста.....	73
2.1.3 Остварење економије обима и дубине.....	76
2.1.4 Смањење трансакционих и информационих трошкова.....	77
2.2 Одговор на промене у окружењу.....	79
2.2.1 Регулаторне промене.....	80
2.2.2 Приступ ресурсима и технологији.....	82
2.3 Неефикасно тржиште капитала.....	85
2.3.1 Замена неефикасног менаџмента.....	87
2.3.2 Хеџинг путем диверсификације пласмана.....	88
2.3.3 Хубрис хипотеза.....	89
III ФАЗЕ СПРОВОЂЕЊА МЕЂУНАРОДНИХ М&А	
3.1 Темељно истраживање пословања иностране циљне организације (<i>due diligence</i>).....	92

3.1.1	Специфичности финансијског дју дилиженса иностраног предузећа.....	94
3.1.1.1.	Анализа финансијских извештаја.....	96
3.1.1.2.	Анализа токова готовине.....	97
3.1.2	Дју дилиженс људских ресурса, организационе културе и климе.....	98
3.2	Дефинисање стратегије и тактике међународних мерџера и аквизиција.....	101
3.2.1.	Куповина акција на отвореном тржишту.....	103
3.2.2.	Преузимање контроле над предузећем путем борбе заступника.....	104
3.2.3.	Пријатељско преузимање путем преговора о купопродаји акција.....	105
3.2.4.	Стицање власништва над предузећем путем реализације јавне понуде за преузимање акција.....	106
3.2.5.	Тактика преузимања предузећа која се примењује у условима постојања конкурентских понуда.....	108
3.2.6.	Тактике одбране од преузимања.....	109
3.3	Операционализација међународних мерџера и аквизиција.....	113
3.3.1	Специфичности вредновања међународних мерџера и аквизиција.....	117
3.3.2	Облици финансирања међународних мерџера и аквизиција.....	121

IV ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЏЕРА И АКВИЗИЦИЈА

4.1	Детерминанте међународних М&А на нивоу мултинационалне компаније..	128
4.1.1	Глобална стратегија мултинационалне компаније.....	130
4.1.2	Међународно искуство у реализацији мерџера и аквизиција.....	137
4.1.3	Диверсификација производног програма.....	141
4.2	Детерминанте међународних М&А на нивоу привредног сектора.....	143
4.2.1	Динамика развоја привредног сектора.....	146
4.2.2	Дерегулација и технолошке промене.....	147
4.3	Детерминанте међународних мерџера и аквизиција на макро нивоу.....	150
4.3.1	Величина тржишта земље-седишта циљног предузећа.....	153
4.3.2	Стопа раста тржишта земље-седишта циљног предузећа.....	155
4.3.3	Политичко, институционално и правно окружење.....	157
4.3.4	Порески систем.....	161
4.3.5	Развијеност финансијског тржишта.....	164
4.3.6	Степен развоја хуманог капитала у земљи-седишту циљног предузећа....	166

V ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ М&А У СРБИЈИ И ЗЕМЉАМА У ОКРУЖЕЊУ - ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ

5.1	Опис узорка.....	170
5.2	Опис варијабли.....	178
5.2.1	Бруто друштвени производ.....	180
5.2.2	Индекс политичког ризика.....	183
5.2.3	Тржишна капитализација.....	185
5.2.4	Индекс хуманог развоја.....	187
5.2.5	Стопа инфлације.....	189
5.2.6	Индекс корупције.....	190
5.2.7	Стране директне инвестиције.....	192
5.3.	Хипотезе истраживања.....	198
5.4	Методологија и резултати истраживања.....	199
5.4.1	Дескриптивна статистика.....	200
5.4.2	Резултати и дискусија.....	202
	Закључак.....	213
	Литература.....	219
	Биографија.....	230

УВОД

Савремени услови пословања, конкурентска борба, волатилност и комплексност пословног окружења усмеравају привредне субјекте на непрекидну потребу прилагођавања новонасталим променама. Квалитативно побољшање конкурентске позиције на тржишту може бити резултат примене изабране стратегије раста, при чему мерцери и аквизиције (M&A), као стратегије екстерног раста, омогућавају предузећима боље прилагођавање новонасталим условима и адекватније позиционирање у циљу профитабилнијег пословања. Реализација M&A и позитивни ефекти који произилазе из њихове имплементације, доприносе увећању вредности оствареног профита за инвеститоре, али и задовољењу захтева разних интересних група које гравитирају око предузећа.

Међународни мерцери и аквизиције су, посматрано са аспекта предузећа које их спроводи, резултат природне потребе за растом и ширењем пословања ван националних граница. Са друге стране, развој економије једне земље тражи прилив капитала из иностранства и у том смислу присутна су настојања да се тај капитал привуче и путем мерцера и аквизиција. Према подацима UNCTAD-а, након периода пада стране директне инвестиционе активности на глобалном нивоу (2007.-2009.година), током 2010. и 2011. године долази до раста укупне вредности страних директних инвестиција, при чему међународни M&A чине њен најзначајнији део.

Насупрот домаћим M&A, међународни мерцери и авизиције подразумевају раст на тржиштима ван националних граница при чему стицатељске компаније користе оне шансе које домаћа предузећа на циљном тржишту не могу да уоче нити да експлоатишу. Посматрано са аспекта врста страних инвестиција, M&A представљају ефикаснију алтернативу у односу на друге типове инвестиција јер омогућују инвеститору да уз адекватна улагања у релативно кратком року изврше повраћај уложених средстава. Имперфекције тржишта фактора производње и тржишта производа основни су покретачи међународних директних инвестиција, па и међународних M&A. Остали важни мотиви међународних мерцера и аквизиција су: промена конкурентског окружења предузећа, брз технолошки развој и регулаторне

промене, одсуство механизма корпоративне контроле на домаћем тржишту, брзина уласка на већ постојеће – разрађено тржиште, могућност за смањивање инвестиционог ризика или елиминисање непосредног конкурента на циљном тржишту.

За разлику од мотива међународних М&А, детерминанте овог облика екстерног раста предузећа, посебно у транзиционим економијама, недовољно су истраживане у економској литератури. Фактори који утичу на одлуку о избору међународних М&А као облику раста, могу се поделити у три групе: (1) *фактори на нивоу предузећа*, као што су искуство пословања на домаћем и међународном тржишту, диверсификација производног програма, стратегија међународног пословања и др.; (2) *фактори на нивоу привредног сектора*, као што су интензитет примене технологије, интензитет коришћења радне снаге и сл; (3) *фактори на нивоу државе* – где спадају величина и стопа раста националног тржишта, културалне сличности и разлике између земље увозника и извозника капитала, порески систем, развијеност тржишта капитала и др. Док се детерминантне прве и друге групе јављају и као фактори домаће М&А активности, детерминантне треће групе специфичне су искључиво за међународну активност спајања и преузимања предузећа.

У вези са претходно наведеним, ***предмет истраживања*** докторске дисертације су детерминанте које на међународном плану опредељују мултинационалне компаније у спровођењу одлуке о улагању у виду мерџера или аквизиција. Током последње две деценије, на глобалном нивоу, уочава се значајан пораст броја и вредности трансакција међународног спајања и преузимања предузећа, које данас чине значајан део вредности укупних страних директних инвестиција. Пораст вредности међународних М&А, посебно у форми тзв. „мега-мерџера“, у транзиционим економијама представља темељни покретач њиховог развоја. Већа заступљеност ове врсте инвестиција приметна је у свим бившим социјалистичким земљама у почетном периоду преласка на тржишни систем привређивања, чија је главна карактеристика била приватизација друштвених (државних) предузећа.

Стране инвестиције у форми мерџера и аквизиција помажу циљним компанијама из земље увознице капитала да превазиђу многобројна ограничења, као што су приступ финансијским изворима, застарела технологија, засићеност/недовољност домаћег тржишта, споро прилагођавање променама тржишних услова. Са друге стране, мултинационалне компаније које се налазе у улози предузећа-стицатеља, су не ретко

при реализацији међународних M&A вођене шпекулативним мотивима и остварењем краткорочних циљева. Негативни ефекти на инострано циљно предузеће огледају се, у тим случајевима, у распродаји имовине, смањењу броја запослених, slabим пословним перформансама у пост-аквизиционом периоду.

У вези са наведеним произилази да је анализа агрегатне вредности и динамике међународних мерцера и аквизиција значајна како са становишта земаља увозница и извозница капитала, тако и са становишта компанија које су укључене у ове фузионе процесе. Европске транзиционе економије, којима припада и српска економија, налазе се у процесу интеграције у светске тржишне токове. У циљу повећања конкурентности домаће економије и њеног прилагођавања правилима која владају на глобалном тржишту, потребно је генерисати и/или прилагодити легислативу, политике и прописе како би се промовисао развој приватног сектора. Ако се пође од тога да мерцери и аквизиције, као облици страних директних инвестиција генерално, било путем директних или индиректних канала, имају позитиван ефекат на економски развој земље седишта циљног предузећа, циљ креатора политике је развој подстицаја за привлачење ове врсте инвестиција. У исто време, потребно је мотивисати домаће инвеститоре да реализују стратегије спајања и преузимања предузећа из иностранства у циљу развоја конкретног привредног сектора. Подстицаји за привлачење страних инвестиција у форми мерцера и аквизиција налазе се у разним сферама, почевши од стабилног институционалног и привредног амбијента, пореског система, брзог раста националног тржишта, развијеног хуманог капитала и др.

Одлука инвеститора о пласирању капитала на одређено тржиште и његова атрактивност у директној су зависности од привлачности институционалног амбијента, с обзиром да степен развоја институција у великој мери опредељује стратегије и перформансе, како локалних тако и иностраних компанија. Осетљивост инвеститора на било који облик неизвесности, укључујући и ону која је последица неефикасности институција, резултат је значајног пораста трошкова, нарочито фиксних. У циљу успешног наступа на одабраном тржишту, предузеће-стицатељ преферира позитивне резултате анализе правног окружења у земљи-седишту циљног предузећа, са нагласком на законе и остале правне прописе који дефинишу дати институционални амбијент.

Доласку страног капитала на тржиште земље увознице капитала претходи оцена свих потенцијалних ризика са којима се стицатељско предузеће, у улози инвеститора, може

суочити. Ризик земље, као врло комплексна категорија, захтева детаљан аналитички приступ у процени, с обзиром на утицај на висину приноса који може остварити једна међународна инвестиција у облику М&А. Промене пословног амбијента земље у коју се инвестира могу утицати на смањење профитабилности конкретне инвестиције у екстерни раст, али и на смањење вредности активе иностраног стичатељског предузећа. Процена овог ризика са различитих аспеката је детерминанта високог рејтинга за улагање у земље чије је тржиште недовољно развијено, а дисциплина његових учесника дискутабилна.

Конкурентност земље у привлачењу страног капитала дефинисана је и уређењем фискалне сфере. У зависности од начина како је дефинисана, фискална политика може поспешивати или успоравати економски раст, преусмеравати приватне инвестиције у капиталне пројекте, утицати на опште (благо)стање економије путем обезбеђења доследног спровођења закона, поштовања уговора и рокова, као и добре регулативе на финансијском тржишту. Дефинисаност пореског система у смислу подстицања или ометања процеса мерџера и аквизиција опредељена је бројем пореских прописа, пореским третманом профита оствареног по основу међународног инвестирања, као и одређеним спектром пореских подстицаја који за потенцијалног инвеститора могу бити од опредељујућег утицаја.

Доласком на страно тржиште инвеститор је усмерен на коришћење хуманог капитала преузете компаније, односно земље седишта циљног предузећа. При томе, спровођење међународних мерџера и аквизиција може да се посматра као својеврсна технолошка промена која подразумева пренос нових знања и примену нових производних процеса. У том смислу, имплементација технолошких и организационих промена у директној је зависности од квалитета хуманог капитала који је стичатељском предузећу на располагању.

Подручје детерминанти међународних М&А, иако у економској литератури широко истраживано, није било предмет интензивније анализе на примеру Републике Србије и земаља из непосредног окружења. Имајући то у виду, а у вези са претходно анализираним предметом дисертације, *циљ дисертације* је анализа детерминанти иностраних мерџера и аквизиција у Републици Србији и изабраним земљама из окружења (Хрватској, Словенији, Мађарској, Бугарској и Румунији). Анализа се заснива на емпиријском истраживању које би требало да укаже на корелациону везу

између нивоа иностране мерцер и аквизиционе активности и изабраних детерминанти у периоду 2003.-2012. година. Анализиране детерминанте иностраних мерцера и аквизиција на макро нивоу су:

- (1) величина и стопа раста земље седишта циљног предузећа, које су исказане висином и стопом раста бруто друштвеног производа;
- (2) стабилност институционалног и привредног амбијента, што је мерено стопом инфлације, индексом корупције, индексом политичког ризика;
- (3) развијеност финансијског тржишта, мерена тржишном капитализацијом националног тржишта капитала;
- (4) степен развоја хуманог капитала, који је исказан индексом хуманог развоја (*Human Development Index*).

Циљ истраживања је утврдити да ли међународни мерцери и аквизиције у наведеним транзиционим економијама, које се налазе у различитим фазама развоја и различитим стадијумима прикључивања глобалним токовима капитала, следе образац понашања идентичан глобалним токовима иностране мерцер и аквизиционе активности.

Како анализирани временски период обухвата десетогодишњи период од 2003. до 2012. године, као циљ истраживања намеће се и утицај глобалне финансијске кризе на токове стране директне инвестиционе активности у облику М&А у изабраним земљама, као и на детерминанте међународних М&А. Имајући у виду да стратегије међународних спајања и преузимања предузећа подразумевају излагање предузећа укључених у фузионе процесе различитим факторима ризика, чији се број и интензитет деловања током финансијске кризе повећава, од интереса је анализирати да ли овај облик страних директних инвестиција у током кризног периода игра улогу у реализацији стратегија мултинационалних компанија идентичну оној улози током периода просперитета глобалне економије.

У складу са предметом и циљевима докторске дисертације, као и постављеним научним хипотезама, у изради дисертације се користи **скуп одговарајућих методолошких поступака и техника** карактеристичних за истраживања у области друштвених наука. Класичне методе економских наука које су примењене су: метод анализе и синтезе, индуктивно-дедуктивни метод, структурални метод, метод класификације. У анализи развоја међународног тржишта корпоративне контроле примењен је историјски метод. Методом апстракције се истраживање усмерава ка кључним елементима у анализи

структуре међународног тржишта корпоративне контроле и идентификацији тенденција његовог будућег развоја.

У пројектовању даљег правца кретања међународне мерцер и аквизиционе активности у Републици Србији потребно је сагледати искуства земаља Европске уније и САД-а, као и искуства земаља са упоредивим економско-историјским наслеђем (земље у окружењу), па је примена компаративне анализе у овом делу рада веома важна.

Емпиријска провера постављених хипотеза заснива се на дескриптивним и економетријским методама примењеним на међународном тржишту корпоративне контроле. Емпиријско истраживање се базира на примени корелационе и регресионе анализе. Кабинетско истраживање је реализовано уз коришћење јавно доступних база података домаћих и међународних организација и институција као што су: UNCTAD, World Bank, EBRD, IMF, Eurostat, SIEPA, Народна банка Републике Србије, Републички завод за статистику Републике Србије и сличних организација из земаља у окружењу.

У истраживању се полази од следећих *основних хипотеза*:

1. Успешно спровођење међународних мерцера и аквизиција условљено је стратегијским приступом у њиховом спровођењу, што подразумева адекватно пројектовање и тактику, као и одговарајући стратегијски програм активности.

2. Динамика и вредност међународних М&А у земљама у транзицији условљена је сличним факторима који одређују и интензитет мерцера и аквизиција као страних директних инвестиција у развијеним земљама.

3. Детерминантне иностраних М&А на нивоу државе су: величина и стопа раста националног тржишта, институционално окружење, ниво корупције, порески систем, степен развоја финансијског тржишта, политички ризик. Постоји статистички значајна и позитивна корелација између вредности међународних М&А и висине бруто друштвеног производа, стопе раста бруто друштвеног производа, контроле корупције, нивоа развоја хуманог капитала. Постоји статистички значајна и негативна корелација између вредности међународних М&А и стопе инфлације у земљи увозници капитала.

4. Виши степен заштите акционара и инвеститора повећава шансе за прилив страног капитала у виду М&А, што обухвата: усаглашене законске прописе, примену међународних рачуноводствених стандарда, адекватан порески третман прихода страног инвеститора.

5. Реализација међународног екстерног раста није аутоматски повезана са побољшањем перформанси предузећа у постаквизиционом периоду. Релација између комбиновања предузећа и пословних перформанси условљена је квалитетом интеграционог поступка, али и пређашњим искуством предузећа у реализацији екстерног раста, адекватним планирањем тактике преузимања, као и факторима бихејвиористичке природе. Дугорочно посматрано, само стратегијски и иновативно оријентисани међународни мерцери и аквизиције могу реализовати потенцијале због којих су основани.

6. Уколико се компаније суочавају са притиском конкуренције и ограничењима на пољу финансирања који су последица финансијске кризе, путем међународних мерцера и аквизиција могу се релативно брзо реструктурирати постојећи капацитети и повећати конкурентност мултинационалне компаније, а самим тим постиже се и унапређење конкурентности целе привреде.

7. Основна претња расту страних директних инвестиција у виду мерцера и аквизиција је висок ниво политичког и регулаторног ризика, као и ризика корупције који карактерише привредни амбијент наше земље.

I МЕЂУНАРОДНО ТРЖИШТЕ КОРПОРАТИВНЕ КОНТРОЛЕ

Реализација економског раста, стабилност на тржишту, као и позитивни резултати инвестирања, резултат су ефикасног корпоративног управљања, а актуелности овог феномена доприноси и процес глобализације и транзиција постсоцијалистичких привреда у тржишну економију. Јачање глобалног тржишта капитала упућује на потребу дефинисања уједначенијих концепата при операционализацији корпоративног управљања и контроле, који се у основи разликују од земље до земље услед историјских, културалних, социјалних и политичких различитости.

Систем корпоративне контроле је директно условљен власничком структуром корпоративног предузећа. У пракси се сукоб интереса власника и менаџера елиминише власничким реструктурирањем предузећа, на тржишту корпоративне контроле кроз процесе спајања и преузимања предузећа. Управо је развијено тржиште корпоративне контроле детерминанта која утиче на понашање менаџерске структуре, и усмерава њихове одлуке о инвестиционим пројектима у правцу задовољавања интереса власника – акционара.

1.1. Детерминанте и развој међународног тржишта корпоративне контроле

Корпоративно управљање свој зачетак има у реакцији на преузимање предузећа од стране других успешних компанија, да би се у савременим условима дефинисало као свеукупност односа између акционара – власника предузећа, менаџмента, као и свих интересних група које гравитирају око предузећа¹. Корпоративно управљање представља тековину савременог начина пословања, што произилази из чињенице да су персонални носиоци овог вида управљања професионални менаџери, а не власници

¹Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 157

капитала. Несумњиво да овај вид управљања великим корпорацијама има своје недостатке у бројним сферама пословања, али истовремено представља и једино могућ начин управљања корпорацијом чија је власничка структура широко диспергована. Поред тога, на светској глобалној сцени данас значајну већину чине предузећа корпоративног типа, што додатно говори у прилог потреби и значају професионалног управљања.

Корпоративно управљање може да се посматра и као одређени вид тимског рада где се паралелно одвијају процеси остваривања успеха и прихватања пословног ризика. Добро имплементирано корпоративно управљање даје допринос финансијској стабилности учесника на тржишту, ефикасном доношењу одлука о инвестирању, као и остварењу економског раста. При томе, адекватно понашање свих учесника корпоративног управљања – предузећа, његових пословних партнера, као и осталих интересних група из његовог окружења – од утицаја је на све сегменте како појединачних привредних субјеката, тако и на друштво у целини.

Квалитет корпоративног управљања опредељује: 1) степен заштите инвеститора, 2) квалитет управљања предузећем и ефикасност предузећа, и 3) развијеност и ефикасност тржишта капитала. Поред ових, на квалитет корпоративног управљања од утицаја су и фактори попут пословне етике, дефинисане свести о значају и заштити окружења као и неугрожавању интереса националне економије у којој предузеће обавља своју делатност.² Интернационални карактер инвестиција који компанијама омогућује учешће у инвестиционом капиталу на глобалном тржишту са своје стране тражи поштовање принципа корпоративног управљања, јер то у великој мери утиче на доношење одлуке о инвестирању. Такође, не треба изгубити из вида ни чињеницу да се пословно окружење перманентно мења, што компаније упућује на потребу задовољавања нових захтева окружења како би се искористиле нове могућности и обезбедила конкурентност. Овај аспект је од великог значаја и за креаторе регулаторног правног оквира, као и пореске политике на нивоу националне економије, а у циљу обезбеђења ефикасног функционисања тржишта.

² OECD Principles of Corporate Governance – 2004 Edition. Преузето 10. фебруара 2013. са сајта <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32361945.pdf>, стр. 10

Адекватно постављен систем корпоративног управљања на нивоу предузећа нужно обезбеђује потребан ниво транспарентности пословања и обезбеђује ефикасно коришћење његових расположивих ресурса. Поред тога, ваљано успостављени односи са интересним групама које гравитирају око предузећа такође дају допринос остварењу његових стратешких циљева. Корпоративно управљање појединачне националне економије добија своју специфичност у зависности од правног регулаторног оквира, институционалног окружења и дефинисане пореске политике. Међутим, функционисање глобалног тржишта капитала сужава простор за ту специфичност, па су појединачни привредни субјекти све више усмерени на поштовање прописа који важе на међународном тржишту како би обезбедили могућност коришћења инвестиционог капитала на глобалном плану. У супротном, размимоилажење интереса предузећа и ширих друштвено-економских циљева, неадекватна заштита инвеститора, неадекватна пореска политика посматрано са аспекта остварене добити, као и различите злоупотребе било на нивоу предузећа или државе, могу резултирати изостанком прилива инвестиционог капитала са свим пратећим негативним последицама по предузеће, али и по националну економију.

Немогућност индивидуалних власника да врше контролинг рада менаџерске структуре услед шире дисперзије власништва резултирала је активирањем различитих механизма корпоративног управљања који се најопштије могу поделити на интерне и екстерне. *Интерни механизми контроле* обухватају: а) борд директора, б) интерну контролу/ревизију, ц) системе компензација, д) интерно тржиште менаџера, док *екстерни механизми контроле* подразумевају: а) тржиште корпоративне контроле, б) тржиште капитала, ц) законско-регулаторно-политички оквир, д) тржиште производа и е) тржиште радне снаге. Крупни акционари представљају посебан механизам контроле јер могу да врше контролну функцију рада менаџерске структуре ефикасније него ситни акционари.

Борд директора, као интерни механизам контроле, сачињавају директори унутар компаније, али и ван ње, при чему директори унутар компаније пружају драгоцене информације о активностима компаније, док они ван ње могу допринети стручношћу и објективношћу у оцењивању одлука менаџера³. Основни задатак борда директора јесте да штити и унапређује интересе акционара, путем правне надлежности по основу које

³ Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). *Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids*. Journal of Financial Economics, 32(2), 195-221.

прати менаџерске иницијативе, процењује учинак топ менаџера, и награђује односно кажњава их за остварене резултате. Комбинација стручности, независности и правне снаге дефинише борд као веома моћан управљачки механизам.

Власници компаније податке о њеном пословању добијају из финансијских извештаја. Ове извештаје сачињавају менаџери, који немају исте интересе и циљеве као власници капитала, али веродостојност ових извештаја и ослањање на њих приликом доношења пословних одлука поткрепљују извештаји екстерне и *интерне ревизије и контроле*⁴. Делокруг и циљеви интерне ревизије дефинисани су величином компаније, као и циљевима и захтевима њеног руководства. Утицај интерне ревизије на квалитет финансијског извештавања као крајњи резултат треба да има побољшање перформанси корпоративног управљања. Неке од надлежности интерне ревизије, како наводи Ђорђевић⁵, су: праћење рада интерне контроле и давање сугестија за њено унапређење, контрола начина презентовања финансијских и пословних информација, сагледавање ефикасности, економичности и ефективности пословања, као и контрола усаглашености са регулаторним и законодавним прописима и политикама компаније. *Интерна контрола* у оквиру компаније има задатак да контролише процедуре и поступке дефинисане од стране менаџмента компаније у циљу обезбеђења ефикасности пословања, придржавања политике утврђене од стране руководства, спречавања и откривања криминалних радњи и грешака, примену законских прописа, тачност и потпуност рачуноводствених евиденција, као и благовременост и поузданост финансијских извештаја.

Супротност интереса акционара и менаџера манифестује се у виду агенцијског проблема, што у циљу његовог решавања активира *систем компензација* као интерни механизам корпоративног управљања. У пракси су у циљу решавања овог проблема у примени разни начини за његово решавање и крећу се у распону од награђивања менаџера разним подстицајним мерама, па до губитка менаџерске позиције. Годоровић⁶ наводи три категорије компензација:

а) фиксна накнада која обухвата плату, осигурање, пензију и коришћење средстава предузећа независно од перформанси,

⁴ Ђорђевић, С. (2012), *Значај и улога механизма корпоративног управљања у подизању нивоа ефикасности менаџмента*, Школа бизниса, 1/2012, стр. 51-62.

⁵ Закон о рачуноводству и ревизији, („Службени гласник РС”, бр. 46/06и111/09), члан 29.

⁶ Годоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр 26.

б) варијабилна плаћања дефинисана тржишним перформансама предузећа (акције, опције на акције), и

ц) варијабилна плаћања дефинисана рачуноводственим перформансама (бонуси, учешће у оствареној добити).

Власници капитала настоје да усмере менаџерску структуру у правцу доношења одлука које ће допринети увећању њиховог богатства.

Интерно тржиште менаџера као механизам контроле још увек нема значајнији утицај на пословне активности у пракси. Fama⁷ указује да ван-менаџерско тржиште рада врши притисак да награђивање менаџера буде адекватно оствареним резултатима. Уколико то није случај, постоји реална опасност да ће најбољи менаџери први напустити компанију.

Тржиште капитала, као екстерни механизам контроле, своју ефикасност мери објективношћу цена хартија од вредности. Fischel⁸ указује да ефикасно тржиште капитала благовремено реагује на информације од утицаја на цену хартија од вредности, а то даље показује ефикасност тренутне управљачке структуре компаније (ниже цене хартија од вредности од реално могућих указују на лоше управљање компанијом). Развијеност тржишта капитала је у директној вези са расположивошћу инвестиционог капитала, како домаћег тако и страног.

Fauver et al.⁹ указују на резултате истраживања који говоре да земље са вишим нивоом економског развоја, по правилу, имају боље развијено домаће тржиште капитала, а такође ће лакше привући и страни капитал за разлику од економски мање развијених земаља. Поред тога, висок ниво интегрисаности тржишта капитала у свету даје допринос приступу екстерном капиталу, чак и оним земљама у којима финансијско тржиште није на високом степену развијености. Међутим, степен интегрисаности светског тржишта, како пракса показује, варира од земље до земље у зависности од економско-финансијских услова на светском тржишту.

⁷ Fama, E. F. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm*. The Journal of Political Economy, 288-307.

⁸ Fischel, D. R. (1978). *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*. Tex. L. Rev., 57, 1.

⁹ Fauver, L., Houston, J., & Naranjo, A. (2003). *Capital market development, international integration, legal systems, and the value of corporate diversification: A cross-country analysis*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(1), 135-158.

Законско-регулаторно-политички систем, као контролни механизам, испољава своје дејство путем формулисања регулаторног оквира за реализацију свих аспеката пословања предузећа како би национална економија била законодавно усклађена са међународним окружењем. Овај контролни механизам је свакако неопходан за пословање, али недовољно јак за решавање агенцијског проблема.

Тржиште производа предствља својеврстан дисциплинаторни оквир понашања управљачке структуре компаније, условљавајући опстанак и развој компаније производима које тржиште тражи по конкурентним ценама. Међутим, овај сегмент контроле засебно нема снагу која је потребна да се произведу позитивни ефекти на перформансе компаније, али представља врло значајну подршку осталим контролним механизмима.

Екстерно тржиште радне снаге у одређеној мери ограничава менаџерско понашање у смислу да се не могу у великој мери удаљавати од пословних одлука које доприносе порасту вредности за акционаре. Пословна репутација менаџера даје свој допринос вредности овог фактора, при чему његова већа вредност повећава вероватноћу остварења позитивних резултата пословања. Међутим, иако несумњиво значајан, овај механизам нема снагу која је потребна за дисциплиновање менаџерске структуре, па самим тим не може дати адекватан допринос као самостални контролни механизам.

Крупним акционарима се сматрају они власници који у свом портфолију поседују преко 5% удела компаније. Како наводе Shleifer & Vishny¹⁰, крупни акционари су обично породични власници предузећа, затим институционални инвеститори, а у последње време и пензиони фондови и осигуравајућа друштва, а њихова улога у процесу преузимања може бити веома значајна. У прилог значају великих акционара говоре и Haubrich & Thomson¹¹ који су дошли до закључка да крупни акционари могу да се понашају пасивно и подржавају менаџерски тим, али када дође до проблема у пословању они су у стању да изврше промену менаџерске структуре и узрокују позитиван преокрет у пословању компаније. Контролна функција крупних акционара, са једне стране за последицу може имати ублажавање агенцијског проблема између

¹⁰ Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). *Large shareholders and corporate control*. The Journal of Political Economy, 461-488.

¹¹ Haubrich, J. G., & Thomson, J. B. (1998). *Large shareholders and market discipline in a regulated industry: a clinical study of Mellon Bank* (No. 9803). Federal Reserve Bank of Cleveland.

менаџера и власника капитала, а са друге стране, они следећи своје интересе могу бити у сукобу са мањинским акционарима¹².

Анализирајући проблеме корпоративног управљања и однос између интерних и екстерних механизма контроле, Тодоровић¹³ указује да је прави узрочник ових проблема мањкавост интерних механизма контроле. Наиме, екстерни односно тржишни механизми контроле би требало да се активирају тек након што интерни механизми контроле не дају потребан резултат у довољно дугом року. Међутим, емпиријска истраживања показују генералну неефикасност интерних механизма контроле и њихову неуспешност у усмеравању менаџера да доносе пословне одлуке које ће допринети максимизирању вредности за акционаре. Ово потврђује и чињеница да је велики број предузећа обухваћен процесом реструктурирања пре суочавања са кризом на тржишту капитала и производа, односно пре суочавања са законско-регулаторно-политичким проблемима. Стога примарну контролну улогу имају екстерни механизми контроле, при чему тржиште корпоративне контроле свакако има највећи значај.

Тржиште корпоративне контроле, као екстерни механизам контроле, утиче на процес доношења одлука од стране менаџера, и као дисциплинаторни механизам усмерава их на решења која ће за резултат имати повећање вредности за власнике капитала. Раст компаније као циљ менаџера не мора нужно бити у комплементарној вези са порастом вредности за акционаре. Иако менаџери имају на располагању бројне тактике за учвршћивање свог положаја, тржиште капитала, преко вредности акција конкретног предузећа, шаље сигнал о њиховом коначном доприносу порасту вредности капитала власника предузећа.

Ефикасност тржишта корпоративне контроле под утицајем је бројних детерминанти, а једна од њих је свакако концентрација власништва корпоративног предузећа. Власништво над предузећем подложно је утицају фактора попут регулаторног оквира земље који одређује са једне стране, начин финансирања и висину трошкова инвеститора, а са друге стране регулише заштиту права која је стекао инвестирањем. Степен концентрације власништва над предузећем у директној је вези са степеном

¹² Larrain, B., & Tapia, M. (2012). *Controlling Shareholders and Firm Value* (No. 428).

¹³ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр 102.

контроле власника, при чему нижи или виши степен контроле генерише веће или мање проблеме у процесу приближавања интереса контролне групе и менаџмента компаније.

Основне одреднице деловања тржишта корпоративне контроле су:¹⁴ асиметричност информација, ултимативност деловања и високи трансакциони трошкови. Информациона асиметрија која за резултат има неадекватну информисаност власника капитала и осталих интересних група основни је узрочник агенцијског проблема који се решава на тржишту корпоративне контроле. За решавање овог комплексног проблема служе финансијски извештаји компаније, извештаји интерне контроле и ревизије, али и информације које долазе са тржишта, а које се односе на вредност акција компаније као показатеља ефикасности и профитабилности пословања.

Ефикасност деловања тржишта корпоративне контроле дефинише успешност мониторинга менаџмента од стране заинтересованих учесника и вероватноћу да ће компанија постати мета за преузимање. Јер, како истичу Петровић & Денчић-Михајлов¹⁵, преузимање компанија представља истовремено и проблем и решење – неефикасно деловање тржишта корпоративне контроле узрок је потребе за преузимањем. Шира дисперзија власништва оставља простор менаџменту за доношење одлука које одступају од интереса власника, што доприноси креирању таквих перформанси компаније које ће је учинити потенцијалном метом. Примена различитих одбрамбених стратегија од стране менаџмента доводи до промене вероватноће реализације непријатељске аквизиције, која за резултат има веће трансакционе трошкове и за циљну компанију (може довести до ниже премије за акционаре), и за стицатељску компанију (виши ниво трошкова преузимања и плаћање високих премија може умањити синергетски ефекат и резултирати нижом профитабилношћу постаквизиционог периода, а некада и неуспех читавог подухвата).

Понашање менаџера прилагођава се савременим условима пословања¹⁶, па у складу са процесима дерегулације, имплементацијом корпоративног система привређивања, промени власничке структуре и опасности од непријатељског преузимања менаџери се усмеравају на краткорочне ефекте пословних одлука. Томе треба додати и тешкоће на

¹⁴ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 28-29.

¹⁵ Петровић, Е., Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет, стр. 162.

¹⁶ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 29-30.

које се налази не само приликом предвиђања дугорочних ефеката примене одређене стратегије, већ и тешкоће приликом оцене остварених конкретних ефеката у дугорочном периоду. Ове одреднице указују на (не)ефикасност функционисања тржишта корпоративне контроле.

1.2. Механизми међународног тржишта корпоративне контроле

Власничка структура се историјски посматрано мењала током година у складу са променама које су се одвијале на економском плану и са процесом настанка глобалног светског тржишта. Настанком нових извора инвестиционог капитала дошло је до повећавања броја индивидуалних инвеститора у оквирима једне компаније, а као логична последица настаје дисперзија власништва. Наиме, талас глобализације који је снажно захватио светску економију, усмеравао је привредне субјекте на економију обима, што је тражило инвестициони капитал који није могао обезбедити појединачни власник. Самим тим, власничка структура се мењала од све мање заступљености већинских власника који имају контролу над пословањем компаније, преко мањинске контроле где у компанијама постоје појединци или групе акционара који немају већинску контролу али су свакако довољно јаки да имају утицај на пословање компаније, па све до постојања управљачке контроле у компанији која нема акционаре јачине која обезбеђује контролу над пословањем¹⁷. Овај последњи вид власничке структуре је данас најраспрострањенији, и карактерише га раздвајање власништва од управљања.

Поред овога, нужно је раздвојити индивидуалне од институционалних инвеститора. Наиме, индивидуални инвеститори су у могућности да лакше заштите свој капитал који су инвестирали у акције једне компаније – ако нису задовољни како се одвијају догађаји од утицаја на оплодњу њиховог капитала, они могу продати своје акције и инвестирати у другу компанију. За разлику од њих институционални инвеститори су, по природи инвестиција, усмерени на праћење и контролу њиховог развоја што им даје адекватну улогу у корпоративном управљању посматране компаније. Међутим, природа инвестиције одређује меру у којој ће они имати улогу у корпоративном

¹⁷ Више о природи власничких односа и концентрацији власништва видети код: Berle A., Means G. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, 1932.

управљању компаније, и да ли ће се та улога свести само на праћење пројекта у који су инвестирали.

Структура акционарског власништва је полазиште настанка свих конфликта који се решавају на тржишту корпоративне контроле. Основни циљ власника капитала јесте максимизација њиховог богатства, односно што виша стопа приноса на уложени капитал изражена у виду дивиденде. Са друге стране, основни циљ професионалних управљача – менаџера јесте максимизација њихове зараде и разних финансијских и других бенефита, што у коначном резултату може довести до потпуног размимоилажења њихових интереса. На овај начин приказан сукоб интереса власника капитала и професионалних менаџера дефинише се као „агенцијски проблем“ који на корпоративном нивоу може бити изражен у већој или мањој мери, а у зависности од присутних међусобних конфликта.

Тржишни систем корпоративне контроле карактерише широка диспергованост корпоративног власништва, што намеће неопходност ангажовања професионалних управљача – менаџера. Власници капитала нису у могућности да непосредно контролишу менаџерску структуру, што са своје стране даје менаџерима могућност дискреционог одлучивања, при чему те одлуке за резултат могу имати, у првом реду задовољење интереса и циљева менаџера, док циљеви акционара могу чак бити и занемарени.

Конфликт интереса између менаџера и власника нарочито долази до изражаја у ситуацијама када предузеће располаже одређеном количином слободних новчаних средстава, и треба изабрати једну од опција: уложити у неки профитабилни пројекат или расподелити акционарима као принос од дивиденде. Опортунистичко понашање менаџера може се манифестовати у виду трошења средстава компаније на обезбеђење личних погодности менаџера (кроз трошкове службених путовања, коришћење скувих пословних аутомобила, високих трошкова репрезентације и слично), затим у виду фаворизовања одређених пројеката у којима они имају лични интерес али сам пројекат је дискутабилан по питању профитабилности за компанију, као и у виду саботаже евентуалних понуда за интегрисање са другим компанијама јер би то значило губитак позиције и/или посла уопште.

Основни разлог улагања финансијског капитала од стране власника капитала јесте мултипликација њиховог богатства. Менаџерска структура у предузеће улаже хумани капитал, и за разлику од власника који су циљно усмерени на увећање уложеног капитала, менаџери су циљно усмерени на увећање њихове зараде и других (не)финансијских бенефита који проистичу из позиције коју заузимају. Конфликти који прате тзв. „агенцијски проблем“ могу резултирати искоришћењем ресурса предузећа које не мора нужно бити у интересу власника, затим оријентисаношћу менаџмента ка експанзији предузећа, преференција краткорочних у односу на дугорочне циљеве као и диференције у процени ризика. Анализирајући последњи мерџер талас, Black¹⁸ наводи да велики број могућности које повезују зараду менаџера са корпоративним перформансама (а које су резултат решавања агенцијског проблема), смањује интензитет опирања преузимању фирми са лошим перформансама.

Циљна усмереност менаџера и акционара показује своју супротност у два значајна аспекта: временског аспекта и аспекта ризика који се прихвата. Са *временског аспекта* посматрано, може се уочити краткорочна оријентисаност менаџера према остварењу профита који ће утицати на пораст њиховог личног благостања, насупрот дугорочној оријентисаности њихових принципала који су усмерени на дугорочни опстанак уз остварење профита на дуге стазе. Посматрано са *аспекта ризика који се прихвата*, уочавамо различите позиције менаџера и принципала: док су принципи – акционари у могућности да смање ризик који прихватају тако што ће свој *финансијски капитал* инвестирати у више предузећа, дотле су менаџери без могућности за диверсификацију ризик јер улажу свој *персонални капитал* што их везује за једно предузеће. Ове разлике у временском аспекту и аспекту прихватања ризика рефлектују се и на пословне одлуке предузећа. Менаџерска структура ће, због аверзије према ризику који посматра са аспекта целине предузећа, избегавати прихватање високоризичних пројеката (који по правилу могу донети и високи профит), док са становишта акционара то није случај јер су они у могућности да, због природе капитала који улажу, диверсификацијом улагања умање ризик инвестирања.

У пракси се сукоб интереса власника и менаџера елиминише власничким реструктурирањем предузећа, на тржишту корпоративне контроле кроз процесе спајања и преузимања предузећа. Управо је развијено тржиште корпоративне контроле

¹⁸ Black, B. (2000). *The First International Merger Wave (and the fifth and last US wave)*, University of Miami Law Review, 54, 799-818.

детерминанта која утиче на понашање менаџерске структуре и усмерава њихове одлуке о инвестиционим пројектима у правцу задовољавања интереса власника – акционара. Наиме, у ситуацији када не долази до стварања додате вредности за акционаре компанија постаје потенцијални плен за преузимање од стране других компанија што је претња менаџерској структури у смислу високог ризика за остајање без позиције.

Глобализација светског тржишта и раст процентуалног учешћа компанија у међународној размени утицали су да међународни карактер капитала избије у први план и дефинише различите форме пословања ван граница националне економије. Као форма страних директних инвестиција прекогранични мерцери и аквизиције представљају механизам тржишта корпоративне контроле коме прибегавају компаније које желе у релативно кратком временском периоду да се консолидују, заштите и унапреде своју конкурентску позицију¹⁹. Врло ефикасан механизам дисциплиновања менаџера јесу непријатељске аквизиције, јер стицатељска компанија која преузима контролу може да смени неефикасан менаџмент тим који не даје адекватан допринос увећању вредности компаније.

Jensen & Ruback²⁰ указују на сложеност претходно наведеног проблема и тешкоће при његовом решавању, истичући да иако преузимања представљају један од најзначајнијих механизма контроле који ограничавају менаџерска одступања од максимизирања вредности за акционаре, мало је вероватно да ће претња преузимањем обезбедити потпуну кохерентност менаџерских акција. Такође, ови аутори истичу значај разматрања одговора на следећа питања: а) Какви су циљеви акционара предузећа-стицатеља и циљне компаније? б) Да ли одбрамбене стратегије примењене од стране циљне компаније могу утицати на умањење богатства акционара? ц) Да ли стицатељска компанија креира моћ на тржишту производа? д) Да ли антимонополско законодавство намеће додатне трошкове преузимања?

Анализирајући ефекте мерцера и аквизиција, Jensen & Ruback даље наводе да се разлика између преузимања успешних и неуспешних циљних компанија ефектуира на профитабилност стицатеља тек када ово предузеће преузме контролу над циљном компанијом. Намеће се закључак да у ситуацији када менаџери циљне компаније

¹⁹Петровић, Е., Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет, стр. 164.

²⁰ Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). *The market for corporate control: The scientific evidence*. Journal of Financial economics, 11(1), 5-50.

предузимају различите одбрамбене стратегије које смањују вероватноћу успешног преузимања, то може да се негативно одрази на вредност акција циљног предузећа и следствено томе на премију његових акционара.

Конкурентско окружење које карактерише савремене тржишне услове и борба за опстанак привредних субјеката веома значајан акценат ставља на непријатељска преузимања. Велики број неуспешно реализованих преузимања говори да овај механизам тржишта корпоративне контроле има бројне специфичности на које је потребно усмерити пажњу приликом реализације. Hitt et al.²¹ указују да, са једне стране посматрано, мерџери и аквизиције заправо смањују трансакционе трошкове уласка на нова тржишта, али са друге стране и даље постоји висок ниво трансакционих трошкова који се односи на процес прилагођавања земљи-домаћину (културолошко, регулаторно, локацијско прилагођавање). На остварење профитабилног постаквизиционог периода утиче степен остварења синергетског ефекта. Под претпоставком да стицатељ из развијене земље преноси своја знања (технолошка и научна) у преузету компанију у земљи у развоју, степен преноса тих знања и корист коју ће имати земља домаћин зависи од степена интегрисаности и нивоа контроле коју је стицатељ остварио.

Вероватноћа успеха стратегије преузимања опредељена је бројним факторима, између осталог адекватним одабиром циљне компаније и висином исплаћене премије акционарима циљне компаније. Ова стратегија екстерног раста може бити веома успешна и ефикасна, али мора бити пажљиво испланирана, дизајнирана и имплементирана.

1.3. Стране директне инвестиције као исход тржишта корпоративне контроле

Међународно кретање капитала убрзано је услед незаустављивог процеса глобализације светске привреде. Развијене земље су иницијатори овог процеса док је учешће осталих земаља – уемаља у развоју и у транзицији – опредељено њиховим гравитирањем у интересној сфери развијених земаља. Привредни субјекти који су, у

²¹ Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). *Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value*. Business Horizons, 52(6), 523-529.

оквиру националних економија, носиоци глобалних промена јесу мултинационалне компаније (МНК), а њихов значај потврђује и чињенца да се више од половине светских пословних трансакција обавља на њиховом унутрашњем, интрафирмском тржишту. Успешност пословања мултинационалних компанија резултат је њихових могућности да лоцирају своје филијале по свету на начин који им омогућује максимално искоришћавање локалних могућности и потенцијала.

Међународно кретање капитала манифестује се у форми међународног кретања зајмовног капитала, затим портфолио инвестиције, али свакако да су најзначајнији вид међународног кретања капитала стране директне инвестиције. Једна од њихових основних карактеристика јесте да се њиховим спровођењем стиче право управљања и контроле предузећа у које се инвестира, као и право власништва. При томе, није од пресудног значаја да ли је инвеститор апсолутни власник компаније, већ мера контроле и управљања која ће му омогућити да утиче на креирање пословне политике предузећа чијом имплементацијом ће он максимизирати свој профит, који је и основни циљ пословања.

Доношењу одлуке о инвестирању у иностранству претходи анализа пословног амбијента како земље инвестирања, тако и матичне земље са више различитих аспеката²². Посматрано из перспективе фактора економске природе, анализирају се карактеристике тржишта и ефикасност улагања (нижи трошкови рада свакако доприносе доношењу одлуке о инвестирању). Са аспекта анализе друштвено-политичких фактора, анализира се утицај макро окружења на пословање предузећа: какав је степен тржишне оријентисаности земље, постојећа инфраструктура, степен заштите животне средине, какав је правни систем земље. Географска удаљеност земаља значајна је, уз једнаке остале услове, у смислу да ближа локација земље инвестирања може утицати на смањење транспортних и комуникационих трошкова.

Разматрајући разлоге постојања мултинационалних компаније, Bevan & Estrin²³ наводе да када би инострана компанија пословала идентично као домаћа изостао би мотив у виду профитабилности за улазак на тржишта других земаља услед пратећих трансакционих трошкова (комуникацијски трошкови, трошкови обуке особља, језичке

²² Thomas, D., Grosse, R. (2001). *Country-of-Origin Determinants of Foreign Direct Investment in an Emerging Market: The Case of Mexico*. Journal of International Management, 7, 59-79.

²³ Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). *The determinants of foreign direct investment into European transition economies*. Journal of comparative economics, 32(4), 775-787.

барјере, као и трошкови узроковани непознавањем локалних обичаја и пословно-управљачке праксе). Према овим ауторима, три битна предуслова за реализацију проширења пословања на међународно тржиште су:

- 1) власничка предност,
- 2) интернационализацијска предност (при чему ова два вида предности треба да има инвеститор), и
- 3) локацијска предност која је детерминанта на страни земље улагања.

Власничка предност у материјалном (конкурентан производ, технологија) или нематеријалном облику (патент, бренд), од стране инвеститора треба да се интернационализује у форми остваривања корисности за компанију – било проширењем производње на међународном плану или лиценцирањем. Која ће одлука бити донета од стране инвеститора очигледно зависи од локацијске предности која је детерминисана ценовном политиком, регулаторним мерама у спољнотрговинском пословању, (не)постојањем функционалног тржишта капитала, као и институционалном и политичком стабилношћу.

Thomas & Grosse²⁴ проблематику страних директних инвестиција посматрају из различитих перспектива: економске, социолошке, политичке и географске локације. Са економског становишта фокусиране су карактеристике тржишта и остварење економске ефикасности као фактори ино-улагања. На пример, нижи трошкови рада у иностранству могу донети уштеде у трошковима. Социо-политички аргументи су усмерени на ефекте које пословно окружење има на пословање: у којој мери је влада неке земље тржишно оријентисана, каква је постојећа инфраструктура и правно окружење и како ови фактори мотивишу стране улагаче да инвестирају на том простору. Географски аспекти усмеравају пажњу на транспортне и комуникационе трошкове чија висина свакако може бити аргумент против проширења на међународно тржиште. Међутим, напредак технологије је ову врсту трошкова значајно смањио, што даје подстицај страним улагањима у виду мерџера и аквизиција. Трансакциони и комуникацијски трошкови који прате међународно пословање компензују се уштедама које нуде тржишта земаља у развоју а односе се на разне врсте подстицаја (пре свега у пореској области), као и на ниже производне трошкове.

²⁴ Thomas, D. E., & Grosse, R. (2001). *Country-of-origin determinants of foreign direct investment in an emerging market: the case of Mexico*. *Journal of International Management*, 7(1), 59-79.

Thomas & Grosse посебно указују на занимљивост да већа културолошка разлика иде у прилог већем приливу страног капитала. На примеру Мексика могуће објашњење је да је разлог томе што већина инвестиција долази из земаља које су тзв. мање-Латинске (попут САД, Немачке и Јапана), а ређе из Француске, Шпаније и других Латинско – Америчких земаља. Ови аутори не искључују ни могућност мањег значаја културолошког фактора на токове страних директних инвестиција. Bevan & Estrin²⁵ су мишљења да су земље у транзицији у стању да привуку стране директне инвестиције без обзира на укупни ризик земље јер инвеститори сматрају да је улагање вредно и да не треба пропустити прилику. Претпостављају да страни директни инвеститори дају већи значај стабилности пословног окружења него способности земље да сервисира дуг.

Привлачење страног капитала у виду мерцера и аквизиција доприноси јачању индустријске конкурентности²⁶. Битна одредница позитивног утицаја овог вида капитала јесте мања волатилност у односу на неки други вид инвестиционог капитала, што доприноси његовој стабилности као виду финансирања привредног развоја. Ако тржиште корпоративне контроле посматрамо као проширење тржишта производа и услуга на тржиште предузећа и менаџера, онда је улога страних директних инвестиција на овом тржишту потпуно јасна. Овај облик међународног кретања капитала манифестује се у виду²⁷: *власничког капитала (engl. equity capital)* – улагање у куповину акција иностраног предузећа, затим *реинвестираног профита односно зараде (engl. Reinvested earnings)* – реинвестирање профита иностране афилијације што остварује интерес земље домаћина да се страни капитал што дуже задржи у земљи инвестирања, и коначно *интра-компанијски зајмови или интракомпанијске дуговне трансакције (engl. Intra-company loans или intra-company debt transactions)* – краткорочне и дугорочне зајмовне трансакције између матичног предузећа и афилијације у земљи инвестирања. Страни инвестициони капитал представља стабилнији извор финансирања јер своје интересе везује за земљу инвестирања на дужи рок и последично је усмерен на остваривање позитивног финансијског резултата пословања.

²⁵ Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). *The determinants of foreign direct investment into European transition economies*. Journal of comparative economics, 32(4), 775-787

²⁶ Rajneesh N., Portelli B., „Foreign Direct Investment and Economic Development: Opportunities and Limitations from a Developing Country Perspective“, MERIT-Infonomics, September 2004, p. 2. (преузето са сајта: <http://www.merit.unu.edu/publications/rmpdf/2004/rm2004-009.pdf>);

²⁷ UNCTAD, World Investment Report 2003: FDI Policies for Development: National and International Perspectives, Annexes, United Nations: New York and Geneva, 2003, p. 231-232;

За земље у развоју или у транзицији најзначајнији вид страног улагања су *гринфилд* (*engl. greenfield*) *инвестиције* јер оне поред тога што представљају изградњу потпуно нових капацитета који директно смањују незапосленост, подстицајно делују на друге потенцијалне инвеститоре. Међутим, њих је и најтеже привући с обзиром на њихову високу осетљивост у погледу стабилности земље са економског и политичког становишта, а што је наведеној групи земаља свакако својствено. Улагања у виду мерцера и аквизиција за земљу инвестирања представљају промену у погледу власништва над већ постојећим привредним субјектима, и у почетној фази инвестирања не морају нужно довести до пораста запослености локалне радне снаге, чак напротив. Међутим, инвестиције овог типа представљају долазак савремених технологија што са собом нужно носи и унапређење пословања предузећа. Код овог вида ино-улагања потребно је указати на „долазак“ савременог корпоративног управљања што је од нарочитог значаја ако је земља порекла инвестиционог капитала развијена земља. Када је земља инвестирања транзициона или земља у развоју, ова чињеница је од посебног значаја, с обзиром да је један од основних узрока драстичног погоршања пословних перформанси предузећа у овим земљама управо корпоративно управљање ниског квалитета.

Промене у власничкој структури узроковане фузијама и аквизицијама последично доводе до промена пословне стратегије преузетог предузећа, а затим и до промена у корпоративној контроли. Наиме долазак ове врсте страних инвестиција поред нових технологија и производа може донети и промене у организацији производње, савремене управљачке технике, као и ефикаснију организациону и менаџерску праксу страног инвеститора²⁸. Modi & Negishi²⁹ указују да консолидација и рационализација ресурса као резултат мерцера и аквизиција, могу допринети решењу проблема вишка капацитета и побољшати ефикасност, али исто тако могу допринети и паду запослености, а некада и смањењу конкуренције.

Стране директне инвестиције у форми мерцера и аквизиција земљи домаћину могу бити корисне када спрече да потенцијално профитабилна имовина пропадне, што се нарочито односи на приватизацију државних предузећа у земљама у транзицији и

²⁸ Вујовић С., *Стране директне инвестиције - детерминанта оживљавања и раста привреде у годинама након кризе*, Annals of International Conference of Young Leaders (Anali međunarodne konferencije mladih lidera), issue: 1 / 2010, pages: 616636, on www.ceeol.com.

продају предузећа која су запала у финансијске тешкоће у земљама у развоју. Бројни примери из праксе транзиторних земаља Централне и Источне Европе указују да је приватизација путем мерџера и аквизиција одиграла кључну улогу у реструктурирању домаћих предузећа. Страни инвеститори доносе финансијску и техничку подршку, а показали су већу независност од домаћег политичког утицаја у односу на домаћа предузећа. Штавише, улазак страних инвеститора у банкарски сектор допринео је порасту конкуренције, чиме је промовисан развој иновативних услуга, а такође и напредак у кадровској политици и маркетиншком сектору³⁰.

1.3.1. Типологија међународних мерџера и аквизиција

Када се говори о мотивима естерног раста у форми мерџера и аквизиција, Sharma & Thistle³¹ указују на развој мотивационих фактора од традиционалних, који обухватају ефекат синергије и јачање тржишне моћи, преко мотиватора савремених услова пословања у виду трансфера богатства акционарима, пореских уштеда и замену неефикасног менаџмента. Међутим, повећање тржишног учешћа и јачање тржишне моћи обично представља иницијални мотив, посебно када се ради о спајањима хоризонталног типа. Објашњење је да хоризонталне интеграције повећавају концентрацију тржишта, која повећањем тржишне моћи утиче на раст профитабилности. Са друге стране, мала је вероватноћа да ће јачање тржишне моћи бити мотив за интеграције вертикалног и конгломератског типа.

Процес реструктурирања компанија обухвата све оне активности које предузеће предузима а које доводе до промене његове структуре и које његову нову стратегију пословања усмеравају у правцу остварења вишег нивоа профитабилности и ефикасности пословања. Тенденција убрзаних промена на глобалном економском плану усмерава предузећа на заузимање што боље конкурентске тржишне позиције. Сагласно остварењу тог циља предузећа прибегавају примени разних стратегија раста, међу којима екстерне стратегије раста у виду мерџера и аквизиција заузимају врло значајну позицију.

²⁹ Mody, A., & Negishi, S. (2000). *The role of cross-border mergers and acquisitions in Asian restructuring*. World Bank, Jul.

³⁰ Опширније код: Денчић-Михајлов, К., Попов, Ј. (2013). Утицај међународних мерџера и аквизиција на квалитет корпоративног управљања у Републици Србији, *Зборник радова са XVIII Интернационалног научног скупа SM 2013 „Корпоративно управљање у функцији одрживог развоја“*, одржаног на Палићу 18. Априла 2013.године, Економски факултет Суботица, издање на CD-у.

Посматрано са економског становишта, реализација стратегија екстерног раста међународног типа може бити у форми хоризонталне, вертикалне или конгломератске интеграције. Одредница типа међународних мерџера или аквизиције јесте природа делатности предузећа која учествују у овом процесу, као и циљ који се жели остварити екстерним растом.

Предузећа која послују у истој делатности и која су конкуренти на тржишту спајањем реализују **хоризонтални** вид интеграције који за циљ може имати како заузимање доминантне позиције на тржишту, тако и освајање нових тржишних подручја. Овакав вид интегрисања предузећа може допринети његовом убрзаном расту, што са своје стране актуелизује питање монополске позиције, као и сукоба са антимонополским законодавством. Пракса показује да је највећи број до сада реализованих мерџера и аквизиција, како домаћих тако и међународних, хоризонталног типа. То је потпуно разумљиво ако се има у виду чињеница да савремени услови пословања усмеравају привредне субјекте на глобално тржиште где опстанак захтева ефекат економије обима. То би могло да значи да основни покретач ових активности управо треба тражити у тој области. Искоришћење ефекта економије обима за резултат даје и највећи синергетски ефекат. Са великом пажњом праћена је реализација мерџера у аутомобилској индустрији између немачког гиганта Daimler-Benz-a и америчког произвођача аутомобила Chrysler-a, затим фузија британске компанија Vodafone AirTouch PLC и немачког Mannesmann AG у области телекомуникација, спајање компанија Procter & Gamble и Gillette, као и многи други међународни M&A хоризонталног типа.

Пословање у различитим фазама производно-дистрибутивног процеса усмерава предузећа на интеграције **вертикалног** типа које за циљ могу имати успостављање квалитетније контроле над ланцем снабдевања. Циљ вертикалне интеграције је углавном преузимање контроле над процесом производње³² ширењем предузећа ка набавци сировина и достављањем производа крајњем потрошачу (спајање добављача и купца). Вертикална интеграција олакшава координацију и администрацију, али захтева опрезност при дефинисању величине (више није увек и боље). Поред тога,

³¹ Sharma, M., & Thistle, P. D. (1996). *Is acquisition of market power a determinant of horizontal mergers?*. Journal of Financial and Strategic decisions, 9(1), 45-55.

³² Myers, B., & Brealey, R. A. (2000). *Principles of corporate finance*. The McGraw-Hill Companies, стр. 951-952.

проширењем делатности предузеће смањује ризик пословања у бројним областима, а то може допринети отежавању уласка конкурената на посматрано тржиште. Мала предузећа, преузимањем од стране великих, могу обезбедити потребне услове за успех у ситуацији када имају јединствен производ, али им недостаје инжењеринг и организација продајних активности. Те недостатке мало предузеће може и само развити, али често је спајање са компанијом која те активности већ има развијене много бржа и јефтинија алтернатива. Неки од реализованих међународних мерџера и аквизиција вертикалног типа су фузије компанија Apple Inc. и Anobit Technologies Ltd, Microsoft и Skype и др.

Актуелна ситуација на глобалном тржишту, као и трка у заузимању што боље позиције, усмерава предузећа у правцу инвестирања у оне пројекте који могу осигурати профитабилност инвестирања као основној одредници усмеравања инвестиционих средстава. Таква ситуација доводи до експанзије међународних интеграција *конгломератског* типа које карактерише значајна улога менаџера у управљању таквим предузећем и која актуелизује принципал – агент проблем. Овај тип интеграције своје упориште нема у стратегијским разлозима, већ првенствено у остварењу високих профита. Предузеће-стицатељ је као циљну идентификовало ону компанију која се нашла у финансијским тешкоћама, али је имала солидну перспективу у погледу даљег развоја. Карактеристични примери конгломератских интеграција су фузије Philip Morris – General Foods и RJR – Nabisco (овде је занимљиво да су обе стицатељске компаније произвођачи цигарета, а циљне компаније произвођачи хране).

Подстицај конгломератској врсти интегрисања делом даје и антимонополско законодавство које ограничава реализацију хоризонталних и вертикалних спајања, док се менаџерска структура могла успешно прилагођавати било којој области пословања. Цене по којима су се компаније у проблемима преузимане биле су веома популарне, веома често вредност циљне компаније била је потцењена, па стицатељска предузећа нису сносила висок ризик, што је повећавало вероватноћу профитабилног пословања у будућности. Међутим, у великом броју случајева, неке од ових предности претворене су касније у недостатке и разлоге неуспеха овог типа интеграција. То је случај са недостатком стратегијског упоришта за ширењем које би обезбедило конкурентску

позицију у будућности, или недовољност менаџмента за тако диверсификовану активност³³.

Правни аспект указује на постојање *мерџера* као договорног интегрисања предузећа у коме интегрисано предузеће престаје да постоји, док предузеће које је извршило интеграцију преузима сва средства и обавезе припојеног предузећа. Успешну имплементацију мерџер интеграције у великој мери опредељује (не)једнакост у снази спојених предузећа. Повећањем примене стратегије екстерног раста и све већом конкурентском снагом предузећа доминантну позицију заузеле су аквизиције. *Аквизиција акција* обезбеђује инвеститору право гласа путем готовинске куповине акција циљног предузећа, док *аквизиција средстава* представља инвестирање у средства циљног предузећа које по измирењу обавеза које финансира продајом средстава престаје да постоји.

Аквизиција средстава представља куповину средстава циљног предузећа уз сагласност његових акционара. Према Еган-у³⁴ аквизиција средстава је много компликованији и дуготрајнији процес у односу на аквизицију акција, где се уговором о аквизицији прецизирају сва средства која ће бити преузета од стране купца, односно средства која нису укључена у преузимање уколико је договорено да остају првобитном власнику. Код аквизиције средстава купац купује само средства, али не и обавезе циљног предузећа³⁵, које своје обавезе према повериоцима измирује из новчаних средстава остварених продајом. Након измирења обавеза и евентуално, ликвидационих дивиденди својим акционарима циљно предузеће може престати да постоји, или уколико преостане средстава наставити даље пословање.

Аквизиција акција подразумева куповину акција са правом гласа од стране купца а у циљу стицања контроле над циљним предузећем³⁶. Реализација ове врсте аквизиције може бити пријатељска – као резултат договора менаџмента две компаније, или непријатељска, упућивањем јавне понуде и преузимањем без тражења сагласности циљне компаније. Преузето предузеће може наставити да послује као филијала, али може остати и без правног субјективитета и егзистирати као дивизија стицатеља.

³³ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 123.

³⁴ Egan, V. F. (2011). *Asset Acquisitions: Assuming and Avoiding Liabilities*. Penn St. L. Rev., 116, 913.

³⁵ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 87.

³⁶ Исто, стр. 86-87.

1.3.2. Дилема: гринфилд инвестиције или мерџери и аквизиције

Једна од најпознатијих дилема коју имају инвеститори јесте да ли раст реализовати путем гринфилд инвестиција или путем мерџера и аквизиција. Сваки од наведених облика инвестирања има своје предности и недостатке, као и тренутак који је најпогоднији и потпуно оправдава њихову реализацију. Међутим, мишљење које је у већој мери присутно, поготово код земље домаћина, јесте да се на гринфилд инвестиције гледа са позитивног аспекта јер, по правилу, доприносе увећању капитала, доносе савременију технологију, отварају нова радна места (и доприносе смањењу незапослености која је један од основних проблема земаља у транзицији). Са друге стране, инвестиције у облику мерџера и аквизиција не морају нужно довести до увећања вредности капитала, али могу значити спас за предузеће које је пред затварањем, могу донети нову технологију, али не толико нову колико би била нова у случају гринфилд инвестиција, а могу и значити гашење неких активности преузетог предузећа, као што је истраживање и развој које су у пуном развоју у матичном предузећу. Такође, мерџери и аквизиције могу утицати на отпуштање одређеног броја запослених, али могу и увећати запосленост ако је преузето предузеће било на ивици пропасти. Формирање монополских структура је реална опасност коју са собом носи екстерни раст овог типа, поготово непријатељске аквизиције, али спашавање предузећа од банкрота може допринети и повећању његове конкурентности и произвести позитиван ефекат³⁷.

Дакле, иако су ове две врсте инвестиција потпуно различите, не могу се посматрати искључиво као позитивне односно негативне. Чињеница је да оба начина представљају начин за долазак толико потребног страног капитала, али које ће алтернативно решење бити примењено зависи од стања и земље домаћина и матичне земље предузећа стицатеља, али и од стања у коме се налази циљно предузеће, као и од преференција и могућности предузећа стицатеља. Савршеност услова за примену једног решења у пракси се ретко може наћи код потенцијалних партнера и много је чешћа реализација тзв. компромисног решења које ће сваком од учесника донети више или мање жељених ефеката.

³⁷ UNCTAD, *World Investment Report 2000 (WIR 2000) – Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, UN, New York and Geneva, p. 160-162.

Ниво економског развоја и перспектива земље домаћина, као и институционална решења у датом тренутку, стварају оквир у коме се може реализовати прилив страног капитала. У принципу, виши ниво економског развоја земље домаћина може значити п постојање већег броја фирми које могу бити таргетиране од иностраног предузећа-стицатеља из развијене земље. Такође, регулаторни оквир земље домаћина мора дозвољавати прилив страних инвестиција у одређеном облику. Популарност страних директних инвестиција утицала је на високу либералност законских решења у многим земљама, поготово када се ради о гринфилд инвестицијама, док су преузимања делимично ограничена, а некада је чак потребно посебно одобрење за преузимање предузећа у одређеној индустријској грани. Разлике у нивоу развијености корпоративног управљања и у власничкој структури могу утицати на реализацију спајања чак и када су у питању развијене земље. У неразвијеним земљама, неразвијеност тржишта капитала и неусклађеност са међународним стандардима извештавања могу утицати на немогућност адекватне процене вредности потенцијалног циљног предузећа и тиме умањити вредност инвестиција.

Mahathir bin Mohamed³⁸ наводи да мерцери и аквизиције омогућују да велике корпорације постану још веће што њихову финансијску снагу чини супериорнијом чак и од земље средње величине. И поред несумњивог позитивног ефекта њихове сарадње са домаћим фирмама, постоји и реална опасност од угрожавања послова домаћих предузећа.

Све полемике о предностима и недостацима једног односно другог начина не умањују њихов значај нити чињеницу да су ова два начина најчешћи пут којим инвеститори остварују екстерни раст својих компанија. Одабир начина само је питање услова које дефинише моменат инвестирања. Високе баријере при уласку и рана фаза развоја корпоративног управљања умањују вероватноћу гринфилд инвестиција, док либерализација тржишта фаворизује мерцере и аквизиције. Низак ниво корпоративног управљања и корпоративна култура различита од оне у развијеној земљи носе ризик погрешног одабира циљне компаније са становишта стицатеља. Нежељени ефекти за земљу домаћина могу бити резултат оба начина инвестирања, што намеће потребу

³⁸ UNCTAD, *World Investment Report 2000 (WIR 2000) – Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, UN, New York and Geneva, p. 15, изворно: Mahathir bin Mohamed (2000). “UNCTAD X: Statement by Malaysia. Speech delivered at the plenary session of UNCTAD X in Bangkok, Thailand, 12 February 2000” (Geneva: UNCTAD), mimeo.

усмеравања пажње на значај адекватне политике страних директних инвестиција у смислу обезбеђења ефекта корисности за домаћина без обзира на начин реализације.

Гринфилд инвестиције носе са собом одређени ниво ризика, а дискутабилно је да ли је тај ризик нижи од ризика реализације стратегије међународних спајања (преузимања) предузећа. Ефекат улагања зависи од мотива – да ли је чисто финансијске природе или су у првом плану економске перформансе фирме, поготово када се ради о непријатељској аквизицији. Сигурно је да мерцери и аквизиције укрупњавањем корпорација доприносе расту међународних олигополистичких структура и порасту њихове тржишне моћи. У циљу спречавања негативних ефеката, земље се усмеравају на формирање адекватне конкурентске политике, као и политике уласка страних инвестиција, а све у циљу обезбеђења одговарајућег утицаја иностраних мерцера и аквизиција на економски развој земље.

1.3.3. „Таласи“ међународне мерцер и аквизиционе активности

У периоду од краја XIX века па до данашњих дана развој тржишта корпоративне контроле карактерише циклична активност мерцер и аквизиционе активности³⁹. Таласи ових активности појављивали су се периодично, а раст мерцер и аквизиционих активности пратио је раст економских активности, и посебно раст екстерног тржишта капитала. Савремене услове пословања и опстанак на глобалном тржишту карактерише неопходност учешћа у процесима мерцер и аквизиционих активности за привредне субјекте, па су се ове активности врло интензивно прошириле на светску економију. Иако величина предузећа није ограничавајући фактор за улогу предузећа – стицатеља, чињеница је да су велике корпорације у циљу опстанка и развоја усмерене на спајање са конкурентским компанијама. Ово из разлога што се смањењем трошкова по јединици производа повећава конкурентност на тржишту, повећава обим производње и реализације, а преузети ризик је нижи. Опадајући тренд непријатељских преузимања и растући тренд стратегијских интеграција могу се окарактерисати као резултат промене понашања менаџерске структуре која доводи до позитивних помака у решавању агенцијског проблема, а услед промена у корпоративном понашању које карактерише одбрамбени механизам потенцијалних мета – предузећа што отежава али и поскупљује непријатељско преузимање.

Такозвани „таласи“ М&А активности представљају периоде интензивне активности овог типа посматрано по вредности и броју реализованих трансакција М&А. У периодима њиховог израженог дејства мењала се структура пословања тржишних учесника – привредних субјеката, у виду прерасподеле броја малих, средњих и великих предузећа, као и мултинационалних компанија. Фактори који су утицали на настанак сваког од таласа били су примерени нивоу привредне активности датог периода, а налазили су се у оквирима индустријских активности које су за дати талас биле карактеристичне, и свакако у начину финансирања М&А активности. Трансформације овог типа су омогућавале предузећима да у одговарајућем тренутку искористе шансе које им је давало окружење, као и боље позиционирање на тржишту, а све у циљу остваривања вишег нивоа профита.

Први талас мерцер (аквизиционих) активности започиње након завршетка економске депресије 1893. године, а најинтензивнији период ових активности је од 1898. до 1902. године. Пре почетка првог мерцер таласа, за реализацију спајања тражило се једногласно одобрење сваког привредног друштва, што је постало тешко изводљиво јер је број акционара значајно порастао а њихови интереси постали различити. Раст компанија куповином средстава изазивао је високе трансакционе трошкове, а регулаторна промена која је била најзначајнија за експанзију мерцер активности било је увођење антимонополске контроле. Током првог таласа преовладале су интеграције хоризонталног типа, што је са своје стране довело до стварања монополистичке структуре тржишта и великих монопола. Du Pont, US Steel, Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco су неки од данашњих индустријских гиганата који су формираны током првог М&А таласа⁴⁰. Монополистичка структура тржишта резултирала је тиме да су поједина предузећа владала значајним процентом тржишта у својој грани (US Steel – 75%, Standard Oil - 85%, American Tobacco - 90%).

Сваки од таласа мерцера инициран је одређеном групом фактора који су били карактеристични за дати период. За први талас М&А активности карактеристично је да

³⁹ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 14.

⁴⁰ Тодоровић М., *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, 2010, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 133.

су иницијални фактори били⁴¹: тежња да се оствари економија обима путем раста ефикасности пословања и смањења јединичних трошкова, елиминисање конкуренције ниским ценама како би се умањила вредност појединих предузећа а у циљу њиховог преузимања, као и тежња да се контролише банкарски систем и правосудни органи. Реализација наведених мотива је последично резултирала монополском структуром тржишта, и преузимањем контроле над значајним делом тржишта одређене области индустрије од стране новоформираних гиганата.

Крах берзе 1904. године и паника банака која је тада настала, ослабили су банкарски систем који је убризгавао финансијски капитал за реализацију преузимања, што доводи до завршетка првог таласа М&А активности.

У периоду од 1910 до 1929. године, током **другог таласа** спајања и преузимања, реализацијом вертикалних интеграција дошло је до настанка олигополских структура. Мотиви за други мерџер и аквизициони талас могу се тражити у даљем развоју капитализма, као и иновативним моделима управљања у компанијама као што је нпр. General Motors (који су оправдања за преузимања налазили у њиховом доприносу ефикасности пословања). У односу на први талас преузимања, када је са привредне сцене нестало око 3000 предузећа, у другом таласу тај број је учетворостручен, односно износио је 12.000⁴².

Финансирање преузимања вршено је од стране релативно малог броја инвестиционих банака, при чему су предузећа чија се стицатељска активност заснивала на кредитном капиталу улазила у својеврстан ризик пропасти у случају пада економских активности. Законодавне власти у САД су монополистичко понашање предузећа у процесима преузимања покушале да обуздају доношењем најпре Шермановог антимонополског закона (у првом таласу преузимања), а затим су Клејтоновим антимонополским законом настојале да појачају одредбе првобитног закона. Међутим, то је резултирало само настанком мањег броја монопола, али већим бројем олигопола. Значајнији гиганти настали у другом М&А таласу су: General Motors, IBM, John Dere и др.

⁴¹ Денчић-Михајлов К. (2010). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет. стр. 15.

⁴² Тодоровић М., *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, 2010, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 134.

Други талас мерџер и аквизиционих активности зауставила је велика депресија и крах тржишта хартија од вредности октобра 1929. године. Резултат су биле нове регулаторне промене које су прошириле учешће државе у регулисању тржишта, а доношењем прописа који су регулисали послове везане за хартије од вредности акционарима је омогућена већа контрола рада менаџера у корпорацијама.

Трећи талас М&А активности обухвата период од 1950 до 1969. године. Овај талас карактеришу интеграције конгломератског типа које су чиниле скоро 80% укупних интеграција. На стварање конгломерата упућивао је нови сет антимонополских прописа, па су стицатељска предузећа диверсификовала своју делатност у различите секторе индустрије. На тај начин, и поред великог броја интеграција (око 6000) и нестанка великог броја предузећа (близу 25000) није дошло до значајнијег утицаја на степен конкуренције⁴³. Овај талас карактеришу и промене у начину финансирања преузимања. Наиме, позитивне промене на берзи омогућиле су финансирање преузимања акцијама, што није било опорезиво, па су се на тај начин умањивале пореске обавезе и остваривао приход од акцијског капитала. Крај трећег таласа мерџер и аквизиционе активности условљен је падом активности на финансијском тржишту, односно падом цена акција, великим делом конгломератских предузећа, а регулаторне промене донеле су једнак третман за све акционаре.

Период од 1981 до 1989. године представља **четврти талас** М&А активности. Инициран је порастом броја институционалних инвеститора што је олакшавало процесе преузимања, променама на финансијском тржишту, растом приватног капитала и повећаном улогом предузетника, а карактерише га значајан удео непријатељских преузимања у укупном броју реализованих интеграција. Сама појава непријатељских преузимања узроковала је настанак суптилнијих тактика, како офанзивних – на страни преузиматеља, тако и дефанзивних, на страни компаније – мете преузимања. Карактеристика овог таласа јесте и појава такозваних *junk* обвезница које карактерише ниски рејтинг и висок ризик што је омогућило приступ значајним износима финансијских средстава. Стицатељска активност показала се веома профитабилном, па је логичан след догађаја био пораст шпекулативних послова на берзи. Инвестиционе банке су имале веома значајну улогу, с обзиром да су значајни мега-мерџери финансирани кредитним капиталом, а у диверсификацији активности њихове

⁴³ Тодоровић М., *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, 2010, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 134.

консултантске услуге заузеле су значајно место. Након периода експанзије активности спајања и преузимања, наступа период рецесије и колапс тржишта обвезница ниског рејтинга, што је значило крај четвртог таласа М&А активности.

Пети талас интеграционих активности везује се за сам крај XX века, односно за период од 1995. до 2001. године. У овом периоду долази до смањеног броја непријатељских преузимања и пораста интеграција стратегијског типа. Услед тога долази и до промене начина финансирања преузимања, па се финансирање дугорочним дугом замењује финансирањем акцијским капиталом. То као последицу има смањење финансијског и укупног ризика пословања, као и мању осетљивост на негативна кретања каматне стопе на тржишту капитала⁴⁴.

Велики утицај на одвијање активности спајања и преузимања предузећа током овог таласа имала је глобализација светског тржишта. Услови глобалне конкуренције наметали су предузећима потребу екстерног ширења да би била конкурентна на тржишту, па је тако за овај период карактеристичан настанак највећег броја и данас постојећих мега-мерцера. Такође је утицај глобализације определио међународни карактер овог таласа. Сектори који су били обухваћени интеграцијама су банкарски и сектор финансијских услуга, телекомуникације, интернет сектор, нафтна индустрија, ауто индустрија и др. Пад цена акција на берзама широм света довео је до краја петог таласа.

Могло би се рећи да по завршетку петог таласа долази до одређених подфаза које у ствари представљају његов наставак у виду смањених и појачаних аквизиционих активности, тако да је практично овај пети талас још увек у току, са јачим или слабијим активностима спајања и преузимања предузећа. Интеграције имају глобални стратешки карактер, а посвећивање значајне пажње постаквизиционим интеграцијама утицао је на раст степена њихове успешности у односу на претходне таласе. Допринос успешности интеграција у овом таласу даје и посвећивање пажње корпоративном управљању. Са своје стране, глобализација наводи предузећа да примењују стратегије екстерног раста како би била конкурентна на тржишту, па се годишње у читавом свету реализује значајан број интеграција. Ове активности успоравају догађаји попут светске економско-финансијске кризе из 2008. године, јер услови неизвесности директно утичу

⁴⁴ Петровић, Е., Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет. Стр. 183.

на процесу оцене оправданости међународног екстерног раста, финансирање преузимања и постаквизиционе процесу. Међутим, екстерни раст је постао основна покретачка полуга за примену стратегије преузимања, па се њој све више прилази као интегрисаном сегменту пословања.

1.3.4. Међународни мерцери и аквизиције у контексту глобалне економске кризе

Последња економско-финансијска криза светских размера узрокована је поремећајима на америчком тржишту некретнина 2007. године, али њен главни узрок лежи у експанзивној монетарној политици која је подстицала задуживање ниским каматним стопама.⁴⁵ У зависности од карактеристика сваке појединачне привреде, криза се са одређеним специфичностима манифестовала у САД, Европи, као и у осталим деловима светке привреде. Криза се веома брзо пренела из финансијског у сектор реалне економије, што је утицало на пад привредне активности на светском плану.

У периоду кризе и пада пословних активности, талас мерцера и аквизиција креће силазном путањом. Много разлога доприноси таквом тренду: повећан укупни ризик пословања, нестабилност финансијског система и привредног амбијента, ризични услови финансирања, опадање активности у реалном сектору привреде, и др. Поред погоршања општих услова пословања, инвестициона улагања су оптерећена и специфичним врстама ризика који карактеришу поједине националне економије, циљне са становишта инвеститора. Ово нарочито погађа земље у транзицији и у развоју којима је капитал неопходан услов развоја, јер опада интересовање мултинационалних компанија за инвестирање у тим земљама услед њиховог настојања да избегну и умање укупан ризик пословања⁴⁶. Поред тога, и ови велики системи се у условима кризе суочавају са сопственим проблемима попут опадања профитабилности или одржавања ликвидности. То умањује њихову способност да финансирају инвестиционе пројекте сопственим средствима, а задуживање на финансијском тржишту постаје све скупљи извор финансирања.

⁴⁵ Хрустић Х., (2009), *Компаративна анализа одабраних модела одговора на светску финансијску кризу*, Међународни проблеми, стр. 244-273, Београд, Институт за међународну политику и привреду;

⁴⁶ Денчић-Михајлов К. (2009). *Управљање међународним инвестицијама у условима глобалне кризе*, *Зборник радова са XIII Конгреса Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске „Финансије, рачуноводство и ревизија у условима глобалне кризе“*, Бања Врућица, Теслић, 211-228.

Мерцери и аквизиције, као један од облика страних директних инвестиција, подлежу анализи економске оправданости пре њихове реализације. Економска оправданост инвестиције изражена у виду њене профитабилности зависи од бројних фактора, при чему начин финансисирања ове врсте инвестиција има значајну улогу. Наиме, уколико предузеће за наведену инвестицију не располаже у потпуности сопственим средствима, цена капитала у кризним условима значајна је одредница профитабилности. Повећан укупан ризик пословања у кризним условима повећава цену позајмљеног капитала и са своје стране увећава трошкове инвестирања. Поред тога, ванредни услови пословања могу довести до тога да земља у циљу пружања помоћи својим привредним субјектима да превазиђу тешкоће, може увести одређена правна или политичка ограничења везана за трансфер средстава.

Претходно наведена ограничења могу онемогућити слободан проток средстава између матичне фирме и њене потцијалне филијале. То је веома значајан аспект за потенцијалног инвеститора, јер ометање слободног трансфера средстава према земљи извозници капитала може резултирати повећаном применом трансферних цена и другим методама прикривеног трансфера средстава матичном предузећу. У том случају, чак и да дође до реализације инвестиционог пројекта, земља инвестирања може остати без значајног дела јавних прихода у пореској сфери, а поред већ постојећих кризних услова то представља додатни проблем⁴⁷.

За земље у развоју и посебно земље у транзицији које су на путу увођења тржишног система привређивања, привлачење страних инвестиција има посебну димензију. Процес приватизације и стимулативна пореска и политика привлачења страног капитала добар су предуслов за осавремењавање приватизованих предузећа новом технологијом, као и за усмеравање на светско тржиште њиховом извозном оријентисаношћу. Међутим, тај процес није једноставно спровести ни када нема финансијско-економске кризе као додатно отежавајуће околности, с обзиром на то да у овим земљама финансијско тржиште није довољно (или чак није уопште) развијено, да процес приватизације резултира у високом проценту неуспелим преузимањима, а правна регулатива је у почетној фази усаглашавања са регулативом на тржишту развијених земаља.

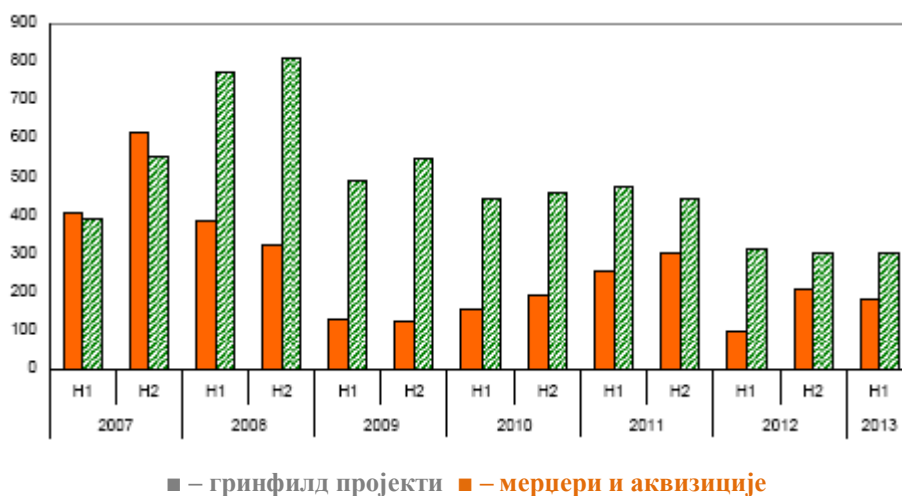
⁴⁷ Опширније о томе видети код: Denčić-Mihajlov, K., & Popov, J. (2013). *Reflections of the economic and financial crisis on multinational companies: The case of transfer prices*. *Strategic Management*, 18(1), 27-36.

Неизвесност на тржишту капитала које треба да обезбеди изворе финансирања инвестиционих пројеката, настала у условима финансијске кризе, за последицу има логичан пад мерџер и аквизиционих активности. Уместо да прибављају изворе финансирања за проширење капацитета на нестабилном тржишту, инвеститори ће у циљу успешног превазилажења кризне ситуације бити усмерени на обезбеђење стабилности сопственог пословања, као и већу профитабилност сопствених инвестиционих средстава. Према подацима UNCTAD-а, стране директне инвестиције на глобалном нивоу доживеле су значајан значајан пад у 2012. години, што је у оштром контрасту са економским показатељима као што су бруто друштвени производ, међународна трговина и запосленост који су забележили позитиван тренд. Неизвесност у економској политици на глобалном нивоу након кризног периода резултирала је повећаном опрезношћу инвеститора, па су многе мултинационалне компаније реинвестирале свој профит у иностранству кроз реструктурирање имовине, продају и пресељење. То говори да је пут опоравка страних директних инвестиција на глобалном нивоу трновит, и да може трајати дуже него што се очекивало.

Према подацима UNCTAD-а (слика 1) почетак економско финансијске кризе у свету довео је до опадајућег тренда мерџер и аквизиционих активности већ 2008.године, а најнижи ниво ових активности забележен је 2009. године. Након тога следи опоравак цикличног карактера: након пораста инвестиционих активности овог типа, прву половину 2012. године карактерише значајан пад, а у другој половини поновни успон.

Слика 1. Вредност прекограничних М&А и гринфилд пројеката у периоду 2007-2013

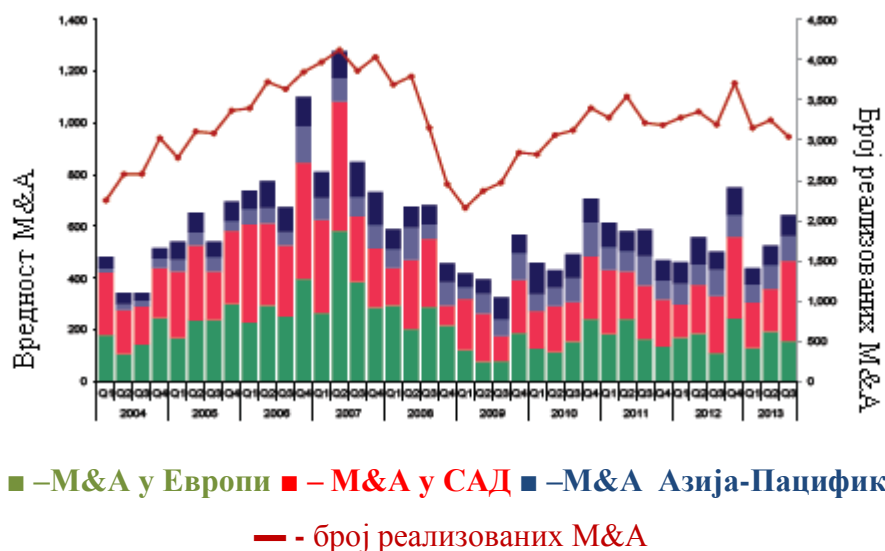
(у млрд \$)



Извор: Global investment trends monitor, No. 13, 31. October 2013.

Ова циклична активност резултат је опреза приликом улагања и времена које је потребно да инвеститори поново стекну поверење у вероватноћу профитабилног улагања. Ову тврдњу поткрепљују и показатељи постепеног повећања мерџер и аквизиционих активности у 2013. години (слика 2).

Слика 2. Опадајући тренд М&А активности у периоду 2004-2013. година



Извор: <http://www.mergermarket.com/pdf/Mergermarket.Q32013.LegalAdvisorM&ATrendReport.pdf>

Мерџери и аквизиције, као стратегије екстерног раста које се заснивају на промени власничке структуре над циљним предузећем, у кризним периодима могу да имају и потпуно неочекивани тренд. Наиме, кризни услови отежавају земљама да формирају повољну инвестициону климу и самим тим се намеће закључак да ће прилив страних инвестиција бити нижи. Међутим, резултати истраживања спроведени од стране Вишић⁴⁸ показују супротна кретања.

Вишић је анализирајући долазне прекограничне М&А у европским транзиционим земљама посматрајући 1999. годину (почетна фаза транзиције), 2007. годину (када је започела последња економско финансијска-криза) и 2010. годину (посткризни период), дошла до закључка да земље са неповољном инвестиционом климом (високе каматне стопе, висока стопа инфлације, низак ниво економског развоја мерено БДП *per capita*, ниске вредности индикатора корпоративног управљања), добијају релативно високе вредности инвестиција у форми прекограничних М&А. Са друге стране земље као што

⁴⁸Вишић, Ј., (2012). *Evidence of Fire-Sale M&A in European Transition Countries*, Managing Global Transitions Volume 10 · Number 4 · 325-340.

је Словенија, која имала убедљиво највиши БДП *per capita* остварују низак ниво ових улагања. Једно од објашњења јесте да ова земља за свој економски раст користи различите приступе у односу на остале транзиционе земље, на тај начин што штити своје компаније и привреду од потенцијалних опасности које носи страни капитал.

Објашњење за значајнији прилив прекограничних М&А у земље са лошијим перформансама инвестиционог амбијента, Višić види у мотивима стицатељских компанија у односу на циљна предузећа. Са тог аспекта, када се преузимање заснива на дугорочној стратегији у односу на циљно предузеће, тада постаквизициони период могу карактерисати позитивне перформансе за стицатеља, али и за циљну компанију и за привреду земље домаћина. Међутим, често мотиви стицатељских компанија могу бити краткорочне природе, а реализација М&А подстакнута краткорочном профитабилношћу и шпекулативним мотивима, па се чини да је управо то објашњење значајне усмерености инвеститора на земље са неповољним инвестиционим окружењем. Такве тенденције су присутне 1999. и 2007. године, а већ 2010 године ситуација се у одређеној мери мења, јер су инвеститори са компанија које су у проблематичној ситуацији, усмерили пажњу на оне које су у здравом инвестиционом окружењу.

Претходно изнето упућује на закључак да су привредни субјекти у кризним условима принуђени да прихвате понуду стицатељске компаније чак и када је испод стварне (фер) вредности компаније. У таквим ситуацијама, губитак остварују акционари циљне компаније који добијају ниже износе у односу на реалну вредност својих акција, али на губитку може бити и привреда земље-домаћина уколико искоришћеност средстава није адекватна. Да ли је то заиста тако и у пракси истраживали су Ang & Mauck⁴⁹ упоређивањем цена по којима се продају акције компанија у нормалним условима, и цена по којима се продају акције компанија у рецесионим и кризним периодима за компаније које јесу/нису у тешкоћама. Када је референтна цена акција она која је важила непосредно пре објављивања понуде за преузимање, тада чак и компаније у тешкоћама добијају вишу понуду за преузимање у односу на пословање у нормалним условима. Постаквизициони резултати стицатељске компаније показују да тржиште негативно реагује на све аквизиције, укључујући и оне у којима је циљна компанија у тешкоћама, и када се преузимање одвија у кризним условима.

⁴⁹ Ang, J., & Mauck, N. (2011). *Fire sale acquisitions: Myth vs. reality*. Journal of Banking & Finance, 35(3), 532-543.

Реализација међународног екстерног раста путем М&А подразумева прихватање одређеног ризика услед уклапања у оквире друге националне културолошке, институционалне и организационе оквира. Кризни услови пословања додатно отежавају доношење правилних пословних одлука, које по свему судећи не морају увек бити у оквирима очекиваног.

1.4. Перформансе међународних мерџера и аквизиција

Разлози спровођења мерџера (аквизиција) у основи се свде на чињеницу да је то профитабилан начин увећања капацитета, као и повећања тржишног учешћа. Међутим, као и код сваке врсте инвестиција, и овде анализа економске оправданости њеног спровођења даје коначан одговор о (не)остварењу постављеног циља. Досадашње анализе спроведених стратегија екстерног раста овог типа указују да њихова реализација не значи аутоматски и побољшање перформанси предузећа стицатеља у постаквизиционом периоду⁵⁰.

Побољшање перформанси условљено је, између осталог, адекватним планирањем и спровођењем тактике преузимања, као и квалитетом самог интеграционог поступка. Параметри попут нето прихода, добити, нето добити по акцији или стопе приноса на укупно ангажована и сопствена средства, представљају показатеље рачуноводственог типа, чији раст (посматрано временски пре и после реализоване интеграције) указује на позитивне ефекте реализације стратегије међународног екстерног раста. Међутим, позитивна тенденција кретања ових показатеља не мора увек бити резултат примене поменуте стратегије, већ и других фактора пословања, као што су повећање ефикасности пословања које није узроковано спајањем (шпреузимањем), монополски положај предузећа стицатеља или општи раст активности у посматраној привредној грани.

Нето приход, као показатељ рачуноводственог типа, веома је значајан посматрано са становишта власника јер представља ефекат улагања капитала. Значај овог показатеља за менаџере састоји се у томе да његова реализација обезбеђује заштиту уложеног

⁵⁰Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 169.

капитала, и могућност да се остварени износ расподели акционарима или поново инвестира. Међутим, недостатак овог показатеља је у томе што не обухвата и вредност уложеног капитала. Са рачуноводственог аспекта, улагање сопственог капитала не представља одлив, па самим тим и не пружа стварну слику профитабилности пословања. Утицај структуре финансирања на остварени нето приход исказан у билансу успеха говори да овај показатељ не може бити адекватно мерило успешности пословања, а овај недостатак може се делом ублажити усмеравањем пажње на *нето пословни добитак* који за претпоставку има да предузеће за финансирање користи само сопствени капитал.

Рачуноводствени показатељи су засновани на оствареним резултатима предузећа у прошлости, објективни су и мерљиви, али недовољно усклађени са савременим динамичним окружењем, па стога нису погодни да се посматрају изоловано као критеријум за доношење одлука о инвестирању. Поред тога, могу бити примењене разне методе за обрачун трошкова, како у складу тако и супротно законским прописима или рачуноводственим стандардима, што умањује поузданост рачуноводствених показатеља. С обзиром да позитивни рачуноводствени показатељи могу бити и резултат неких других околности, за процену ефеката преузимања користе се и други показатељи, као што је кретање цене акција пре и након обелодањивања намере о преузимању⁵¹. Наиме, кретање цене акције пре и након обелодањивања намере о преузимању показује садашњу вредност очекиваног будућег нето прилива који се креира стратегијом преузимања и у већој мери је показатељ успешности преузимања у односу на рачуноводствене показатеље чији раст може бити резултат фактора рачуноводствене природе.

Да би се могло рећи да је креирана вредност потребно је да дође до увећања тржишне вредности уложеног капитала, без обзира да ли се ради о позајмљеном или сопственом капиталу, и да дође до стварања додатне вредности за акционаре. Истовремено посматрање профитабилности компаније и профитабилности уложеног капитала резултирали су дефинисањем нових мерила успешности пословања. Као резултат прилагођавања новим условима пословања настао је концепт менаџмента заснован на стварању вредности, што доводи до увећања вредности капитала акционара, као најважнијег циља корпоративног управљања. Из овог концепта развијен је показатељ успешности пословања *EVA (engl. Economic Value Added)* – *додата економска*

вредност, чија је основна карактеристика да обухвата и сопствени капитал као трошак пословања, који са рачуноводственог становишта није обухваћен. Овај показатељ исказује разлику између нето пословне добити након опорезивања и укупних трошкова капитала (позајмљеног и сопственог)⁵².

MVA (engl. Market Value Added) – тржишна додата вредност је показатељ који се формира на тржишту капитала, а резултат је становишта да се додатна вредност за акционаре може остварити само уколико се реализује повећање тржишне вредности предузећа. Као разлика између тржишне и књиговодствене вредности предузећа, овај показатељ дефинише укупан успех пословања уз узимање у обзир прошлих, садашњих и у будућности очекиваних пословних резултата. Кретање овог показатеља указује и на квалитет рада менаџера. Уколико за посматрани период долази до његовог повећања, то значи да су одлуке менаџера допринеле повећању тржишне вредности предузећа у односу на пораст сопственог капитала који је резултат задржане добити.

1.4.1. Краткорочне перформансе међународних М&А

Краткорочни ефекти реализованих међународних мерџера и аквизиција усмерени су на мерење њиховог доприноса богатству акционара. Краткорочна усмереност објашњава се тиме да цена акција на тржишту капитала реагује на сваку нову информацију, па стога и на информацију о могућности преузимања, као и о предвиђањима везаним за профитабилност инвестиције. Уважавајући чињеницу о пословању у условима високог степена неизвесности и ризика на глобалном тржишту, логична је усмереност доносиоца пословних одлука на принос по акцији у кратком року. Међутим, ово краткорочно посматрање перформанси предузећа не мора нужно одражавати и стварно стање ствари. Наиме, реализација стратегија спајања и преузимања може представљати инвестицију од које се очекују оптимистични резултати типа позитивних новчаних токова, што са своје стране може повећати тржишна очекивања и допринети порасту цене акција. Са друге стране, у постаквизиционом периоду ће и други фактори утицати на тржишни сигнал о вредности акција, јер остварене перформансе не утичу само на вредност акцијског капитала, већ и на друге интересне групе: купце, добављаче, запослене, финансијске институције, државу као регулаторни орган, менаџере. Њихови

⁵¹ Исто, стр. 170;

⁵² Опширније о концепту менаџмента заснован на стварању вредности видети код: Stančić P. et al. (2012). *A choice of performance measurement system in the shareholder value oriented company*, Economic Themes, 1/2012, str. 81-100.

интереси обично нису краткорочног карактера као што може бити мотив за реализацију међународних мерџера и аквизиција од стране инвеститора.

Савремени услови привређивања, које карактеришу сталне промене и потреба прилагођавања од стране свих учесника на тржишту у циљу опстанка, намећу потребу усмерености у одређеној мери на остварење краткорочне профитабилности. Јачање конкурентских услова може да наведе институционалне инвеститоре, нарочито ако имају удео у власништву, да се усмере на остварење што већег профита у што краћем року, при чему може доћи до занемаривања дугорочне перспективе предузећа и пада вредности акција у будућности.

Анализирајући ефекте реализације међународних мерџера и аквизиција, Gugler et all.⁵³ вршили су поређење анализираних компанија на глобалном нивоу у односу на контролну групу са аспекта остварене профитабилности и нивоа продаје. Резултати анализе су показали да спајања у просеку воде вишем нивоу профитабилности, али редукују остварену продају на нивоу спојеног предузећа. Gugler et all. су такође закључили да у оствареним ефектима нема значајне разлике када се ради о преузимањима у сектору производње или сектору услуга, као ни да ли је у питању домаће или прекогранично преузимање.

Bartholdy⁵⁴ анализира краткорочне ефекте мерџера и аквизиција на тржишту Европске уније на узорку од 288 реализованих преузимања у периоду од 2000. до 2008. године. Аутор закључује да акционари циљне фирме остварују надпросечни принос у кратком периоду након обелодањивања преузимања. Насупрот томе, принос по акцији акционара стицатељске компаније није се значајно разликовао од нуле. На тај начин, најави мерџера и аквизиционих активности доприноси стварању вредности за акционаре циљних предузећа, док се вредност за акционаре стицатеља не умањује, али се у најбољем случају одржава на истом нивоу посматрано на кратак рок. Резултати указују да нема значајних разлика у ефектима преузимања између домаћих и прекограничних трансакција, као и да на анализираном простору европског тржишта нису примећени ни подстицаји ни препреке остварењу позитивних перформанси опредељени утицајем културолошких, регулаторних нити трансакционих фактора.

⁵³ Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). *The effects of mergers: an international comparison*. International Journal of Industrial Organization, 21(5), 625-653.

⁵⁴ Bartholdy, P. D. J. (2009). *Shareholder wealth effects of mergers and acquisitions: An empirical investigation of short-term performance in the European market*. Aarhus School of Business, University of Aarhus, Denmark

1.4.2. Дугорочне перформансе међународног екстерног раста

Ефекти реализације стратегије екстерног раста са дугорочног аспекта такође се огледају у повећању вредности власника капитала, с тим да дугорочно посматрање наилази на одређене тешкоће приликом дефинисања адекватних показатеља. Када компанија-стицатељ и након реализације преузимања опстаје и успешно послује у наредним годинама, тада перформансе преузимања и ефекат на цену акција зависе од методе процене⁵⁵.

Истраживања су показала да су анализе засноване на тржишном моделу показале систематско снижење цене акција, док су студије које су примењивале друге моделе (на пример: *CAPM* - *Capital Asset Pricing Model* - Модел вредновања уложеног капитала, или *MAM* – *Market Adjusted Model* – Тржишно прилагођен модел) имале противуречне резултате. Наиме, адекватни подаци о висини дугорочних приноса се тешко утврђују када се посматрају са аспекта начина финансирања мерцера и аквизиција, статуса понуде (да ли је у питању пријатељска или непријатељска аквизиција) или типа циљног предузећа.

Резултати дугорочних перформанси међународних М&А могу изражавати и позитивне и негативне вредности. Разлика између краткорочних и дугорочних резултата произилази из чињенице да дугорочне перформансе могу наилазити на методолошке проблеме у поступку њиховог утврђивања. Ти проблеми су резултат немогућности да се изолује чист ефекат преузимања од дејства других догађаја који се дешавају у каснијим годинама након преузимања. Ако су негативни показатељи дугорочних перформанси резултат истраживачких и аналитичких проблема, онда такав резултат не може бити меродаван за процену успешности међународних мерцера и аквизиција. Поред тога, студије које се односе како на анализу краткорочних тако и на анализу дугорочних ефеката аквизиција, за претпоставку имају ефикасно тржиште капитала, па поремећаји на финансијским тржиштима могу објаснити различите резултате. Учесници процеса преузимања по реализацији мерцера (аквизиције) могу да прецене потенцијалне синергетске ефекте и профитабилност спајања, а након протока одређеног временског периода, када располажу већом информационом основом

⁵⁵ Martynova, M. V., & Renneboog, L. (2005). *Takeover waves: triggers, performance and motives*. Tilburg University.

везаном за процес преузимања, да ревидирају своја очекивања. Ово наводи на закључак да активности међународног спајања (преузимања) током времена могу да еродирају вредност капитала компаније-стицатеља, или у најмању руку не испуне очекивања страних инвеститора.

Анализирајући перформансе међународних мерцера и аквизиција, Ravenscraft⁵⁶ је дошао до закључка да М&А у просеку не доводе до бољих перформанси у постаквизиционом периоду. Изузетак се, у обимном истраживању на које се поменути аутор позива, појављује само код спајања предузећа једнаке величине, док у свим осталим случајевима у просеку перформансе нису побољшане. И гледиште наведеног аутора иде у прилог тврдњи да је постаквизиционе перформансе тешко дефинисати у дугорочном периоду. Као разлози наводе се: непредвиђене тешкоће на које се наилази приликом спајања два предузећа, неадекватни подстицаји за виши менаџмент циљног предузећа за руководеће позиције након спајања, грешке услед недостатка искуства вишег руководства у циљној индустрији компаније и циљном иностраном тржишту, проблеми у циљној компанији које менаџери стицатељског предузећа нису били у стању да у потпуности разумеју.

Martynova et all.⁵⁷ су анализирали дугорочне перформансе преузимања у земљама континенталне Европе и Велике Британије 90-их година прошлог века, при чему су истакли комплексност анализе овог типа и отежавајуће околности за извођење закључака на дугорочној основи. Анализа 155 европских корпоративних преузимања показала је да се профитабилност интегрисаног предузећа смањује након преузимања, али у поређењу са контролном групом предузећа закључили су да је смањење профитабилности резултат макроекономских кретања и да није повезано са преузимањем. Такође су закључили да на пост-аквизиционе перформансе немају утицаја фактори попут начина плаћања преузимања, локације или припадности индустријској грани, али је од утицаја карактер преузимања: пријатељска преузимања показала су боље перформансе у односу на непријатељска.

⁵⁶ Ravenscraft, D. J. (1987). *The 1980s merger wave: An industrial organization perspective*. The merger boom, 17, 37.

⁵⁷ Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2006). *The long-term operating performance of European mergers and acquisitions*. ECGI-Finance Working Paper, (137).

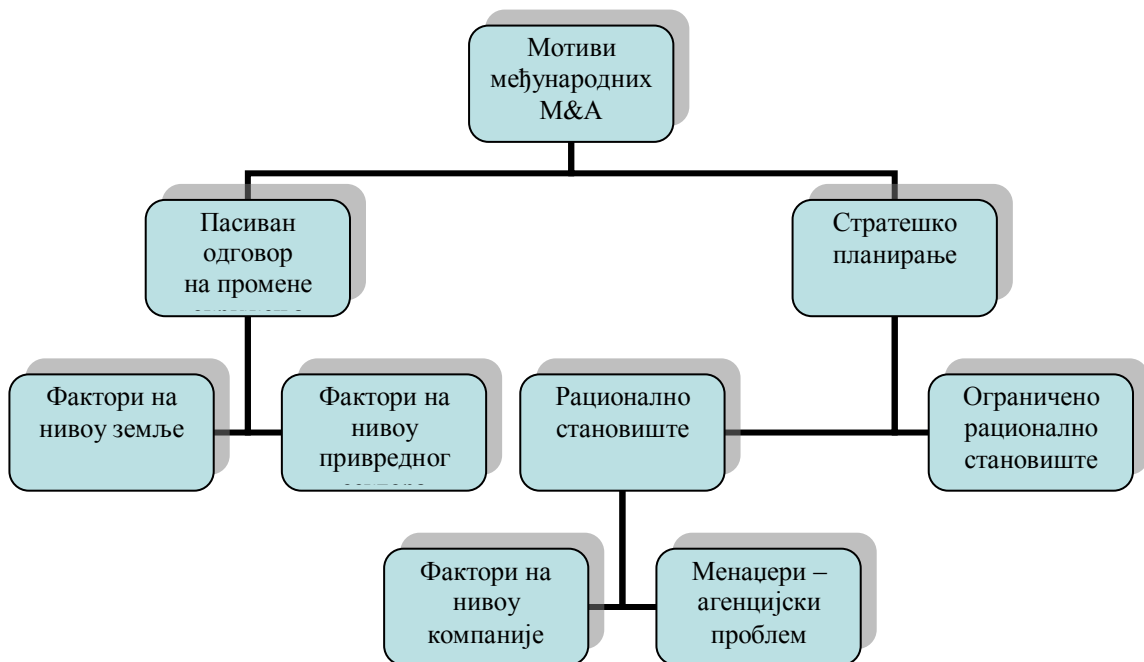
Ravenscraft & Scherer⁵⁸ су, анализирајући деветогодишњи постаквизициони период за мерцере и аквизиције америчких компанија из свих индустријских области, извели закључак о погоршању перформанси и паду профитабилности. Такви резултати, према мишљењу аутора, указују на потребу за конкретним доказима о економској користи од преузимања, као и за дубљим истраживањем да ли су преузиматељске компаније успеле у намери да боље управљају преузетим предузећем у односу на менаџере који су првобитно управљали циљним предузећем.

⁵⁸ Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Life after takeover*. The Journal of Industrial Economics, 147-156.

II МОТИВИ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА

Мотиви међународних мерцера и аквизиција предмет су бројних научних студија и истраживања. Од стране велике групе научника развијене су теорије и хипотезе о мотивима прекограничних мерцера и аквизиција, док је друга група аутора спровела емпиријске студије засноване на ови теоријама и хипотезама. Слика број 3.⁵⁹ даје преглед мотива који су од утицаја на спровођење прекограничних преузимања, као и за дефинисање теорија и хипотеза.

Слика 3. Преглед теорија и хипотеза мотива међународних М&А



Извор: Wang & Moini (2012)

Као што слика број 3. показује, исходиште свих дефинисаних теорија и хипотеза јесте реакција компанија, односно њихове управљачке структуре на промене које настају у окружењу. Са једне стране, постоји пасивна реакција компанија као одговор на промене у окружењу, а са друге стране активно учествовање компанија у дефинисању услова пословања које се заснива на стратешком планирању. Фактори на нивоу

националне економије и фактори на нивоу привредног сектора дефинишу теорије које објашњавају реактивно понашање компанија у односу на промене окружења, док спровођење стратегијског планирања објашњавају теорије и хипотезе засноване на (ограниченој) рационалности.

а) Теорије засноване на реактивном понашању компанија изазваном променама на нивоу привредног сектора

Историјски посматрано, мерџер и аквизиционе активности се понављају циклично и сваки од циклуса карактерише претежно присуство у одређеним индустријским гранама. У складу са наведеном чињеницом Goar⁶⁰ је предложио *Теорију поремећаја* (*engl. Disturbance theory*) према којој разлике у очекивањима имаоца акција доводе до тога да акције често мењају власнике. То имплицира да када дође до економских турбуленција, власници циљне фирме ће бити више песимисти а власници компаније стицатеља више оптимисти по питању процене циљне компаније, што на крају резултира реализацијом преузимања.

Mitchell & Mulherin⁶¹ су представили *Теорију индустријских шокова* (*engl. Industry shock theory*) и указали да индустријски шокови имају велики утицај на активности преузимања и реструктурирања. Ови шокови се односе на област дерегулације, промене у трошковима инпута, иновације у технологији и финансирању који подстичу промене у структури индустрије.

б) Теорије засноване на реактивном понашању компанија изазваном променама на нивоу националне економије

Теорија макроекономских шокова (*engl. Macroeconomic shocks theory*)⁶² као мотиваторе прекограничних преузимања наводи факторе попут економског раста, каматне стопе или инфлације. Брзи развој домаће привреде изражен кроз раст бруто домаћег

⁵⁹ Wang, D., & Moini, H. *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Some Evidence from Danish Firms* преузето са веб-сајта: http://vbn.aau.dk/files/74813307/Motives_for_Cross_border_Mergers_and_Acquisitions_.pdf

⁶⁰ Goar, M. (1969). *An economic disturbance theory of mergers*. *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4), 624-642.

⁶¹ Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.

⁶² Wang, J. (2008). *The Macro Determinants of M & A Timing in China*. *International Journal of Business and Management*, 3(9), P141-146.

производа, и снижавање каматне стопе које појефтињују поступак преузимања, чине реализацију мерцера и аквизиција више вероватном. Са друге стране, инфлаторна кретања која доносе раст економске несигурности могу ограничити активности преузимања.

в) Хипотезе засноване на рационалном становишту са аспекта компаније

Једна од најстаријих теорија које објашњавају мотиве прекограничних мерцера и аквизиција јесте *теорија монопола*⁶³ (*engl. Monopoly theory*) према којој компаније користе мерцере и аквизиције за повећање свог тржишног удела и стварање баријера за улазак других предузећа, односно стварају монополистичку тржишну позицију.

Према *теорији синергије*⁶⁴ (*engl. Synergy theory*), побољшање ефикасности и стварање вредности резултат је синергетског ефекта (при чему је обухваћена оперативна, финансијска и менаџерска синергија). Полазна хипотеза ове теорије јесте да две компаније заједно могу остварити више него независним функционисањем сваке од њих. Уска повезаност између синергетског ефекта и економије обима истиче овај мотив реализовања преузимања у време када је тражња за производима на тржишту висока.

*Теорија погрешне тржишне процене*⁶⁵ (*engl. Market (mis-)valuation hypothesis*) заснована је на хипотези неефикасног тржишта капитала и заступа становиште да због асиметричности информација о циљном предузећу његова тржишна цена не одражава његову праву вредност. Стицатељске компаније које имају више информација о циљној компанији, искористиће њену потцењену вредност за јефтиније преузимање (или финансирати преузимање својим прецењеним акцијама).

*Теорија заснована на ресурсима*⁶⁶ (*engl. Resource dependent theory*) објашњава мерцер и аквизиционе активности са аспекта утицаја спољних ресурса на понашање компаније. Једно од објашњења јесте да компанија користи мерцере и аквизиције како би смањила своју зависност од спољног окружења и ублажила неизвесност.

⁶³ Stigler, G.J. (1950). *Monopoly and Oligopoly by Merger*. The American Economic Review

⁶⁴ Williamson, O. E. (1998). *The institutions of governance*. American Economic Review, 88(2), 75-79.

⁶⁵ Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). *Market valuation and merger waves*. The Journal of Finance, 59(6), 2685-2718.

⁶⁶ Finkelstein, S. (1997). *Interindustry merger patterns and resource dependence: A replication and extension of Pfeffer (1972)*. Strategic Management Journal, 18(10), 787-810.

Fishman⁶⁷ заступа *Preemption theory* по којој компаније реализују преузимања превентивно у односу на своје ривале, уз објашњење да чак и ако у почетном периоду не дође до реализације профита он може бити повећан ако се посматра у поређењу са другим алтернативним преузимањима.

*Теорија организационог учења*⁶⁸ (*engl. Organizational learning theory*) указује да рутине које су резултат искуства воде организационом понашању, при чему квалитет оваквом подухвату даје дефинисан стратешки смер и акције компаније.

з) *Хипотезе засноване на рационалном становишту са аспекта менаџера (агенцијски проблем)*

Wang⁶⁹ наводи да већина емпиријских истраживања говори у прилог смањењу вредности за акционаре стицатељских компанија. То објашњавају теорије и хипотезе засноване на објашњавању понашања менаџера, који могу доносити одлуке о преузимању циљних предузећа за рачун својих сопствених интереса, а на рачун акционара.

Теорија „менаџерског царства“⁷⁰ (*engl. Empire-building hypothesis*) заступа становиште да у ситуацијама смањене могућности контроле рада менаџера од стране акционара може доћи до усмеравања компаније на раст изнад њене оптималне величине. То даље резултира растом трошкова асиметрије и повећаним коришћењем личних бенефита од стране менаџера. Неконтролисана изградња менаџерске империје обуздава ефикасно корпоративно управљање утицајем на степен асиметричности информација.

Теорија прекомерне аверзије менаџера према ризику (*engl. Excessive managerial risk aversion*),⁷¹ као могућу последицу агенцијског проблема наводи тенденцију од стране менаџера за доношење инвестиционих одлука којима је основни циљ смањење

⁶⁷ Fishman, M. J. (1989). *Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions*. The Journal of Finance, 44(1), 41-57.

⁶⁸ Halebian, J. J., Kim, J. Y. J., & Rajagopalan, N. (2006). *The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the US commercial banking industry*. Academy of Management Journal, 49(2), 357-370.

⁶⁹ Wang, J. (2008). *The Macro Determinants of M & A Timing in China*. International Journal of Business and Management, 3(9), P141-146.

⁷⁰ Chen, C., Lu, H., & Sougiannis, T. (2008). *Managerial empire building, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs*. Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs (October 25, 2008).

изложености компаније ризику, а у циљу заштите личних интереса. Када је преузимање мотивисано оваквим интересима, тада ефекат може бити на штету акционара компаније.

*Теорија слободног новчаног тока (engl. Free cash flow theory)*⁷² посматра супротстављене интересе акционара и менаџера, при чему до интензивирања сукоба долази нарочито у ситуацијама када компанија генерише значајан слободан новчани ток. У таквим околностима проблем је како мотивисати менаџере да улагањем поврате новац а не да врше непрофитабилна улагања.

д) *Хипотезе засноване на становишту ограничене рационалности*

Према *теорији процеса (engl. Process theory)*⁷³ мерџери и аквизиције нису резултат рационалних одлука већ постојећег процеса у коме одлуке доносе менаџери ограничених могућности обраде информација, и на основу њиховог претходног искуства, организационих способности и политичке моћи.

*Теорија охолости менаџера (engl. Hubris theory)*⁷⁴ заснива се на становишту да појединци не доносе увек рационалне одлуке у условима неизвесности. У зависности од тога која ситуација погодује менаџерима, они могу убедити акционаре да тржиште не показује праву економску вредност циљне или интегрисане компаније и да су њихове процене о вредновању исправне.

*Хипотеза имитације (engl. Imitation hypothesis)*⁷⁵ реализацију мерџера и аквизиција везује за приступ који менаџери имају приликом одлучивања: под одређеним околностима менаџери једноставно имитирају инвестиционе одлуке других руководилаца не обазирјући се на информације које су им на располагању. Иако овакве одлуке не морају бити одговарајуће са аспекта акционара, оне могу бити рационалне са аспекта менаџера који су оптерећени бригом за своју репутацију на тржишту рада.

⁷¹ Lewellen, W., Loderer, C., & Rosenfeld, A. (1989). *Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 24(04), 459-472.

⁷² Jensen, M. C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. The American economic review, 323-329.

⁷³ Wang, D., & Moini, H. *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Some Evidence from Danish Firms* преузето са веб-сајта: http://vbn.aau.dk/files/74813307/Motives_for_Cross_border_Mergers_and_Acquisitions_.pdf

⁷⁴ Roll, R. (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. Journal of business, 197-216.

*Теорија пристрасности (engl. Escalating confirmation bias)*⁷⁶ говори о менаџерима који приликом доношења одлуке о инвестирању траже информације које ће потврдити њихова претходна уверења. Истраживања су показала да менаџери код којих је пристрасност изражена у већој мери, имају виши ниво самопоуздања и виша очекивања од реализације посла. На овај начин, они су склонији чињењу грешака што се може негативно одразити на перформансе компаније.

Наведени преглед теорија и хипотеза о мотивима прекограничних мерџера и аквизиција наводи на закључак да је њихово дефинисање опредељено у зависности од степена ефикасности тржишта капитала или рационалности доносиоца одлука. Са једног аспекта, мерџери и аквизиције су вид операционализације стратешког плана развоја компаније, а са другог аспекта они су резултат пасивног одговора компаније на промене у окружењу или ирационалног понашања доносиоца одлука. У сваком случају, бројност дефинисаних теорија и заинтересованост стручне јавности у трагању за мотивима овог феномена указује на њихову комплексност, значај и неминовност у савременим условима пословања.

Још један широк поглед на мотиве мерџера и аквизиција даје и Tichy⁷⁷ који их сврстава у пет група:

- а) коришћење синергетских ефеката приликом екстерног раста,
- б) остваривање интереса менаџера спровођењем аквизиција,
- в) дисперзија ризика,
- г) јачање тржишне снаге компанија, и
- д) реаговање на промене у пословном окружењу.

Профитабилно пословање на иностраном тржишту подразумева да компанија треба да остварује конкурентску предност у односу на друге компаније како на локалном тако и на иностраном тржишту, а екстерни раст путем мерџера и аквизиција пружа управо ту могућност.

⁷⁵ Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). *Herd behavior and investment*. The American Economic Review, 465-479.

⁷⁶ Park, J., Konana, P., Gu, B., Kumar, A., & Raghunathan, R. (2010). *Confirmation bias, overconfidence, and investment performance: Evidence from stock message boards*. Mc Combs Research Paper Series No. IROM-07-10.

⁷⁷ Tichy, G. (2001). *What do we know about success and failure of mergers?*. Journal of Industry, Competition and Trade, 1(4), 347-394.

У даљем тексту, детаљнија анализа мотива међународних мерџера и аквизиција извршена је на основу њихове глобалне поделе у три групе - повећање конкурентности, одговор на промене у окружењу и мотиви који за основу имају неефикасно тржиште капитала.

2.1. Повећање конкурентности

Све већи степен интегрисаности националних тржишта услед токова глобализације актуализовао је питање последица које настају као резултат повећаног степена конкурентности између привредних субјеката. Конкурентност предузећа у смислу његове предности коју остварује у односу на друга предузећа, односно микроконкурентност, у тесној је повезаности са конкурентношћу националне привреде, посматрано са макро-аспекта. Утицај глобализације неспорно намеће потребу повећања способности привреде за остваривањем виших факторских доходака у условима изложености домаћих привредних субјеката директном утицају међународне конкуренције⁷⁸.

Evenett⁷⁹ је мишљења да интегрисање националних тржишта доприноси како повећању, тако и смањењу одрживости монополског понашања предузећа. Док са једне стране, прилике које се указују на глобалном тржишту дају могућност за формирање великих мултинационалних компанија са међународним донетима, са друге стране, улазак у конкурентску борбу и отварање националне економије светском тржишту може значити нужност снижења нивоа цена и напуштање монополске праксе. То је видљиво у оним секторима који се суочавају са агресивном увозном конкуренцијом, јер у таквим околностима мала је вероватноћа да ће прекогранични мерџери и аквизиције за резултат имати високе цене финалних производа.

Према Портеру⁸⁰, идентификација структуре тржишта као конкурентског окружења могућа је уз помоћ пет конкурентских сила: улазак нових конкурената, тржишна моћ купаца и добављача, опасност коју носи увођење супститут производа и степен ривалитета међу већ постојећим конкурентима. Повећање конкурентности у оквирима

⁷⁸ Конкурентност привреде Србије, (2003), *Jefferson Institute*, Београд

⁷⁹ Evenett, S., (2004). *The Cross-Border Merger and Acquisitions Wave of the late 1990s*, NBER Working Papers, No 965. Preuzeto 24. Februara 2013. sa sajta <http://www.nber.org/chapters/c9545.pdf>, str. 411-412

⁸⁰ Porter, M. E. (2000). *How competitive forces shape strategy*. Strategic Planning: Readings, 102.

тржишта једне националне економије или привредне гране резултат је (не)присуства баријера при уласку на дато тржиште. Баријере се могу манифестовати у форми економије обима коју поседују привредни субјекти који претендују на улазак на одређено тржиште, а која им омогућује остварење трошковне предности у односу на остале учеснике на тржишту. Баријера се може манифестовати и у виду неопходног почетног капитала за улазак на конкретно тржиште, затим у виду протекционистичких политика влада националне економије земље увознице капитала којима се ограничава улазак на конкретно тржиште. Није занемарљива ни баријера у виду лојалности коју потрошачи испољавају према одређеним маркама производа, али и према својим устаљеним навикама при потрошњи. Веће присуство наведених, као и бројних других баријера, даје могућност постојећим тржишним учесницима за остварење веће профитабилности.

Основна карактеристика савремених услова пословања свакако је константна промена конкурентског окружења иницирана процесом глобализације и регионалним променама (нпр. стварањем Европске уније, која је не само територијална, већ и монетарна унија). На том плану, доминантну улогу имају мултинационалне компаније чији су интереси превазишли оквире граница националне економије и које су суштински креатори конкурентности на глобалном плану. Проширењу пословања мултинационалних компанија погодује и тренд заступљен код земаља у развоју и у транзицији да применом стратегије отварања ка светском тржишту привуку страни инвестициони капитал, а у циљу обезбеђења приступа новим тржиштима и технолошким достигнућима. У условима када је услов успешног пословања али и опстанка на тржишту укључивање у глобалне токове, а време најзначајнији ограничавајући фактор, логична је одлука предузећа да путем иностране мерџер или аквизиционе активности скрати период за улазак на глобално тржиште.

За привлачење иностраног капитала у једну националну економију од пресудног је значаја амбијент конкурентности и његова атрактивност потенцијалним инвеститорима. Када се ради о земљама у развоју и у транзицији, пресудна улога за формирање конкурентског амбијента свакако припада државној структури. Утицај фактора политичке природе на области макроекономске стабилизације, либерализације цена и трговине, процеса приватизације, као и успостављања институционалног и правног оквира као основе за развој тржишне економије је неспоран. Одлуке овог типа усмеравају процес транзиције и дефинишу брзину њеног одвијања, али такође и

доприносе формирању одређеног нивоа укупног ризика земље који је од пресудног утицаја на одлуке које доносе тржишни учесници. У овим условима сучељавају се аверзија менаџера у односу на висину ризика земље приликом доношења одлука о инвестирању и атрактивност ових земаља за реализовање стратегије екстерног раста мултинационалних компанија. Свакако да прихватање ризика улагања преко уобичајених вредности носи са собом и тежњу за повећањем очекиваног приноса од улагања а у циљу компензовања прихваћеног ризика пословања⁸¹.

2.1.1. Повећање тржишног учешћа

Међу значајним мотивима за реализацију међународних мерџера и аквизиција налазе се и јачање тржишне моћи и повећање ефикасности пословања, при чему они истовремено представљају и основне канале за утицај овог облика екстерног раста на област истраживања и развоја⁸². Синергетски ефекат произилази из околности да, са једне стране, мерџери и аквизиције траже раст ефикасности пословања што је подстицај за иновационе активности, док са друге стране може доћи до значајног пада трошкова истраживања и развоја услед елиминације дуплираних трошкова ових активности након реализованог спајања (преузимања). Последишно, повећана тржишна снага даје компанији могућност да иновације прошири на већи број својих производа што води даљем економском расту.

Стратегија међународних мерџера и аквизиција представља веома ефикасну стратегију екстерног раста предузећа посматрано са аспекта повећања тржишног учешћа. Овај аспект јесте и један од мотива за инвеститора приликом доношења одлуке за спровођење оваквог екстерног раста предузећа, а у циљу побољшања његових пословних перформанси. Тржишна експанзија предузећа стицатеља манифестује се у виду географског присуства на оним тржиштима на којима до тада није имало учешће. У условима када пословање на глобалном тржишту представља услов опстанка предузећа, а не једну од пословних алтернатива у дилеми предузећа да ли изградити нове капацитете или купити већ постојеће, ова друга опција врло често бива изабрана.

⁸¹ Више о ризику земље видети код: Петровић, Е. Денчић-Михајлов, К. Радовић, О., (2008), *Оцена и управљање ризиком земље у глобалним токовима капитала*, Научни скуп са међународним учешћем „Иностранни капитал као фактор развоја земаља у транзицији“ Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет, стр 211-221.

⁸² Stiebale, J. (2012). *Cross-Border M&A and Innovative Activity: Firm-Level Evidence*. Доступно на веб сајту: http://www.econstor.eu/bitstream/10419/62027/1/VfS_2012_pid_705.pdf

Ово из разлога што је са временског аспекта брже остварива, а са финансијског становишта јефтинија.

Брзо проширење тржишног учешћа на међународном плану преферирају предузећа чији производи имају краћи животни циклус. Ово је од нарочитог значаја за савремене услове пословања које карактерише непрекидно увођење нових производа, што по логици ствари већ постојећима смањује животни век. Поред тога, уколико је циљно предузеће истородне или комплементарне делатности, умногоме се смањују трошкови уласка на ново тржиште, а када постоји могућност адекватног комбиновања њихових технологија може доћи и до повећања конкурентске предности. Тежња предузећа ка проширењу делатности у нове гране уколико је исто дошло у силазну фазу животног циклуса (предузећа или гране којој припада), може се реализовати вертикалном интеграцијом са предузећем друге делатности. На тај начин предузеће-стицатељ истовремено остварује приступ новим тржиштима интегрисаног предузећа, што и поред преузетог ризика може обезбедити добре пословне резултате.

У висококонцентрисаним индустријама компаније могу да процене ефекат њиховог понашања на тржишту на пословање конкурентске компаније⁸³, што може утицати на честе промене понашања конкурентских компанија (на пример снижење цена). Монополски положај који је резултат међународних хоризонталних интеграција указује на позитивну корелацију између висококонцентрисаних индустрија и стратегија екстерног раста. Мањи интензитет интернационалних аквизиционих активности у овим индустријама резултат је антимонополског законодавства земље увознице капитала.

2.1.2. Мерџери и аквизиције као дефанзивне стратегије раста

У настојању да оствари максимизирање вредности за акционаре менаџмент је усмерен на континуелну проверу рационалне употребе расположивих средстава компаније. Својеврстан изазов за менаџере који намећу савремени услови ширења компанија јесте пословање у условима високог ризика, што је и ефектуирало повећаним значајем високоризичних трансакција на тржишту корпоративне контроле. Ове високоризичне трансакције реализују се као преузимање употребом дугова - *LBO – leveraged buyout* и преузимање рекапитализацијом - *LR – leveraged recapitalization*. Суштински, наведене

⁸³ Luybaert, M., & Huyghebaert, N. (2007). *Determinants of growth through mergers and acquisitions: An empirical analysis*. 25th Erasmus finance day, Rotterdam (The Netherlands). Working paper

технике представљају финансијске трансакције које прати висок степен ризика, односно компанији могу донети значајне користи, али исто тако увести и у одређене финансијске неприлике.

Сличност између *LBO* и *LR* трансакција је у томе што могу бити реализоване као одговор на опасност од преузимања и у значајној мери могу повећати вредност предузећа⁸⁴. Компаније се могу одлучити на предузимање ових трансакција из различитих разлога. Бољи мониторинг као резултат трансакције доводи до побољшања оперативних перформанси у пост трансакционом периоду. Ефикаснији мониторинг води доношењу квалитетнијих одлука што је велики допринос преузећу са лошијим перформансама.

Финансирање *LBO* и *LR* трансакција се готово у целости врши из дуговог капитала што усмерава терет враћања дугова на будуће новчане токове. Занимљивост у пост трансакционом периоду јесте да примена *LBO* техника може имати позитиван ефекат на принос акционара, док менаџери у овим трансакцијама не остварују посебне користи. Напротив, када је ова интересна група у питању, појављује се ризик губитка посла или стални надзор над њиховим радом од стране инвеститора. Менаџери изражавају отпор према дисциплинаторним притисцима, али су њихове акције ограничене њиховом правном одговорношћу. У том погледу, прави се разлика између *LBO* трансакције која укључује надзор над доношењем одлука, и *LR* трансакције која представљају докапитализацију и не укључују обавезно појачану интерну контролу.

Бае & Hendershott⁸⁵ су изнели следећа запажања везана за ефекте примене високоризичних трансакција:

- Висок левериџ може ограничити дискреционо одлучивање менаџера и тиме довести до снижења агенцијских трошкова. Ово из разлога што високе камате ограничавају менаџере за улажење у непрофитабилне пројекте. То може да доведе до побољшања пословних перформанси као и квалитета оперативног пословања;
- Из више разлога би требало утицати на то да избор *LBO* трансакција буде делом и избор управљачке структуре предузећа. Добро организована интерна контрола

⁸⁴ Baе, S. C., Hendershott, R. J., & Jo, H. (2000). *Choosing an organizational form: leveraged buyouts versus leveraged recapitalizations*. Working Paper.

⁸⁵ Baе, S. C., Hendershott, R. J., & Jo, H. (2000). *Choosing an organizational form: leveraged buyouts versus leveraged recapitalizations*. Working Paper. (Bowling Green State University).

може донети адекватне награде менаџерима за добре пословне одлуке, или адекватне санкције за лоше одлучивање, што значи да се акценат ставља на максимизацију вредности предузећа. Олакшавајућа околност у оваквим ситуацијама јесте учешће менаџера у власничкој структури;

- Као део тржишта корпоративне контроле, *LBO* трансакције могу послужити као супститут ефикасне интерне контроле над компанијом⁸⁶. Како екстерни механизми контроле врше улогу дисциплиновања менаџера, а неефикасно управљање је један од основних проблема механизма интерне контроле, за очекивати је да се овај проблем настоји решити реализацијом *LBO* трансакције;
- Акционари ће увек одабрати примену *LBO* трансакције у случајевима када могу да очекују значајан пост трансакциони ефекат. Приносна реализација *LBO* трансакције повезана је са ефикасним корпоративним управљањем. Сагласно томе, у условима ефикасног корпоративног управљања менаџери ће прихватити *LBO* трансакције.

LR трансакције представљају финансијско реструктурирање предузећа у виду дистрибуирања акционарима високих дивидендних приноса и хартија од вредности са високим приносом које се финансирају задуживањем. Ефекат овакве финансијске трансакције предузећа може да буде изражен у виду пада цене акција и високе оптерећености будућих новчаних токова. Веома често задуженост може значајно премашити ниво уобичајеног задуживања предузећа.

Карактеристике предузећа које би могле донети успех у примени високоризичних финансијских трансакција односе се на: 1) релативно високу сигурност предвиђања стабилних новчаних токова, 2) припаданост гранама које нису на удару конкуренције, и 3) постоје потенцијала за побољшање конкурентског положаја⁸⁷. Висок ризик који прати трансакције овог типа укључује и могућност продаје одређеног дела пословних средстава у сврху опстанка предузећа, па је додатно атрактивна ситуација постојања лако одвојивих и утрживих средстава у предузећу.

⁸⁶ Тржиште капитала и тржиште корпоративне контроле су механизми који решавају несклад између одлука које доносе менаџери и одлука које би биле оптималне са становишта стварања вредности за компанију. То се нарочито види у ситуацијама када механизми интерне контроле у предузећу не функционишу. Опширније о томе код: Jensen, M. C. (1993). *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*. the Journal of Finance, 48(3), 831-880.

⁸⁷ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 342-343.

Портер наглашава да приликом примене дефанзивних стратегија фирма мора јасно сагледати како постојећу тако и потенцијалну конкуренцију. То није ни мало лак задатак поготово када се ради о међународном тржишту и антиципирању могућих предузећа-стицатеља са информацијама којима се тренутно располаже. При томе, мора се водити рачуна и о адекватном односу трошковне исплативости примене дефанзивне стратегије и будуће профитабилности. Једна од могућих опција је и смањење профитабилности одбрамбеним инвестирањем у садашњости које ће резултирати остварењем високог степена профитабилности у будућем периоду⁸⁸.

2.1.3. Остварење економије обима и дубине

Смањење трошкова по јединици производа, као основни постулат економије обима, поред уштеде у финансијском смислу смањује и ризик пословања предузећа. Ефекти економије обима видљиви су у бројним сферама пословања предузећа: производња, маркетинг, набавка и продаја, истраживање и развој. Спајање предузећа на међународном нивоу отвара простор за елиминисање дуплираних функција, што се нарочито може позитивно одразити на административне функције и управљање људским ресурсима чак и код спајања предузећа различитих делатности. Ефекат економије обима у виду трошковне ефикасности предузећа може бити и баријера за улазак конкурената на дато тржиште и то не само услед нижих трошкова, већ и услед тога што последично цена готових производа може бити нижа од конкурентске.

Остварење ефеката економије дубине манифестује се трошковним уштедама приликом набавке репродукционог материјала, као и приликом дистрибуције готових производа. И за реализацију овог ефекта несумњива је погодност стратегије екстерног раста међународног типа, било да је у питању спајање са добављачем репродукционог материјала или са дистрибутером његових производа. Не треба изгубити из вида јачину преговарачке моћи добављача, поготово у ситуацији слабе конкуренције на њиховој страни. При томе, несумњив значај приступа потребним ресурсима адекватног квалитета са иностраног тржишта, као и њихова набавка по повољним условима, један су од основних услова успешног пословања а некада и опстанка предузећа. Такође не треба занемарити ни преговарачку јачину купаца и њихов могући утицај на произвођаче, дистрибутере, као и малопродају и велепродају. Вертикална интеграција у

⁸⁸ Porter, M. E. (2008). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Simon and Schuster. Com, p. 504-508.

случају јаке снаге купаца може елиминисати бројне проблеме попут губитка тржишта услед ниских трошкова преласка на супститут-производ, или усмеравање на производ другог произвођача.

Реализација ефеката економије дубине такође може допринети конкурентској предности предузећа-стицатеља на иностраном тржишту. Ефекти економије дубине, који су често изједначавани са ефектима економије обима, остварују се када интегрисано предузеће може да користи један сет инпута у производњи широког спектра производа или услуга. Остварење економије дубине среће се као чест основни мотив међународних аквизиција у финансијском сектору⁸⁹.

2.1.4. Смањење трансакционих и информационих трошкова

Прекогранични мерцери и аквизиције представљају важан извор информација и могућности које доприносе стварању стратешке флексибилности за преузимање циљног предузећа на иностраном тржишту. Постоје мишљења⁹⁰ да приликом реализације мерцера и аквизиција где постоје значајније институционалне и разлике у корпоративној култури, ове стратегије пружају веће могућности за успешно пословање у постаквизиционом периоду, али и представљају много веће изазове за њихове актере.

Доношење одлуке о инвестирању на страном тржишту у одређеној мери зависи од односа између фиксних трошкова улагања у производне капацитете на другом тржишту и трошкова извоза производа на тржиште матичне земље инвеститора⁹¹. Делом, однос ових трошкова зависи од релативне величине земље инвеститора и земље домаћина као и од њихове међусобне географске удаљености. Овај фактор се може посматрати као одредница висине трансакционих трошкова приликом предузимања активности на иностраном тржишту. Претпоставка је да се трошкови транспорта и комуникација, трошкови обуке локалне радне снаге и слања стручних кадрова у иностранство, институционални и правни трошкови повећавају пропорционално удаљености. Чланство у регионалним интеграцијама (на пример Европска унија) даје могућност великим компанијама да

⁸⁹ Опширније код: Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 49

⁹⁰ KONG, X., & ZHAO, K. *Cross-border Mergers and Acquisitions as a Dynamic Learning Process from A Foreign Culture: A Review of Current Research*. Supported by Funding Project for Academic Human Resource Development in Institutions of Higher Learning Under the Jurisdiction of Beijing Municipality(PHR200907134

⁹¹ Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). *The determinants of foreign direct investment into European transition economies*. *Journal of comparative economics*, 32(4), 775-787.

изместе производњу у земље где су трошкови рада нижи, а додатне користи могу се испољити кроз одређену сигурност по питању макроекономске стабилности, институционалног и правног окружења, као и политичке стабилности. У том смислу и најаве проширења таквих интеграција могу допринети појачаној инвестиционој активности. Очекивана профитабилност инвестиција расте са нижим улазним трошковима у земљи инвестирања, па потенцијална заинтересованост за инвестирањем у тим земљама зависи од показатеља институционалног развоја, укупног ризика и стабилности земље.

Савремене услове пословања и опстанак на глобалном тржишту карактерише неопходност учешћа у процесима мерџер и аквизиционих активности за привредне субјекте, па су се ове активности врло интензивно прошириле на светску економију. Иако величина предузећа није ограничавајући фактор за улогу предузећа – стицатеља, чињеница је да су велике корпорације у циљу опстанка и развоја усмерене на спајање са конкурентским компанијама. Ово из разлога што се смањењем трошкова по јединици производа повећава конкурентност на тржишту, повећава обим производње и реализације, а преузети ризик је нижи.

Трансакциони трошкови, као трошкови који настају унутар једног предузећа или између правно независних субјеката при реализацији трансакције, могу се умањити вертикалним спајањем. Интегрисање са добављачем омогућује предузећу-стицатељу да обезбеди набавку сировина по познатим ценама и тиме умањи, а некада и елиминише неизвесност на том плану. Већина аутора је мишљења да несавршеност тржишта и комплексност организационе структуре имају пресудан утицај на висину трансакционих трошкова⁹². Информациони трошкови који су резултат недовољне информисаности која је присутна на тржишту умањују рационалност доносиоца одлука, и на тај начин дају у одређеном смислу допринос (не)адекватном пословном одлучивању.

⁹² Popović, N., Jaško, O., & Prokić, S. (2010). *Menadžment interorganizacionih odnosa-outsourcing, strateške alijanse, merdžeri i akvizicije*. Fond Srpski ekonomski centar – Institut ekonomskih nauka, Beograd, str.46.

2.2. Одговор на промене у окружењу

Развој глобалног тржишта пратила су дешавања која су од учесника тражила промену у дотадашњем понашању, а прилагођавање новим условима био је услов не само напретка, већ и опстанка на тржишту. Интензиван развој технике и технологије и конкурентност предузећа уско су повезани и приморавају на брзу реакцију у смислу овладавања новим знањима и вештинама како би се обезбедио конкурентан производ.

Стране инвестиције у форми М&А помажу циљним компанијама из земље увознице капитала да превазиђу многобројна ограничења, као што су приступ финансијским изворима, застарела технологија, zasiћеност/недовољност домаћег тржишта, споро прилагођавање променама тржишних услова. Са друге стране, мултинационалне компаније које се налазе у улози предузећа-стицатеља, су не ретко при реализацији међународних М&А вођене шпекулативним мотивима и остварењем краткорочних циљева. Негативни ефекти на инострано циљно предузеће огледају се, у тим случајевима, у распродаји имовине, смањењу броја запослених, slabим пословним перформансама у постаквизиционом периоду.

Ако се пође од тога да мерцери и аквизиције, као облици страних директних инвестиција генерално, путем директних или индиректних канала, имају позитиван ефекат на економски развој земље седишта циљног предузећа, циљ креатора политике је развој подстицаја за привлачење ове врсте инвестиција. У исто време, потребно је мотивисати домаће инвеститоре да реализују стратегије спајања и преузимања предузећа из иностранства у циљу развоја конкретног привредног сектора. Подстицаји за привлачење страних директних инвестиција у форми М&А налазе се у разним сферама, почев од стабилног институционалног и привредног амбијента, пореског система, брзог раста националног тржишта, развијеног хуманог капитала, и др.

Одлука инвеститора о пласирању капитала на одређено тржиште и његова атрактивност у директној су зависности од привлачности институционалног амбијента, с обзиром да степен развоја институција у великој мери опредељује стратегије и перформансе, како локалних, тако и иностраних компанија. Осетљивост инвеститора на било који облик неизвесности, укључујући и ону која је последица неефикасности институција, резултат је значајног пораста трошкова, нарочито фиксних. У циљу успешног наступа на одабраном тржишту, предузеће-стицатељ преферира позитивне

результате анализе правног окружења у земљи-седишту циљног предузећа, са нагласком на законе и остале правне прописе који дефинишу дати институционални амбијент.

Доласку страног капитала на тржиште земље увознице капитала претходи оцена свих потенцијалних ризика са којима се стицатељско предузеће, у улози инвеститора, може суочити. Ризик земље, као врло комплексна категорија, захтева детаљан аналитички приступ у процени, с обзиром на утицај на висину приноса који може остварити једна међународна инвестиција у облику М&А. Промене пословног амбијента земље у коју се инвестира могу утицати на смањење профитабилности конкретне инвестиције у екстерни раст, али и на смањење вредности активе иностраног стицатељског предузећа. Процена овог ризика са различитих аспеката је детерминанта високог рејтинга за улагање у земље чије је тржиште недовољно развијено, а дисциплина његових учесника дискутабилна.

2.2.1. Регулаторне промене

Правно окружење и законска регулатива земаља представљају значајну одредницу успешности постаквизиционог периода. Martynova & Renneboog⁹³ наводе да су премије за преузимање веће у земљама које имају виши степен заштите акционара, и где је обавеза обелодањивања јавне понуде за преузимање прописана законом. Анализом утицаја правног окружења на процес спровођења мерџера и аквизиција ови аутори указују на утицај правне регулативе на постаквизициону профитабилност. Висок ефекат на богатство акционара повезан је са преузимањем циљних фирми са енглеског законодавног подручја, као и циљних компанија из скандинавских земаља чије је законодавство корпоративног управљања и институционалног финансијског окружења блиско британском законодавству. Насупрот њима, циљне фирме из бившег социјалистичког режима⁹⁴, из земаља које су у скоријем периоду приступиле чланству Европској унији и из француског и немачког законодавног подручја, не остварују високе износе постаквизиционих приноса. Сличан закључак се може извести и ако се посматра утицај правног окружења компаније-стицатеља на постаквизициони ефекат. Предузећа-стицатељи из енглеског, немачког и скандинавског правног окружења генеришу позитивне постаквизиционе ефекте, док стицатељи из француског правног

⁹³ Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). *Mergers and acquisitions in Europe*. ECGI-Finance Working Paper, (114).

⁹⁴ Ове земље се класификују према времену приступања чланству у Европској унији јер тај моменат има значајан утицај на њихово регулативно окружење.

окружења и земаља са скоријим приступањем Европској унији показују ниске постаквизиционе ефекте.

Rossi & Volpin⁹⁵ указују на значај регулативе која се односи на заштиту акционара и рачуноводствене стандарде, и наглашавају да рачуноводствени стандарди могу помоћи стицатељској компанији да лакше идентификује потенцијалну циљну компанију. У том смислу, пракса показује да се циљне компаније најчешће бирају из земаља у којима је виши степен заштите акционара и постоји већи степен примене међународних рачуноводствених стандарда. Rossi & Volpin даље наглашавају да је боља заштита акционара повезана са вишим износима премија. Такође су мишљења да тржиште корпоративне контроле не може бити адекватна замена за правну заштиту акционара, јер, ако је тржиште корпоративне контроле ефикасно, предузеће са ниским нивоом корпоративног управљања постаје мета преузимања од стране предузећа које ефикасно послује. Rossi & Volpin закључују да би већи обим мерџера и аквизиција и плаћени виши износи премија требало да се буду остварени у земљама са нижим степеном заштите инвеститора.

Период интензивнијих активности спајања и преузимања наметнуо је и регулаторне прописе тој области. Антимонополско законодавство било је одговор на стварање великих предузећа, а примењивало се са циљем забране ширења компаније у ситуацији када ефекат тог ширења може бити значајно смањење конкуренције и стварање монополистичке структуре. Упоредо са развојем регулаторног оквира, растао је и значај и обим примене стратегије мерџера и аквизиција, па су институционални инвеститори постали веома важан субјекат у њиховој реализацији. Њихова способност прибављања потребних информација о могућностима улагања и конкурентској ситуацији на светском тржишту омогућава велику вероватноћу успешности реализације инвестиционих пројеката. Способност савладавања баријера које проистичу из националних законодавстава и усаглашавање антимонополских прописа уз стандардизацију рачуноводствених прописа у области финансијског извештавања, омогућују адекватно вредновање стратегије међународног преузимања, као и степена њене оправданости и изводљивости, и подстицајно утичу на развој глобалне мерџер и аквизиционих активности⁹⁶.

⁹⁵ Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). *Cross-country determinants of mergers and acquisitions*. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.

⁹⁶ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 23-24.

Значајан сегмент у регулаторној области као мотиву стратегије екстерног раста јесте и опорезивост аквизиција. У ситуацији када се аквизиција финансира готовинским средствима, акционари подлежу плаћању пореске обавезе на капитални добитак, док се у случају финансирања акцијама предузећа та обавеза одлаже. После реализације неопорезиве аквизиције обједињена фирма се са пореског аспекта посматра као да је увек таква и постојала. Код опорезивог спајања, имовина преузетог предузећа се ревалоризује, а резултат ревалоризације у форми приписа вредности или отписа третира се као опорезиви добитак односно губитак⁹⁷.

2.2.2. Приступ ресурсима и технологији

Ефикасније и економичније коришћење расположивих ресурса за земљу домаћина представља услов економског раста и напретка, а за предузеће-стицатеља јачање његових перформанси у постинтеграционом периоду, што у коначном резултату повећава вредност за власнике.

Један од покретачких фактора страних директних инвестиција у виду мерцера и аквизиција свакако је брз технолошки развој карактеристичан за савремене услове пословања. Услов не само просперитетног развоја предузећа већ и његовог опстанка јесте примена технолошких иновација што са своје стране тражи додатна улагања у истраживање и развој. Реализација стратегија спајања (преузимања) предузећа може омогућити да новостворени привредни ентитет одмах ступи у експлоатацију нове технологије уместо да прибегава самосталном развоју. Поред трошковне уштеде, новостворено предузеће је у могућности да се усмери ка усавршавању у оним областима у којима остварује конкурентску предност и на тај начин допринесе побољшању својих пословних перформанси. Такође, не сме се изгубити из вида да је у савременим условима брзина имплементације технологије веома често пресудна, посебно ако се ради о информационој технологији.

Брзина којом се технолошке промене дешавају допринела је порасту конкуренције њихових носилаца. Трошкови који прате процес истраживања и развоја се свакодневно увећавају, па су ове активности за бројне компаније ван могућности реализације. Стога се спајање са другим напредним иностраним предузећем намеће као једино решење

које омогућује прибављање нових достигнућа као услова напретка. Поред тога, реализација мерџера и аквизиција омогућује да се до нових знања дође брзо, па није за чудо усмереност страних директних инвестиција у нематеријални сектор. Напредак информационе технологије омогућује смањење транспортних и комуникационих трошкова, па технички прогрес на тај начин повећава конкурентност компаније на тржишту.

За сваку националну економију, а посебно за земље у развоју, од нарочитог је значаја за привредни раст да упосли ресурсе којима располаже. То је често тешко оствариво услед недостатка потребног капитала, као и адекватних технолошких решења која би омогућила профитабилност пословања. Стратегије екстерног развоја обезбеђују праћење трендова у смислу да се предузећу стицатељу омогућује приступ неопходним ресурсима, док земља инвестирања добија могућност превазилажења технолошког јаза и то јефтиније него да је прибегла самосталном развоју. Примена нових технологија у савременим условима све више подразумева располагање и овладавање потребним вештинама и знањима. У таквим условима, овладавање новом технологијом представља процес који поред одређеног временског трајања, тражи и континуелно учење и усавршавање, као и праћење промена које се свакодневно дешавају. С обзиром да предузеће не постоји изоловано већ је саставни део система, прилагођавање елементима тог система је услов за даљи развој. Ризик од неуспеха, како са аспекта тржишних фактора тако и са аспекта неадекватне институционалне основе, нужно усмерава на што брже прилагођавање тржишним условима, што је често и у кратком року могуће остварити само путем мерџера и аквизиција.

Мултинационалне компаније, које су најчешће у улози предузећа-стицатеља, као носиоци процеса иновација, путем страних директних инвестиција имају улогу добављача технологије за земље у развоју и транзицији. Када је компанија-мета преузимањем постала филијала мултинационалне компаније, и када циљ преузимања није искључиво финансијске природе, тада постоји висока вероватноћа доласка технологије у земљу домаћина која је далеко напреднија од тренутно постојеће. Свакако да је један од опредељујућих фактора напредности пристигле технологије степен развијености привреде земље домаћина, као и њене могућности имплементације.

⁹⁷ Myers, B., & Brealey, R. A. (2000). *Principles of corporate finance.*, The McGraw–Hill Companies. стр. 945.

Долазак нове технологије путем страних директних инвестиција може представљати скупљи начин, али земља домаћин често нема избора, јер најсавременије технологије и нису доступне у другачијој форми (нпр. лиценца⁹⁸). Поред тога, технологија која долази на овај начин доноси са собом и знања потребна за њену примену, а индиректно следи позитиван ефекат у виду приступа тржиштима на која иначе земља не би имала приступ, али и побољшања и усавршавања увезене технологије, дакле технолошки напредак.

Везу између страних директних инвестиција и технолошког напретка истичу Sun et al.⁹⁹, наводећи да су стране директне инвестиције обезбедиле значајан подстицај у модернизацији кинеске индустрије, укључујући и трансфер технолошког знања, стручности и менаџерских вештина из области међународног маркетинга. Посебан допринос страних улагања ефектуира се путем преливања технолошких и стручних знања које долази путем отварања филијала страних компанија, а што се великим делом реализује стратегијом екстерног раста предузећа.

Реализација стратегије међународних мерџера и аквизиција која је мотивисана факторима економске природе имплементацију нове технологије може усмерити на искоришћење локалних могућности и компаративних предности домаћина. Да би ове предности ојачале, и поред доприноса стицатељу дале допринос и земљи домаћину, потребно је да земља домаћин обезбеди услове за имплементацију корпоративног управљања, апсорпцију знања која долазе са новом технологијом, чиме ће створити услове за даљи напредак. Један од начина за остварење овог циља јесте обезбеђење сарадње новоформиране филијале са локалним добављачима и купцима, при чему евентуална вертикална повезаност може резултирати и вертикалним преливањем технолошких достигнућа. На овај начин може се обезбедити максимум преноса нове технологије, с обзиром да ограниченост страних директних инвестиција произилази из чињенице да активности истраживања и развоја остају у оквиру матичне компаније, а код преузетих предузећа, ако је овај сектор и постојао, по правилу се гаси.

⁹⁸ UNCTAD, *World Investment Report 2000 (WIR 2000) – Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, UN, New York and Geneva, p. 173.

⁹⁹ Sun, Q., Tong, W., & Yu, Q. (2002). *Determinants of foreign direct investment across China*. *Journal of international money and finance*, 21(1), 79-113.

2.3. Неefикасно тржиште капитала

Основни услов постојања тржишта капитала јесте могућност идентификовања његових основних учесника: – *инвеститора* као власника капитала на страни понуде, затим *корисника* тог капитала на страни тражње, *посредника* између ове две групе учесника, и на крају *државе* као регулаторног органа. Најзначајнији учесници на тржишту капитала су несумњиво инвеститори – власници капитала, који функционисање овог тржишта условљавају обезбеђењем одговарајуће заштите њихових интереса. Један од најбољих начина за заштиту интереса инвеститора јесте могућност да приликом доношења одлуке о инвестирању располажу свим чињеницама које су од утицаја на квалитет улагања, при чему се мисли првенствено на истинитост доступних информација. На тај начин, као и регулаторном заштитом интереса инвеститора, могуће је спречити евентуалне злоупотребе инвеститора и повећати сигурност улагања.

Корисници инвестираног капитала на овом тржишту формирају тражњу, а посредници из области банкарско - финансијског сектора одређују обим и реализацију понуде и тражње на тржишту капитала. Држава, као последњи али не мање значајан учесник на овом тржишту, може имати улогу и на страни понуде и на страни тражње, дакле може бити и инвеститор и корисник, али много чешће има регулаторну улогу у виду дефинисања законске регулативе која представља оквир за несметано функционисање тржишта капитала.

Постојање свих наведених учесника и њихов наступ на тржишту у складу са улогом коју имају, помаже у стварању ефикасног тржишта капитала које доприноси увећању благостања на макро и микро аспекту. Ефикасно тржиште капитала карактерише и брзо и ефикасно реаговање цена хартија од вредности на све промене у пословању њиховог емитента. Насупрот томе, на неefикасном тржишту проток информација о пословању није увек благовремен, па инвеститори могу бити у ситуацији да одлуку о улагању донесу на основу информација које не одговарају стварном стању. Овај временски информациони јаз може послужити за стицање високих износа добити од стране одређених појединаца, а то осталим учесницима даје сигнал несигурности. Да би тржиште капитала несметано функционисало потребно је створити услове без системских ограничења у виду политичке нестабилности, неразвијености и нестабилности правног система, институционалне неразвијености финансијског система, нестабилности домаће валуте, а све то у већој или мањој мери карактерише

велики број земаља у развоју и у транзицији. Самим тим, у тим земљама не можемо говорити о ефикасном функционисању тржишта капитала, већ о бројним недостацима који доприносе његовој неефикасности.

Политичка нестабилност, као један од узрока неефикасности тржишта капитала, карактеристична је за земље које прелазе на тржишни систем привређивања. Утицај политичког фактора на економска кретања манифестује се путем његовог учешћа у креирању економске политике, а затим и у даљем обликовању економског амбијента. Прелазак на тржишну економију за бивше земље планске привреде значио је спровођење бројних реформи које су морале бити корените и захтевале спровођење у одређеном временском року. Креирање економске политике у овим земљама неретко је било прожето тежњом за учествовање у структури власти, па је коришћењем монетарне и фискалне политике у циљу манипулисања економском политиком доводило до настанка политичких циклуса¹⁰⁰, који су у крајњој инстанци доводили до политичке нестабилности која представља значајну детерминанту страних директних инвестиција.

Основни циљ реформе правног система јесте успостављање и регулисање односа између привредних субјеката који одговарају тржишним условима привређивања. Правна реформа представља веома сложен процес усмерен ка смањењу броја прописа елиминисањем непотребних, њиховом побољшању и усклађивању са прописима присутним на глобалном тржишту (али уз адекватну контролу прописа који се уводе у смислу њихове сврсисходности), као и ка изградњи потребних институција.

Инвеститори као носиоци активности на тржишту капитала представљају подлогу која земљама у транзицији служи за остварење стабилног привредног раста на дугорочној основи, као и побољшању технолошке базе и конкурентности њихових производа на међународном плану. Допринос страних инвестиција одражава се директно приливом капитала или индиректно доласком нових технолошких или организационих знања. Озбиљност у приступу формирању инвестиционе базе за једну транзициону економију диктира дугорочност овог процеса.

¹⁰⁰ Више о политичким циклусима видети код Nordhaus W. D., *The Political Business Cycle*, *The Review of Economic Studies*, Oxford University, Vol. 42, No. 2, (Apr, 1975), pp. 169-190.

2.3.1. Замена неефикасног менаџмента

У корпоративном пословном амбијенту у коме су раздвојени власништво и управљање над привредним субјектом, и управљање предузећем препуштено менаџерској структури, основни задатак те структуре јесте предузимање активности на начин који ће допринети порасту вредности акционарског капитала. Значајнија улога институционалних у односу на индивидуалне инвеститоре у структури власништва у први план ставља везу између остварених резултата и компензација за менаџере. Ситуацију додатно компликује и чињеница да у резултатима пословних активности морају бити задовољени не само интереси власника и адекватно награђених менаџера, већ и свих интересних група које гравитирају око предузећа (запослени, финансијске институције, добављачи, купци, држава...).

Асиметрија информисаности која иде у прилог менаџерима у одређеној мери омета принципале да имају пуну контролу над њиховим акцијама, што може довести до злоупотребе од стране менаџера¹⁰¹. Међутим, безбедност њиховог положаја у одређеној мери зависи од структуре власника. Када контролу над предузећем имају крупни акционари, тада је менаџерски простор за деловање у сопственом интересу значајно сужен. Насупрот томе, широка дисперзија власништва која се манифестује у малом и често безначајном утицају малих акционара, повећава маневарски простор менаџера. За менаџере је погоднија широка дисперзија власништва. Наиме, уколико мали акционари нису задовољни приносом на свој уложени акцијски капитал, или сматрају да постоји опасност од лоших потеза менаџера, они ће своје акције продати и евентуално инвестирати у куповину акција другог предузећа. На тај начин менаџерска структура увек има акционаре који је „подржавају“. Brealey, Myers & Allen¹⁰² наводе да менаџерску пажњу на вредност за акционаре усмерава контрола од стране управног одбора компаније, као и опасност од непријатељског преузимања у случају остваривања лоших резултата и пада цена акција. Осим тога, респектабилан однос како према запосленима у предузећу, тако и према осталим интересним групама, је не само у општем интересу, већ и у интересу репутације менаџера која представља врло вредну имовину.

¹⁰¹ Више о компензационим шемама за менаџере видети код: Malinić, D. (2007). *Kompenzacione šeme za menadžere*. In *Zbornik radova: Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski forum, Savez ekonomista Srbije, Beograd*.

¹⁰² Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2006). *Corporate finance* (Vol. 8). Boston et al.: McGraw-Hill/Irwin, p. 26.

2.3.2. Хеџинг путем диверсификације пласмана

Доношењем одлуке о инвестирању капитала у акције неког предузећа, инвеститори свесно преузимају целокупан ризик инвестирања – како ризик да неће остварити задовољавајући принос у виду дивиденди, тако и ризик неефикасног пословања предузећа који може условити губитак уложеног износа услед банкротства предузећа. Системска компонента укупног ризика се од стране предузећа не може избећи јер су њој подложни сви привредни субјекти на тржишту, али компонента несистемског ризика се свакако од стране управљачке структуре и акционара предузећа настоји избећи путем диверсификације пласмана.

Диверсификација улагања предузећа преузимањем циљних компанија чија делатност није сродна са делатношћу предузећа-стицатеља може бити иницирана мотивима менаџера који нису економске природе. Оно што менаџере наводи на доношење одлука овог типа јесте веровање да већа компанија са ширим спектром различитих делатности неће бити занимљива за преузимање другим инвеститорима, па је на тај начин њихова стечена позиција релативно сигурна. Међутим, реализација стратегије екстерног раста само из овог разлога може имати негативне последице на богатство акционара, као и на профитабилност саме инвестиције. У најбољем случају, ако не дође до остварења добити након преузимања, то у целини значи смањење тржишне вредности стицатељског предузећа, јер при истој оствареној добити постоје инвестициони и трансакциони трошкови везани за преузимање. Коначан резултат може бити смањење цене акција стицатеља, немогућност исплате дивиденди, а не ретко и пропаст самог инвестиционог пројекта.

Степен диверсификације и њен допринос вредности компаније посматра се упоређивањем пословања предузећа у периоду пре и након диверсификације. При томе, Lang & Stulz¹⁰³ указују да се процес вредновања учинака међународног екстерног раста, како код примене рачуноводствених, тако и код употребе тржишних показатеља вредности, суочава са два проблема: први је избог адекватног показатеља вредности параметара, а други је образложење слабих учинака. Посматрајући кретање *Tobin Q* рација као мерила будућих инвестиционих могућности предузећа у односу са

¹⁰³ Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1993). *Tobin's q, corporate diversification and firm performance* (No. w4376). National Bureau of Economic Research.

диверсификацијом, наведени аутори указују да диверсификација пласмана предузећа не води обавезно квалитативном мењању перформанси предузећа. Као мотив за диверсификацију наводе тежњу предузећа да на тај начин остваре раст јер су исцрпљене могућности раста путем обављања дотадашњих пословних активности. Lang & Stulz, даље, праве разлику између предузећа која се диверсификују у сродним делатностима и оних која улазе у потпуно нове области пословања. Предузећа која диверсификују делатност у правцу сродних делатности имају могућност да користе постојеће вештине чиме стварају компаративну предност, док излазак предузећа на потпуно нов терен не ретко значи пословну неефикасност као резултат диверсификације.

2.3.3. Хубрис хипотеза

Претерано самопоуздање менаџера, па чак и охолост, представљају важан фактор у објашњавању ефеката мерџера и аквизиција. Менаџери које карактерише виши ниво самопоуздања од просечног који води до ароганције, мишљења су да су њихове процене потенцијалне мете валидније чак и од тржишних. У позадини таквог њиховог понашања може бити склоност ка претераном расту корпорације, која је некада од већег значаја чак и у односу на материјалну надокнаду¹⁰⁴. Овакво понашање менаџера доприноси комплексности агенцијског проблема, јер у великом броју случајева за формирање понуде о преузимању пристанак акционара није услов, а у случају реализације прецењене понуде једино су акционари стицатељског предузећа на губитку. Разлози оваквог менаџерског понашања су бројни, а један је свакако и тежња менаџера за очувањем стечене високе позиције у предузећу што се великим делом решава екстерним растом компаније. Уколико се реализује мерџер конгломератског типа, менаџерска позиција је све сигурнија јер се смањује вероватноћа да ће таква компанија бити потенцијална мета преузимања.

Ако као резултат спајања (преузимања) изостане резултат у износу просечне профитабилности на нивоу гране, тада се може рећи да постоји вероватноћа да су мерџери и аквизиције мотивисани уверењем менаџмента да је њихово вредновање циљне компаније исправно, иако је она у ствари прецењена¹⁰⁵. У ситуацији

¹⁰⁴ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 155.

¹⁰⁵ Luypaert, M., & Huyghebaert, N. (2007). *Determinants of growth through mergers and acquisitions: An empirical analysis*. 25th Erasmus finance day, Rotterdam (The Netherlands). Working paper.

прецењености циљне компаније, чак и да се оствари синергетски ефекат у виду остварене добити, понуђач може бити у ситуацији да је превише инвестирао у конкретну инвестицију. При таквој реализацији стратегије екстерног раста, оштећени су акционари стицатељског предузећа плаћањем непотребно високе цене преузимања циљне компаније.

Roll¹⁰⁶ је мишљења да уколико не дође до остварења просечне добити као ефекта преузимања, *хубрис хипотеза* указује да би просечан раст тржишне вредности циљне компаније требао бити више него пропорционалан просечном паду тржишне вредности стицатељског предузећа. У случају неочекиваног обелодањивања понуде о преузимању, вредност циљне компаније би требало да расте, а у случају да понуда буде неуспешна њена вредност би требало да пада до почетног нивоа или чак и испод њега. Уколико би били испуњени услови да је понуда о преузимању неочекивана и да не преноси никакве информације о понуђачу осим да је у потрази за одређеном компанијом за преузимање, могућа су два исхода: у случају прецењене вредности циљне компаније, тржишна вредност стицатеља опадала би при објављивању понуде о преузимању и реализацији преузимања, док би у случају одустајања од преузимања дошло до пораста њене вредности.

Хубрис хипотеза би могла да имплицира и савесно понашање менаџера које парадоксално има негативан ефекат на интересе акционара. Roll то објашњава тиме да менаџери понуду за преузимање формирају на основу погрешних процена о вредности циљне компаније. Намере менаџмента могу бити у потпуности усклађене са часним понашањем у управљању средствима компаније, али то не мора увек имати за резултат позитиван исход. Такво систематски ирационално понашање менаџера свакако да има утицај на неефикасност тржишта корпоративне контроле, како домаћег, тако и међународног.

¹⁰⁶ Roll, R. (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. Journal of business, 197-216.

III ФАЗЕ СПРОВОЂЕЊА МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА

Систематско планирање и интегрисано спровођење свих фаза у операционализацији мерцера и аквизиција на међународном плану услов су за остварење профитабилности у постаквизиционом периоду. У самом старту спровођења фазе темељног истраживања (*due diligence*), потребно је сагледати шта ће компанија инвеститор бити у могућности да пружи својим клијентима и пословним партнерима, као и да ли је допринос потенцијалног циљног предузећа одговарајући. Иако свако преузимање у виду мерцера и аквизиција има своје специфичне карактеристике, постоје одређени поступци у њиховом спровођењу који су заједнички. Један од њих је темељна анализа свих аспеката пословања, како досадашњег тако и будућег, циљног предузећа. Одлука о избору земље и гране привреде у коју ће се инвестирати, као и величина трансакције – у смислу дефинисања максималног износа улагања, представљају полазну претпоставку за дефинисање примарних критеријума селекције. Даље дефинисање селективних критеријума за предузеће – инвеститора има за циљ сужење листе предузећа која су потенцијални кандидати за преузимање.

Специфичност појединачним међународним аквизицијама даје потреба усклађивања административних, законодавних, културолошких, социјалних, политичких и других различитости, које могу бити од директног утицаја на начин интегрисања. Приликом вредновања и финансирања иностраних мерцера и аквизиција јављају се специфични проблеми који проистичу из мултинационалности новчаног тока. С обзиром да спровођење стратегија међународног екстерног раста подразумева сложенији фазни процес планирања и спровођења саме стратегије, то и оцена и вредновање ефеката подразумева анализирање великог броја фактора на међународном тржишту.

3.1 Темељно истраживање пословања иностраног циљног предузећа (*due diligence*)

Да би се идентификовала одговарајућа циљна компанија на иностраном тржишту, да би се преговори успешно спровели и да би коначна реализација преузимања била успешна, потребно је да компанија-стицатељ спроведе процес темељног истраживања иностране циљне организације, тзв. *due diligence* процес. Спровођење овог процеса подразумева упознавање стицатеља са целокупним пословањем циљног предузећа, идентификацију користи које би се могле остварити, као и све обавезе и одговорности које би стицатељ морао преузети у случају реализације спајања (преузимања). Иако се овај процес спроводи и у случају екстерног раста у оквирима једне националне економије, код прекограничних преузимања *due diligence* процес има бројне додатне области истраживања које проистичу из различитих институционалних и културолошких карактеристика матичне земље и земље инвестирања, било да се ради о различитостима на националном или корпоративном нивоу¹⁰⁷. Различитости на институционалном нивоу обухватају различита законодавна решења, рачуноводствене стандарде или евентуалне баријере при уласку страног капитала, као и приликом репатријације остварене добити. Културолошке различитости подразумевају различиту склоност за прихватање ризика, док корпоративне различитости могу указати на висину трошкова који ће бити потребни да би се превазишле сметње које произилазе из различите менаџерске праксе.

Како процес спајања (преузимања) прате бројни ризици, у циљу његовог успешног спровођења нужен је објективан приступ и адекватно утврђивање чињеница како би се умањио ризик саме аквизиције и спречили евентуални губици инвеститора. У зависности од области истраживања разликују се¹⁰⁸: финансијски, правни, оперативни, трансакцијски *due diligence*, као и *due diligence* људских ресурса, организационе културе и климе, а у зависности од висине и врсте ризика који прати аквизициони процес предмет *due diligence* процеса могу бити и неке друге области.

¹⁰⁷ Kong, X., & Zhao, K. *Cross-border Mergers and Acquisitions as a Dynamic Learning Process from A Foreign Culture: A Review of Current Research*. Supported by Funding Project for Academic Human Resource Development in Institutions of Higher Learning Under the Jurisdiction of Beijing Municipality (PHR200907134).

¹⁰⁸ Денчић-Михајлов, К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 42.

Адекватан избор циљне компаније је најважнији резултат који треба да проистекне из процеса темељног истраживања. Усмереност самог *due diligence* процеса зависи од типолошких карактеристика које треба да има циљна компанија, као и резултата који се желе остварити прекограничним спајањем (преузимањем). Резултати који су били исход бројних темељних истраживања упућују на закључке да преузимања комплементарних предузећа доприносе остварењу синергетског ефекта¹⁰⁹ што доприноси позитивном резултату самог преузимања. Добра процена циљног предузећа омогућује инвеститору избегавање ризика од преплаћивања инвестиције, а самим тим и смањивање укупног ризика ове веома скупе финансијске трансакције.

Темељно истраживање није процес који треба да врши само предузеће-понуђач. Напротив, за циљно предузеће је од изузетног значаја да утврди законитост и праве намере потенцијалног стицатеља, као и његову финансијску снагу да испуни обавезе евентуалног реализовања преузимања¹¹⁰. И у ситуацији када се целокупно преузимање финансира плаћањем у готовом новцу, а посебно ако се део накнаде односи на безготовинска средства плаћања, циљна компанија треба да, на основу детаљно спроведеног истраживања, упути препоруку акционарима о (не)прихватању понуде за преузимање акција.

Када је циљ преузимања остварење добити економске природе (а не само финансијске), онда преузеће-стицатељ, на основу спроведеног истраживања, поред свих сазнања која му дају могућност објективног вредновања (без прецењивања), има и могућност да адекватно процени вероватноћу за остваривање синергетске добити у будућем периоду. Није дакле циљ само да се избегну могуће тешкоће и опасности, већ и да се сагледају све шансе које се у будућем периоду могу профитабилно искористити.

Да би се потенцијално предузеће-стицатељ уверило да је оно што „изгледа“ да купује заиста одговара стварном стању, потребно је на самом почетку стварања концепције преузимања почети процес темељног истраживања на основу јавно доступних података. У даљем процесу може доћи до информационе асиметрије у зависности од

¹⁰⁹ Kong, X., & Zhao, K. Cross-border Mergers and Acquisitions As a Dynamic Learning Process from A Foreign Culture: A Review of Current Research. Supported by Funding Project for Academic Human Resource Development in Institutions of Higher Learning Under the Jurisdiction of Beijing Municipality (PHR200907134).

тога да ли се ради о договорном (пријатељском) или непријатељском преузимању. У првом случају велика је вероватноћа да ће интерни подаци циљне компаније који су од значаја за одлучивање бити стављени на располагање преузиматељу, док у случају непријатељске аквизиције тог извора информација неће бити. Некада се најзначајније информације добију тек након завршених преговора и обављеног преузимања, а ризик целокупног посла додатно повећава динамичност тржишних дешавања која често захтевају брзо доношење одлуке о преузимању зарад остварења очекиване профитабилности. Карактеристика *due diligence* процеса је итеративност, што значи да се спроводи током читавог процеса преузимања: од идентификовања циљног предузећа, преко фазе дефинисања могућих синергетских ефеката, затим у процесу преговарања (расположивост информација значи добру преговарачку позицију), све до реализације преузимања.

3.1.1 Специфичности финансијског дју дилиџенса иностраног предузећа

Финансијски *due diligence* процес обухвата анализу финансијских извештаја циљног предузећа који треба да покажу финансијски резултат пословања у прошлости, садашњости, као и да укажу на потенцијалне будуће резултате. Када се одлучи на екстерни раст путем реализације преузимања, стицатељска компанија потенцијалне користи од куповине циљне компаније заснива најпре на јавно доступним информацијама. Док још не објави намеру о преузимању, стицатељ добија ограничене информације о укупном, а посебно финансијском пословању циљне компаније, па сходно томе усмереношћу на темељно истраживање финансијског пословања тражи повратну информацију да ли су презентовани финансијски извештаји релевантни. Резултати до којих су у свом емпиријском истраживању дошли Skaife & Wangerin¹¹¹ показују да финансијско извештавање ниског квалитета повећава вероватноћу договора и реализације преузимања, али у постаквизиционом периоду у највећем броју случајева резултира негативним перформансама.

¹¹⁰ Popović, N., Jaško, O., & Prokić, S. (2010). *Menadžment interorganizacionih odnosa-outsourcing, strateške alijanse, merdžeri i akvizicije*. Fond Srpski ekonomski centar – Institut ekonomskih nauka, Beograd стр. 294.

¹¹¹ Skaife, H. A., & Wangerin, D. D. (2013). *Target Financial Reporting Quality and M&A Deals that Go Bust*. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 719-749.

Један од циљева финансијског *due diligence*-а јесте и смањење ризика информационе асиметрије која је од значајног утицаја на целокупан поступак преузимања. Међународно финансијско извештавање у складу са усвојеним стандардима разматрано је од стране Davis-Friday & Skaife¹¹² који су закључили да придржавање ових стандарда и релевантни показатељи повећавају вероватноћу да ће компанија бити мета преузимања у прекограничним M&A.

Финансијски *due diligence* процес, који је саставни део темељног истраживања приликом реализације мерџера и аквизиција, треба да обезбеди стицатељској компанији информације за утврђивање вредности нето имовине циљног предузећа¹¹³. Темељним истраживањем финансијских аспеката пословања иностране циљне компаније, стицатељ умањује ризик преплаћивања преузимања у односу на стварну вредност компаније, а такође умањује и ризик асиметричности информација. Ова анализа помаже стицатељској компанији да смањи неизвесност у погледу будућих токова готовине који ће проистећи из пословања интегрисане компаније, што повећава вероватноћу профитабилног пословања у будућем периоду. Квалитет добијених резултата захтева улагање одређеног времена и ресурса у анализу од стране стицатеља, што доводи у питање могућност остварења одређених уштеда – и временских и материјалних, а конкурентским компанијама даје могућност да презентирају бољу понуду. Ово имплицира да стицатељске компаније које мању пажњу посвећују финансијском *due diligence*-у суочавају се са ризиком да неће материјализовати очекиване користи.

Финансијски *due diligence*, као део укупног *due diligence* процеса, започиње финансијском ревизијом, а на завршетку процеса треба да обезбеди релевантне информације о изгледним позитивним ефектима након реализације међународног преузимања. Тим задужен за ову врсту анализе треба да размотри актуелну структуру капитала, усклађеност са стратешким циљевима, да процени потребну количину новчаних средстава за конкретно инвестирање, као и да установи евентуалну потребу за екстерним финансирањем. Резултат треба да буде максимална повољност инвестиције за обе стране учеснице и да се постигне очекивана вредност посла.

¹¹² Davis-Friday, P. Y., & Skaife, A. H. (2008). *International Financial Reporting and the Likelihood of Being a Target in a M&A*. Unpublished paper, Baruch College and University of Wisconsin–Madison.

¹¹³ Wangerin, D. (2012). *The consequences of M&A due diligence for post-acquisition performance and financial reporting*. Available at SSRN 2118836.

Предмет темељне анализе у овом сегменту треба да буду све ставке из биланса стања и биланса успеха, без обзира да ли имају позитивно ревизорско мишљење. Подаци од значаја за инвеститора су бројни, а висина и кретање прихода у претходним годинама (посматрано у односу на просек гране), висина и структура трошкова, рачуноводствене политике које се примењују а које су од утицаја на начин исказивања финансијског резултата, износ дуговања и потраживања, као и вероватноћа плаћања и наплате, евентуални кредитни аранжмани и услови под којима су склопљени, представљају само неке од бројних аспеката ове анализе.

3.1.1.1. Анализа финансијских извештаја

Анализа финансијских извештаја треба да омогући инвеститору да што реалније оцени финансијски положај иностраног циљног предузећа, његову ликвидност, као и успешност у обављању пословних активности. То се врши на основу успостављања одговарајућих релација између појединих позиција биланса стања, биланса успеха, као и извештаја о токовима готовине.

Вертикална анализа финансијских извештаја која се обавља у склопу *due diligence* процеса треба да покаже учешће појединих позиција извештаја који се анализира (нпр. биланс стања, биланс успеха) у његовом укупном збиру. Ова тзв. структурна анализа омогућује сагледавање структуре активе и пасиве, односно средстава предузећа и њихових извора. Информације од значаја добијене овим путем говоре о рочној усклађености средстава и извора финансирања, као и о томе да ли се предузеће претежно финансира из сопствених или позајмљених средстава, и да ли се стална средства финансирају из дугорочних или делимично и из краткорочних извора. Све су то битне одреднице финансијске стабилности, као и ликвидности и солвентности предузећа и његове способности да о року измирује доспеле обавезе.

Хоризонтална анализа се односи на сагледавање појединих позиција биланса стања и биланса успеха у временском интервалу од најчешће пет година и њихову тенденцију повећавања односно смањивања. Ова анализа представља својеврсну компаративну анализу билансних позиција посматрано по годинама за одређени период. Могућност упоређивања добијених података са истим подацима конкурентског предузећа или гране даје слику положаја предузећа у односу на конкуренте и у односу на грану којој припада, што је од нарочитог значаја за процену будућег пословања.

Адекватна слика тренутног финансијског положаја предузећа, као и пројекција будућег стања, ствара се на основу *рацио анализе финансијских извештаја* којом се логички повезани делови финансијског извештаја стављају у међусобни однос. Код примене рацио анализе битна одредница објективности добијених података је веродостојност и конзистентност приликом коришћења рацио бројева¹¹⁴. Рацио анализа усмерена је на сегменте пословања циљног предузећа који су од значаја за инвеститора:

- *Ликвидност* – сагледавање способности предузећа да сервисира обавезе о року уз могућност одржавања потребне структуре средстава,
- *Пословна активност циљног предузећа* – сагледавање ефикасности коришћења средстава предузећа,
- *Финансијска структура* – представља веома битан аспект пословања који указује на рочну усклађеност средстава предузећа и њихових извора,
- *Рентабилност пословања* – сагледавањем односа између висине остварене добити у пословању и висине ангажованих средстава дефинишу се неки од значајнијих показатеља у овом аспекту – стопа приноса на пословна средства (ROA – *Return on Assets*), или стопа приноса на сопствени капитал (ROE – *Return on Equity*),
- *Тржишна вредност циљног предузећа* – показатељи овог аспекта анализе могу да укажу на веродостојност финансијских извештаја и да ли показатељи књиговодственог стања предузећа одражавају стварну слику стања у тржишним условима, а један од најзначајнијих показатеља ове групе је нето добит по акцији (EPS – *Earnings per Share*).

3.1.1.2. Анализа токова готовине

Анализа токова готовине или *cash flow анализа* представља веома важан сегмент финансијског *due diligence-a* с обзиром на бројне могућности манипулисања рачуноводственим подацима. Ова анализа сегментирана је на анализу токова готовине у пословним, инвестиционим и финансијским активностима, при чему резултати о нето новчаним токовима ових сегмената треба да употпуне слику која је добијена анализом биланса стања и биланса успеха, као и да потврди информације добијене у претходном делу финансијске анализе.

¹¹⁴ Moon, P., & Bates, K. (1993). *Core analysis in strategic performance appraisal*. Management Accounting Research, 4(2), 139-152.

На основу података добијених анализом финансијског сегмента циљне компаније инвеститор изводи закључке о оправданости преузимања. Посебну пажњу менаџмент предузећа-стицтеља треба да усмери на ризик неликвидности због периода негативног новчаног тока услед реализације међународне инвестиције, након кога би требао уследити период позитивног нето новчаног тока када се та инвестиција буде експлоатисала. У зависности од тржишних услова и односа цена и тражње за производом, предузећа у постаквизиционом периоду могу бити усмерена на продају неких делова (као вишак капацитета) у циљу одржања профитабилности пословања. Адекватан однос између стабилности прихода и ризика постојања вишка капацитета омогућује предузећу флексибилност по питању релативно лаког проширења или смањења тржишног учешћа¹¹⁵.

3.1.2 Дју дилиџенс људских ресурса, организационе културе и климе

Досадашња пракса мерџера и аквизиција указује на бројне неуспешне реализације преузимања при чему разлоге неуспеха поред економских и финансијских, треба тражити и у области организационе климе и културе предузећа, као и неадекватно спроведене политике људских ресурса. Организациона култура је важан фактор успешности пословања мултинационалних компанија које по природи делатности и организационе структуре послују на територијама бројних земаља карактеристичним по својим индивидуалним културним обележјима. Овај аспект пословања свој пуни значај добија приликом предвиђања евентуалних последица везаних за организационе и културолошке проблеме у постаквизиционом периоду.

Усклађеност корпоративних култура новог ентитета, као и ниво флексибилности ставова менаџера приликом доношења пословних одлука, у великој мери опредељују његове перформансе. Када је стицатељско предузеће велика мултинационална компанија са јаком тржишном позицијом, она обично циљном предузећу након преузимања преноси и нову корпоративну културу. Када је у питању привредни амбијент нижег степена развијености, то намеће потребу улагања значајног напора у циљу прихватања и спровођења нових правила у пракси. Неретко се од стране домаћих менаџера јављају отпори таквим новинама, што у случају неадекватне контроле од

¹¹⁵Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 45.

стране предузећа-стицатеља може резултирати негативним постаквизиционим ефектима.

Carleton¹¹⁶ указује на нова сазнања везана за утицај организационе ефикасности на (не)успех мерџера и аквизиција, наводећи да је утицај корпоративне културе на организационе перформансе несумњив, а да тзв. сукоб култура представља присутну и реалну опасност у корпоративној пракси. Сукоб култура проистиче из некомпатибилности корпоративних култура која се манифестује у различитим приступима доношењу пословних одлука, организацији пословања, придавању адекватног значаја информацијама и друго. Међународни мерџери и аквизиције, као главни носиоци организационог развоја и повећања конкурентске предности, према наводима Carleton-а, доживљавају неуспешне реализације великим делом због неадекватне пажње усмерене на овај проблем. Наиме, реализација пословања у основи се своди на средњу менаџерску линију и непосредне извршиоце. Приликом спајања предузећа неретко се дешава да стицатељ као врховне менаџере постави део руководећег кадра из матичне земље, а то имплицира да може постојати велики јаз у погледу ставова, мишљења и оперативних стилова између врховног менаџмента и осталог дела кадровског особља који је укључен у операционализацију пословних задатака. То указује да организациона култура представља критичну тачку организационе ефикасности.

Carleton¹¹⁷ указује да *due diligence* организационе културе треба да садржи следећих дванаест тачака:

1. *Планирани резултати* – шта компанија намерава да оствари, и како се о остварењима резултата говори и комуницира;
2. *Кључни показатељи* – сагледавање показатеља резултата пословања може да покаже чиме се руководе у пословним активностима руководиоци и запослени;
3. *Главни носиоци пословања* – потребно је дефинисати кључне проблеме и утврдити да ли је фокус на остварењу конкурентске предности, и ако јесте, да ли је она дефинисана ценом, квалитетом, тржишним уделом или неким другим показатељем. Ако једна компанија дефинише конкурентност са становишта удела на тржишту, а друга са становишта профита, тада настаје простор за неслагање око, на пример, лансирања новог производа;

¹¹⁶ Carleton, R. J. (1997). *Cultural due diligence*. Training, 34(11), 67-75.

¹¹⁷ Исто, стр. 65-75.

4. *Инфраструктура* – како је компанија организована, да ли постоји несметана комуникација између појединаца или се мора поштовати (крута) хијерархијска структура;
5. *Организациона пракса* – постојање формалних и неформалних организационих система, њихова улога у пословању и дозвољени ниво флексибилности;
6. *Управљачка пракса VS лидерство* – какав је однос између руководиоца и особља, какав је систем вредновања запослених и на који се начин доносе одлуке? Да ли је успостављена јасна разлика између управљања и лидерства с обзиром на њихов појединачни значај и допринос успешности пословања;
7. *Супервизорска пракса* – каква је контрола обављања пословних задатака с обзиром на утицај овог сегмента на обављање посла од стране запослених;
8. *Радна пракса* – како се пословни задаци заиста извршавају и да ли је акценат на индивидуалној или групној одговорности;
9. *Искористићеност технологије* – у којој мери запослени заиста користе расположиву технолошку подршку (одличан пример је коришћење информационе технологије – ако компанија располаже савременом информационом технологијом, да ли је она расположива свим запосленима?);
10. *Радни услови* – каква су радна места: отворени радни простор, појединачне канцеларије, степен сигурности на раду, зграда, опремљеност намештајем – сви ови фактори утичу на мишљење које запослени формирају о раду и самој компанији;
11. *Очекивања запослених* – шта запослени сматрају значајним и како се то рангира у односу на оно што компанија сматра значајним;
12. *Културолошки индикатори* – како се људи облаче и како се опходе једни према другима, која је разлика између формалног радног времена и стварног рада запослених, које ванпословне активности компанија подржава.

Ових дванаест области покривају сва релевантна питања која се односе на корпоративну културу. Њихова ширина указује на темељност коју је потребно применити приликом прикупљања ових података, а такође и њихов могући утицај на организациону ефикасност и у крајњем резултату на успех међународних мерџера и аквизиција у постаквизиционом периоду.

3.2 Дефинисање стратегије и тактике међународних мерцера и аквизиција

Дефинисање стратегије спровођења екстерног раста компаније путем прекограничних мерцера и аквизиција представља у својој суштини развојни план чијом реализацијом компанија жели да искористи тржишне могућности и истовремено креира синергетску добит. Задобијањем контроле над циљним предузећем, стицатељско предузеће тек почиње да ради на остварењу главног циља преузимања – креирању додатне вредности за акционаре. Велики број неуспелих преузимања, посматрано са аспекта овог резултата, може усмерити на закључак да су кључни фактори успеха у првом реду повезани са куповином циљног предузећа испод његове реалне тржишне вредности и остварењем синергетских ефеката¹¹⁸.

Величина инвестиција приликом реализације преузимања другог предузећа намеће неопходност детаљног приступа анализи свих фактора од утицаја и планирању реализације таквог пројекта. Дужна пажња усмерава се на специфичне околности пословања како циљне компаније тако и стицатељског предузећа, али и на реализацију спајања ова два предузећа, расположив временски период за реализацију преузимања (који је скоро увек ограничен из разлога честих флукуација и промена на глобалном тржишту, као и догађаја који захтевају брзо доношење одлука), а такође и на могућности и ограничења које олакшавају или отежавају такав пословни подухват.

У зависности од циља који предузеће жели односно може да оствари, стратегија међународног спајања (преузимања) може бити усмерена на хоризонталну, вертикалну или конгломератску интеграцију. Распоживост ресурса и јачина конкурентске позиције дефинишу стратегију која ће омогућити излазак на ново тржиште, а способност предузећа да овлада специјализованим знањем и вештинама даје могућност проширења пословања на нове области које нису везане за постојеће активности мултинационалне компаније. Добро дефинисана стратегија обухвата темељну анализу свих аспеката пословања који могу бити од утицаја на успешност спајања (преузимања), од могућности којима располаже стицатељско предузеће, преко корисности које ће остварити преузимањем циљног предузећа, и на крају до

¹¹⁸ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 37.

искоришћења шанси које пружа инострано пословно окружење и тржишни услови савременог пословања.

Након добро постављене стратегије преузимања и успешно обављених потребних активности, предузеће прелази на следећу фазу у реализацији екстерног раста – дефинисање тактике преузимања предузећа. Дефинисање одговарајуће тактике преузимања зависи у првом реду од тога да ли се ради о пријатељском – договорном или непријатељском преузимању.

Мерџер представља облик договорног спајања два предузећа и такав је облик пословног реструктурирања где од два спојена предузећа настаје једно које је у власништву акционара оба предузећа. Ово је најједноставнији вид пословног реструктурирања који може бити дефинисан и као спајање два предузећа и као преузимање једног предузећа од стране другог, при чему иницијатор – обично стицатељско предузеће, доставља циљном предузећу понуду за спајање. Да би дошло до реализације мерџера потребна је сагласност минимално половине акционара оба предузећа, након чега новостворено предузеће емитује своје акције које замењују старе свим акционарима. При реализацији мерџера, с обзиром да постоји сагласност обе стране за овај вид реструктурирања, претпоставка је да ће на располагању бити све информације од значаја за успешност трансакције. Мерџери се углавном реализују у краћем временском периоду, не изискују високе трошкове и носе мањи ризик неуспеха у односу на непријатељска преузимања. Пријатељска преузимања у већој мери карактеришу прва три таласа мерџер и аквизиционих активности.

Аквизиције као облик пословног реструктурирања много су чешће у савременој пословној пракси од пријатељских преузимања. Када се ради о таквом виду преузимања, предузеће мора много више пажње посветити дефинисању адекватне тактике коју ће применити како би реализација преузимања била успешна. Бројне тактике, које су се развиле током вишестотинског периода таласа мерџер и аквизиционих активности, издвојиле су се по различитим специфичностима које их карактеришу и чине их адекватним за примену у одређеним околностима, а са циљем повећања вероватноће успеха преузимања као коначног ефекта ове стратегије.

Адекватно дефинисана тактика подразумева да стицатељ није преценио циљну компанију чиме је омогућио минимизирање трансакционих трошкова и повећао

вероватноћу позитивних резултата у постаквизиционом периоду. Непријатељске аквизиције карактеришу четврти талас мерџер и аквизиционих активности кога одликује отпор менаџера према преузимању. Таква ситуација навела је стичатељска предузећа да прибегну развијању тактика које ће им омогућити преузимање циљног предузеће – наравно уз што ниже трошкове и већу вероватноћу постаквизиционе профитабилности. Немогућност акционара да контролишу пословање компаније дало је значај управљачкој функцији менаџера, а асиметричност информација која је резултат таквог процеса, довела је до појачане улоге тржишта за корпоративну контролу као екстерног контролног механизма.

Дефинисање и успешност тактике преузимања директна је одговорност менаџмента предузећа-стичатеља¹¹⁹. Тактика преузимања мора бити постављена тако да њена реализација даје недвосмислен допринос порасту богатства акционара, не угрожава интересе запослених у предузећу нити интересе његових повериоца, а све у складу са законским прописима. Тактике које се у савременој пракси примењују при реализацији мерџера и аквизиција су¹²⁰:

- Тактика куповине акција на отвореном тржишту,
- Преузимање контроле над предузећем путем борбе заступника,
- Пријатељско преузимање путем преговора о купопродаји акција,
- Преузимање предузећа реализацијом јавне понуде за преузимање акција.

3.2.1. Куповина акција на отвореном тржишту

Са становишта рентабилности мултинационалне компаније, тактика куповине акција на отвореном тржишту је веома погодна јер омогућује куповину акција иностраног циљног предузећа по тржишним ценама без додатних трошкова. Оваква тактика се примењује када стичатељ не жели да обелодани своје намере, па настоји да у што краћем року купи контролни пакет акција пре него што менаџери циљног предузећа добију информацију да је дошло до власничких промена и предузму адекватну стратегију одбране. При томе, куповина одређеног стока акција сужава избор стратегија одбране коју менаџери циљног предузећа могу применити јер, на пример, више нема потребну већину за одлучивање. Стицатељско предузеће обично нуди нешто

¹¹⁹ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 76.

¹²⁰ Исто, стр. 77.

вишу цену акција коју исплаћује оним акционарима са којима успостави контакт и који желе да продају акције.

Уколико на овај начин успешно преузме контролу над предузећем, стицатељ у неравноправан положај ставља акционаре који још у свом власништву имају акције циљног предузећа, јер по правилу након извршеног преузимања цена акција преузетог предузећа пада. Уколико куповином акција на отвореном тржишту стицатељско предузеће не успе да обезбеди контролни пакет, даљи процес преузимања може наставити применом неке друге тактике јер мањинско власништво над циљном фирмом представља неповољну позицију. Када обелодањивање јавне понуде за преузимањем недостајућег дела акција за контролни пакет или неки други начин ипак резултира неуспехом, стицатељско предузеће може одустати од преузимања и продати свој мањински удео у власништву на циљном компанијом.

Иако примена ове тактике има предности у виду нижих трошкова преузимања, што несумњиво позитивно утиче на постаквиизициону профитабилност мултинационалне компаније као стицатеља, она ипак носи и релативно висок степен ризика успешности спровођења. Потенцијални стицатељ не располаже информацијом да ли су све акције циљног предузећа расположиве на тржишту, а дискутабилно је и да ли ће успети да успостави контакт са потребним бројем акционара који су вољни да продају своје акције. Може доћи и у ситуацију да исплаћује високе премије да би откупио контролни пакет акција, а у ситуацији када се куповина не реализује у кратком року, због појачане активности на тржишту капитала може доћи до раста цена акција циљног предузећа што повећава трошкове преузимања. Неједнак третман акционара, који је често резултат примене ове тактике преузимања, резултирао је изменом законске регулативе у области која условљава преузимање контроле над компанијом обелодањивањем јавне понуде за преузимање. Овим изменама стичу се услови да менаџмент циљне компаније буде у могућности да прати структурне промене у власништву предузећа којим управља.

3.2.2. Преузимање контроле над предузећем путем борбе заступника

Акционари који имају мањинско учешће у власничкој структури без могућности да појединачно утичу на пословну политику предузећа могу своје право гласа делегирати на заступнике, обично инвестиционе банке, адвокате или специјализоване брокерске

куће. Ова тактика није често у примени јер је неизвесна и веома скупа. Манне¹²¹ истиче да трошкови ове тактике обухватају трошкове комуникације, телефонских разговора, рекламирања, као и посета великим акционарима. Поред тога, законодавни прописи из 1934. године (*The Securities Exchange Act*) у САД-у, као земљи са најразвијенијим тржиштем корпоративне контроле, додатно су увећали ове трошкове.

Улога заступника је да, заступајући интересе једног или више акционара, утиче на доношење пословних одлука које иду у прилог њиховим налогодавцима. Позитиван исход примене ове тактике могућ је уколико постојећа менаџерска структура нема пуну подршку акционара било због слабих пословних резултата који се ефектуирају на ниске приносе од дивиденде, или због пословних предлога са којима акционари нису сагласни. Неизвесност у примени ове тактике може довести до различитих крајњих резултата. Уколико борба заступника не доведе до промене у власничкој структури, опасност од губитка руководећих позиција може навести менаџере да квалитативно промене систем управљања предузећем и доношењем одлука у интересу власника капитала побољшају перформансе предузећа. Са друге стране, у случају да борба заступника ипак резултира одређеним изменама власничке структуре и да дође до промене менаџерског тима, то ипак не мора имати позитиван утицај на перформансе предузећа. Такав развој догађаја могао би бити објашњен тиме да за лоше перформансе предузећа није у потпуности био одговоран руководећи кадар већ и бројни други фактори из пословног окружења¹²².

3.2.3. Пријатељско преузимање путем преговора о купопродаји акција

Преговори о купопродаји акција представљају вид пријатељског преузимања које се реализује директним преговарањем између предузећа-стицатеља и циљне компаније, и обично укључује продају целокупног предузећа. Иницијатива обично долази од стране заинтересованог предузећа-стицатеља, мада може и од стране циљне компаније. Циљна компанија се може одлучити за овај корак уколико процени да постоји опасност од непријатељског преузимања од стране друге компаније које може бити далеко неповољније и по интересе менаџера и по интересе акционара.

¹²¹ Manne, H. G. (1965). *Mergers and the market for corporate control*. The Journal of Political Economy, 73(2), 110-120.

¹²² Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 80-81.

Реализација преговора о купопродаји акција као тактика међународних мерџера може да обухвата примену одређених услова везаних за управљачки тим или чак и пенале за непоштовање договорених услова преузимања. Договорени услови могу да обухвате цену преузимања, дефинисање начина плаћања (готовина, хартије од вредности или комбиновани метод), инвестициону политику за наредни период, социјални програм за евентуални вишак запослених, кадровска решења и друге услове специфичне за конкретно предузеће. Овај начин преузимања може бити трошковно веома популаран, али исто тако у случају одустајања од договорених услова или њиховог непоштовања може имати за резултат релативно високу цену.

3.2.4. Стицање власништва над предузећем путем реализације јавне понуде за преузимање акција

На развијеним тржиштима корпоративне контроле тактика преузимања реализацијом јавне понуде представља најзаступљенији вид преузимања корпоративне контроле. Због учесталости примене, национална и корпоративна регулатива великог броја земаља прецизно дефинише услове у којима се овакав вид преузимања може спровести, а у циљу заштите акционара. Сједињене Америчке Државе, као земља са најдужом традицијом развијености финансијског тржишта, су прве у регулаторне оквире ставиле појам *преузимања* у оквиру антимонополског и компанијског законодавства. Европска унија је усвојила Директиву о преузимању (*Directive 2004/25/EC of the European Parliament*)¹²³ усаглашавајући законодавна решења земаља чланица. Директива регулише питања везана за промет хартија од вредности оних компанија чије су хартије од вредности предмет трговања у целости или делимично на организованом тржишту.

Централно питање Директиве је обавезно подношење понуде за преузимање које поред заштите акционара има за циљ и обезбеђење једнаких услова за све потенцијалне инвеститоре на организованом тржишту капитала. Директива регулише основне елементе које понуда мора да садржи, док је специфичније дефинисање услова препуштено националној регулативи. Предузеће-стицатељ, након одабира циљне компаније, упућује свим акционарима јавну понуду о преузимању акција која садржи услове преузимања који морају бити усклађени са законском регулативом. Јавна понуда акционарима треба да пружи детаљну информацију о количини акција за које је

¹²³ “Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids“, *Official Journal of the European Communities*, OJ L 142, 30. 04.2004, p. 12.

стицатељско предузеће заинтересовано, цени коју је стицатељ спреман да плати, рок за плаћање, као и рок важења понуде. Ова тактика може бити примењена након куповине мањинског пакета акција на отвореном тржишту, а у циљу стицања контроле над предузећем.

Уколико стицатељско предузеће сматра да ће преговори са менаџерима резултирати успехом и смањити трошкове преузимања, понуда за преузимање акција може бити упућена најпре менаџерима, али је много чешће јавна понуда упућена директно акционарима циљног предузећа. Иако понуда може бити упућена *сегментирано* – за откуп одређеног процента акција, понуђачи се радије одлучују да понуду усмере *ка свим акцијама* јер она снижава ризик неуспеха реализације. *Условна* понуда такође снижава ризик јер даје могућност стицатељу да одустане уколико реализација не иде одговарајућим током (на пример, ако се до одређеног рока не откупи условљени износ акција), док код *безусловне* понуде могућност необавезујућег одустајања не постоји (резултат може бити и улога мањинског акционара).

Током *трајања понуде*, понуђач акције циљног предузећа не сме куповати на други начин (на пример на отвореном тржишту), али ни продавати до тада стечене акције предузећа. Временски рок трајања је такође регулисан и мора трајати минимум три недеље, с тим да се у случају измене појединих услова понуда рок аутоматски продужава за одређени број дана. Дефинисање *цене у понуди* је веома значајан сегмент за понуђача и њему је углавном посвећена највећа пажња, јер цена мора бити довољно висока да буде атрактивна за акционаре, али ипак не толико висока да стицатељско предузеће буде у ситуацији да преплати вредност откупљених акција и тиме угрози будућу профитабилност.

Успешан завршетак понуде значи да се исплата акционара врши у кратком року након затварања понуде. Резултат аквизиције углавном подразумева да један део власничке структуре чине мањински акционари који нису желели да продају своје акције. То може изазвати проблеме посебно ако је стицатељско предузеће стекло власништво над више од 90% укупне вредности циљног предузећа. Стога је велики број земаља у циљу решавања тог проблема регулаторно предвидео обавезу принудне продаје односно принудне куповине тог мањинског дела¹²⁴. Услови који су важиви у време понуде

¹²⁴ Опширније код: Денчић-Михајлов, К. (2009) *Reforms of corporate governance and takeover regulation: evidence from Serbia, South-Eastern Europe Journal of Economics* 2, ASECU, Thessaloniki, 2009., pp. 206-227

важећи су и приликом исплате овог дела акција тако да акционари ове групе немају неповољнији третман него да су учествовали у првобитној продаји.

3.2.5. Тактика преузимања предузећа која се примењује у условима постојања конкурентских понуда

У условима преузимања путем подношења понуде за преузимање, акционари циљног предузећа имају на располагању одређени рок у току кога се изјашњавају о (не)прихватању услова из понуде. Међутим, у току тог периода и друга, конкурентска предузећа која су потенцијално заинтересована за конкретно циљно предузеће, могу одлучити да уђу у борбу за стицањем власништва над предузећем и поднети своје понуде. У таквој ситуацији, акционари су сада већ у другачијој позицији – не одлучују се само да ли ће продати своје акције зависно од понуђене цене једног понуђача, него имају могућност да поред понуђене цене добију и одговарајућу премију, зависно од атрактивности предузећа и броја конкурентских понуђача.

Атрактивност предузећа посматра се у односу на његову делатност, наиме да ли је реч о делатности истој или сродној са делатношћу понуђача (ако је у питању хоризонтална интеграција) или се ради о потпуно различитој делатности (када је у питању конгломератска интеграција). Висок степен атрактивности предузећа понуђаче може довести у ситуацију прецењености понуде услед прецењености циљног предузећа (у овој ситуацији се појављује простор за хибрис хипотезу), као и због нереалног вредновања будућих синергетских ефеката у постаквизиционом периоду. У условима постојања конкурентских понуда, број активних понуђача зависи преваходно од висине прве понуде, јер висока цена понуде првог понуђача говори у прилог високом вредновању циљног предузећа и озбиљности приступа, што одбија потенцијалне конкуренте. Поред утицаја овог фактора, број активних понуђача зависи и од истраживачких трошкова који прате формирање понуде као и будућих очекивања по питању профитабилности у постаквизиционом периоду.

Висина цене преузимања у коначном износу опредељује да ли ће овај метод раста за компанију бити скуп или не. Као што је већ наглашено, приликом формирања цене преузимања предузећа потребно је водити рачуна о томе да понуда буде довољно атрактивна да наведе акционаре на одлуку да продају свој удео у власништву, а са друге стране та понуда мора бити што ближе реалној тржишној вредности како би

компанија-стицтељ имала простора за профитабилност у постаквизиционом периоду. Бројни су фактори који тичу на висину цене преузимања¹²⁵: однос између тржишне цене циљне компаније и показатеља успешности пословања добијених у дју дилиженс поступку, врста интеграције – хоризонтална, вертикална или конгломератска, начин финансирања преузимања (финансирање готовином или хартијама од вредности), мањинско власништво понуђача над циљним предузећем (остварено куповином акција на отвореном тржишту која је претходила подношењу понуде за преузимање), и други фактори од утицаја.

Однос између типа аквизиције, односно сродности делатности понуђача и циљне компаније и броја конкурентских понуђача опредељују како висину цене коју ће платити предузеће-стицатељ, тако и да ли ће циљно предузеће бити преузето уз премију или по чак нижој цени. Наиме, ако се ради о хоризонталном типу интеграције и понуђач и циљно предузеће имају адекватну расположивост информација да релативно реално процене вредност предузећа као и будуће синергетске ефекте, тако да је ризик од прецењености предузећа нижи за понуђаче. Са друге стране, када је у питању конгломератска интеграција, тада несродност делатности између понуђача и циљног предузећа повећава ризик прецењености предузећа за понуђаче, али и ризик потцењености за циљна предузећа.

Може се закључити да већи број конкурената – потенцијалних стицатеља, значи атрактивност циљног предузећа што његов менаџмент ставља у релативно повољну преговарачку позицију и повећава шансе акционара циљног предузећа да остваре цену која је најближа резервационој цени понуђача са најбољом понудом.

3.2.6. Тактике одбране од преузимања

Пре него што дође до обелодањивања намере о преузимању подношењем јавне понуде од стране потенцијалног стицатеља, менаџери циљног предузећа могу закључити да је њихово предузеће потенцијална мета преузимања. Они до тог закључка могу доћи на различите начине, на пример, уочавањем промена у власничкој структури (повећање власничког удела појединих акционара), или на основу промена које се дешавају у привредној грани којој припадају, а у вези са подесношћу предузећа са аспекта

¹²⁵ Денчић-Михајлов К. (2011) *Преузимање предузећа у условима постојања конкурентских понуда*, ТЕМЕ бр. 3, 2011, Универзитет у Нишу, стр. 1033-1052.

тренутних перформанси. Уколико менаџери или чланови управног одбора не желе да њихово предузеће буде спојено са другом компанијом, они могу применити одређене тактичке потезе у циљу обесхрабривања потенцијалног стицатеља. Тактике могу бити примењене пре обелодањивања понуде за преузимање али и након тога, и могу бити вођене веома агресивно, све у зависности од интензитета одлуке предузећа да (не) дозволи да буде преузето.

У поступку одбране предузећа од преузимања могу учествовати како менаџери тако и остале интересне групе. Међутим, различити интереси менаџера и акционара, као и асиметричност информација, у великој мери опредељују примену одговарајуће тактике, као и начин њеног спровођења. Принципијелно, менаџери су они који први треба да уоче потенцијалну опасност од преузимања, и уколико постоји општи став да предузеће не жели такву опцију, они би требало да независно од својих личних интереса обавесте акционаре о постојању такве опасности и да сагласно томе дође до одговарајуће реакције. Међутим, како пракса показује, менаџмент циљног предузећа веома често након преузимања остаје без својих руководећих позиција и свих бенефита које су користили, тако да потези које предлажу не морају нужно бити у најбољем интересу акционара. Агресивније тактике је за очекивати у случају постојања слабијих перформанси привредних сујеката чији менаџери нису ефикасно управљали имовином предузећа, а такође и у зависности од постојања менаџерског учешћа у власничкој структури предузећа. У зависности од тога да ли предузеће може независно да опстане након добијања непријатељске понуде за преузимање, тактике одбране резултирају успехом или неуспехом.

Развој и усавршавање тактика одбране од преузимања нарочито је приметно у периоду четвртог таласа мерцера и аквизиција, 80-их година прошлог века, кога карактерише претежно непријатељско преузимање. Усмеравањем пажње на промене у структури власништва над циљним предузећем, као и на промене које одигравају у грани којој оно припада, може се благовремено закључити да ли постоји опасност преузимања од стране другог предузећа. Уколико не постоји заинтересованост власника па ни менаџера за улогу компаније – мете преузимања, адекватна тактика одбране од преузимања може обесхрабрити потенцијалног преузиматеља и усмерити га на неко друго предузеће. У зависности од тога да ли циљно предузеће чини напор да одврати потенцијалне нападаче или одговара на већ пласирану понуду за преузимање, разликују се две врсте тактика– превентиве и активне мере одбране од преузимања.

Превентивне стратегије одбране се примењују пре обелодањивања понуде за преузимање и по правилу узрокују ниже трошкове у поређењу са активним стратегијама одбране¹²⁶. Подједнака заинтересованост за одбрану од преузимања може карактерисати и власнике предузећа и менаџерску структуру, а један од параметара који то одређују свакако је и слабије пословање предузећа у односу на грану којој припада. Наиме, уколико су резултати пословања лошији, постоји реална опасност да ће потенцијални стицатељ у случају преузимања заменити менаџерску структуру, тако да се у таквим условима може чак и очекивати примена агресивне стратегије одбране од стране менаџера.

Стратегија коју предузеће може да примени у циљу одбране од потенцијалног преузимања јесте тзв. *стратегија отровне пилуле* (*engl. Poison pills*) што представља емитовање хартија од вредности циљног предузећа како би се вредност предузећа умањила, а трошкови преузимања повећали за потенцијалног стицатеља¹²⁷. Предност примене ове стратегије је у томе што има ниске иницијалне трошкове реализације који се састоје од трошкова штампања и дистрибуције хартија од вредности власницима предузећа. И поред обавезе исплаћивања дивиденди новим имаоцима обичних акција, примена ове стратегије је прихватљива јер може драстично увећати трошкове преузимања потенцијалном стицатељу. Наиме, ако је ниво неизвршених обавеза стицатељског предузећа према кредиторима у тренутку емитовања акција висок, то може у значајној мери утицати на повећање финансијског левериџа, чак и у ситуацији када се преузимање не финансира из кредитних извора.

Стратегија златни падобран (*engl. Golden parachute*) се манифестује у виду постојања споразума који менаџерима предузећа обезбеђује значајне износе отпремнина у случају непријатељског преузимања фирме и губитка посла. Ови гарантовани износи за менаџере у значајној мери могу бити камен спотицања за потенцијалног стицатеља, али не морају спречити сам процес преузимања. Постојање ових споразума може подстицајно деловати на менаџере да своје активности усмере више у правцу остварења циљева власника јер су њихови циљеви обезбеђени споразумима. Због тога, пуне

¹²⁶ Опширније о тактикама одбране од преузимања код: Петровић, Е., Денчић-Михајлов, К. (2011), *Пословне финансије*. Ниш: Економски факултет, стр. 423-430.

¹²⁷ Денчић-Михајлов, К. Звездановић, М. (2009), *Емисија права као стратегија превентивне одбране од непријатељског преузимања предузећа*, Школа бизниса.

результате одбране од преузимања примена ове стратегије може дати само уз примену у комбинацији са још неком стратегијом одбране.

Превентивне стратегије одбране не могу у потпуности одвратити стицатеља од намере за преузимањем, али могу његову реализацију учинити компликованијом и скупљом. Када и поред примене неке од стратегија из ове групе ипак дође до објављивања намере о преузимању, предузећима су тада на располагању неке од активних стратегија одбране. Једна од њих је *стратегија пекмен* (*engl. Pac-Man*) која у својој суштини представља контра понуду за преузимањем акција понуђача. У судском поступку који обично прати примену ове стратегије указује се на некоректност понуђене цене и евентуалну заштиту интереса акционара, а крајњи циљ је добијање времена за примену неке друге одбрамбене стратегије. Слична овој је и *стратегија парничења* (*engl. Litigation*) која укључује антимонополску комисију са циљем да се поступак преузимања одложи док одбрана не изнесе све аргументе, а у суштини се добија простор за примену адекватне стратегије одбране која би могла имати позитиван исход.

Стратегија промене структуре капитала може да се манифестује у виду исплате високих дивиденди акционарима из зајмовног капитала, чиме се смањује атрактивност предузећа за преузимање услед повећања његовог укупног дуга. Поред тога, акционари циљног предузећа ће због високих дивиденди бити мање заинтересовани за продају акција. Емисија нових акција и њихова продаја новим индивидуалним власницима разводњава власничку структуру, што је такође веома честа стратегија одбране.

Некада примена стратегије одбране може бити и контрапродуктивна у односу на првобитни циљ њеног спровођења. Такав случај је примена *стратегије циљаног откупа блока акција* (*engl. Targeted block stock repurchase*) која представља понуду за откуп акција упућену оним акционарима које се жели искључити из власничке структуре. Они су обично потенцијални понуђачи, и како би осујетило тај њихов план предузеће исплаћује високе износе премија за откуп њихових акција¹²⁸. На тај начин они одустају од преузимања, али долази до пада цена акција предузећа и његовог финансијског слабљења у толикој мери да се не може одбранити од евентуалног новог напада.

¹²⁸ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 199.

Поред ових наведених, постоје и друге тактике одбране од преузимања:

- предочавање акционарима нових пројектованих резултата пословања и оспоравање логике понуде са предвиђањем будуће ефикасности пословања и циљем колебања акционара, измене статута којим се појачава снага борда и ограничавају могући потези акционара,
- *стратегија бели витез*, односно обезбеђење пријатељске понуде другог предузећа како би се формирао одбрамбени мерџер,
- *стратегија белу штитовоша*, у ком случају се пре понуде за преузимање новоемитоване акције продају пријатељским инвеститорима за које се зна да их неће продати потенцијалном преузимачу, и многе друге.

Неке од наведених тактика се примењују проактивно, а неке респонзивно, све у зависности од околности и ситуације у којој се нађе потенцијално циљно предузеће. У примени може бити чак и неколико тактика за време трајања одбране, примењених сукцесивно или истовремено.

3.3 Операционализација међународних мерџера и аквизиција

Мотиви за прекограничне мерџере и аквизиције су различити, и могу бити усмерени на величину циљне компаније, комплементарна средства, локалну повезаност или неки други аспект. Тржишта у настајању¹²⁹ више су усмерена на финансијска, технолошка и нематеријална улагања, док компаније са развијених тржишта као мотив имају могућност искоришћавања ресурса. Larsson & Finkelstein¹³⁰ указују да приликом операционализације прекограничних мерџера и аквизиција стратешке разлике између стицатеља и циљног предузећа могу олакшати стварање синергетског ефекта. Такође су мишљења да су велике аквизиције успешне не због усмерености на управљање у постаквизиционом периоду, већ због остварења синергетског ефекта. Постоје и одређена мишљења да комплементарна средства стицатеља и циљног предузећа могу произвести најбоље перформансе аквизиције¹³¹, док постојање разлика у корпоративној

¹²⁹ Kong, X., & Zhao, K. *Cross-border Mergers and Acquisitions As a Dynamic Learning Process from A Foreign Culture: A Review of Current Research*. Supported by Funding Project for Academic Human Resource Development in Institutions of Higher Learning Under the Jurisdiction of Beijing Municipality(PHR200907134).

¹³⁰ Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). *Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization*. *Organization Science*, 10(1), 1-26.

¹³¹ Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (2001). *Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances*. *Journal of Management*, 27(6), 679-690.

култури измеђи предузећа може повећати вероватноћу реализације прекограничних аквизиција. Harrison и сарадници¹³² су мишљења да постојање већих разлика повећава вероватноћу стварања инкременталне вредности у постаквизиционом периоду.

Након успешно спроведених радњи од стране стицатељског предузећа (у делу стварања информационе подлоге за одабир циљног предузећа) и спроведене одговарајуће тактике (у смислу подношења јавне понуде за преузимање), следи операционализација саме аквизиције. Савремени услови пословања и потреба заштите интереса како акционара тако и инвеститора, условила је дефинисање законског регулаторног оквира који представља смерницу за спровођење практичног дела понуде за преузимање.

Директива Европске уније о преузимању дефинише генерални оквир ове фазе, док су специфичности њеног спровођења дискреционо регулисане од стране сваке земље. У начелу, по настанку обавезе за преузимање, у року од једног радног дана понуђач је сходно Закону о преузимању акционарских друштава¹³³ који регулише ову област тржишног пословања у Републици Србији, у циљу транспарентности тока преузимања, дужан да објави Обавештење о намери преузимања и на основу њега подноси захтев Комисији за хартије од вредности за одобрење објављивања понуде за преузимање. Ово је прва фаза спровођења преузимања која се завршава добијањем одобрења Комисије за хартије од вредности након што се потврде испуњености потребних услова.

У другој, главној фази реализације преузимања, непосредно по пријему Решења о одобрењу, понуђач званично објављује понуду коју акционари прихватају и преносе своје акције на понуђача. Рок трајања понуде је такође законски регулисан и не сме бити краћи од 21 дан нити дужи од 45 дана по објављивању. У циљу спречавања различитих злоупотреба као и поремећаја на тржишту хартија од вредности, законски су регулисане и радње које понуђач не сме спроводити до окончања реализације понуде. Оне се односе на: продају акција које су предмет куповине трећим лицима, куповину акција циљног друштва по условима различитим од понуде, дефинисање нових неповољнијих услова у односу на понуду као и одустајање од акција за које је куповина договорена, објављивање података од утицаја на вољу акционара циљне компаније као и на остваривање права гласа за преузимања у циљној компанији (јер од момента објављивања понуде они су у сукобу интереса). Након истека рока у коме је

¹³² Исто, стр. 679-690.

¹³³ Закон о преузимању акционарских друштава, „Сл. Гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009 и 99/2011.

била објављена званична понуда, наступа трећа и завршна фаза реализације аквизиције у којој компанија-стицатељ врши исплату акционарима њиховог власничког удела по условима дефинисаним у понуди.

Када спроводи стратегију екстерног раста путем аквизиције, компанија-стицатељ која је чинећи све потребне припремне радње објавила понуду о преузимању, као коначан резултат очекује успостављање контроле над циљним предузећем уз обезбеђење профитабилности пословања у постаквизиционом периоду. То подразумева да су акционари циљног предузећа били задовољни исплаћеном ценом и мотивисани да продају удео у власништву, а стицатељ није преценио вредност циљног предузећа. Детерминанта која даје сврсисходност и смисао читавом процесу преузимања јесте успостављање контроле над управљањем купљеном компанијом од стране стицатеља. У реализацији овог циља понекад одлучујућу улогу игра висина контролне премије¹³⁴ коју компанија-стицатељ мора да плати.

Контролна премија односи се на онај део цене акције циљног предузећа који представља разлику између тржишне вредности акције и цене коју понуђач плаћа са разлогом мотивисања њихових власника за продају. Hitt et al.¹³⁵ истичу да висина премије не би требала премашити износ потенцијалне синергије у постаквизиционом периоду, што није лако предвидети. Агенцијски фактор такође може бити од утицаја на висину премије што се образлаже тиме да топ менаџмент стицатеља жели да оствари личне циљеве (спајања повећавају величину компаније што често има позитиван ефекат на накнаду руководиоца и раст њихове моћи). Већи број конкурентских понуђача повећава премију, при чему се при реализацији овакве аквизиције може манифестовати тзв. „проблем уклетог победника“ (*winner's course problem*) што значи да је стицатељ преценио вредност циље компаније.

Велики је број фактора који опредељује коначну цену која се плаћа при реализацији аквизиције, али један од битних фактора је вероватноћа реализације понуде. Широка дисперзија власништва са ниским појединачним учешћем акционара у укупној тржишној понуди њихова очекивања не води испод тржишне цене по акцији при чему

¹³⁴ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 126-135.

¹³⁵ Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). *Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value*. Business Horizons, 52(6), 523-529.

постоји вероватноћа простора и за одређен износ премије¹³⁶. Концентрација власништва са вишим појединачним учешћем акционара у укупној власничкој структури може у одређеним условима значити прихватање и ниже од тржишне цене да би се понуда реализовала.

Висину цене коју ће компанија-стицатељ платити детерминише и власничка структура, односно учешће менаџера у власничкој структури. Овај фактор може увећати трошкове стицатеља уколико је процењено да ће преузимање компаније у крајњим перформансама бити профитабилно. Наиме, менаџери као акционари остварују у случају продаје цену акција са премијом, а као управљачи поред редовне зараде и друге бенефите и та своја примања упоређују са ситуацијом реализације преузимања. Уколико сматрају да ће бити на губитку они обично примењују неку од одбрамбених стратегија („златни падобран“ – високе отпремнине у случају преузимања), што са своје стране у великој мери може увећати трансакционе трошкове. Међутим, иако постоје бројне стратегије за одбрану од преузимања, законска регулатива је ограничила њихову примену у периоду од датума објављивања понуде за преузимање¹³⁷, тако да много већа опасност постоји у случају да до менаџерске структуре дође информација о постојању намере за преузимањем пре саме понуде.

Плаћање високих премија, према истраживањима, углавном води негативним перформансама предузећа у постаквизиционом периоду због немогућности остварења високих приноса који би покрили трошкове плаћене премије. Велики терет у тим случајевима сnose руководиоци предузећа стицатеља који имају задатак да надокнаде те трошкове и остваре одговарајући синергетски ефекат. Приликом суочавања са таквим притиском, менаџери предузећа стицатеља могу да донесу одлуку о предузимању различитих мера које ће резултирати адекватним приносом. Једна од њих може бити консолидација имовине у процесу реструктурирања и продаја непотребних делова предузећа. Иако је оваква одлука праћена бројним психолошким и организационим факторима, због високе стопе неуспелих аквизиција она није неуобичајена (иако у суштини представља супротност претходне стратешке одлуке о

¹³⁶ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 127.

¹³⁷ „Највећи број националних законодавастава прописао је да се за време трајања понуде не смеју: емитовати ауторизоване а неемитоване акције, вршити откуп сопствених акција, емитовати хартије које се могу конвертовати у акције предузећа, продавати или стицати средства материјално значајног износа, и др.“ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 196.

проширењу). У основи, овакав потез може донети оперативни синергетски ефекат који често није довољан да амортизује трошкове високих премија. Због тога следећи потез може бити смањење запослених у већим размерама¹³⁸.

Коначна реализација аквизиције и резултати у постаквизиционом периоду са емпиријског становишта указују да постоји велики број неуспелих инвестиција овог типа. Бројни су фактори који на то утичу, а када се ради о прекограничним аквизицијама велики је ризик правилне процене вредности циљног предузећа, као и капацитети предузећа-стицатеља који ће омогућити експлоатацију ресурса и у постаквизиционом периоду донети профитабилност. Поред тога, ситуацију додатно може закомпликовати тржишна нестабилност (као на пример последња економско-финансијска криза) у време операционализације аквизиције и тиме допринети њеном (не)успеху. Наиме, успони и падови тржишних активности могу довести до прецењености или потцењености вредности акција па самим тим и предузећа која у тим случајевима примењују адекватне мере одбране. Мере одбране карактеристичне су за циљна предузећа у условима потцењености њихове вредности када могу очекивати агресивније нападе потенцијалних стицатеља. Периоди прецењености вредности предузећа демотивишу потенцијалне стицатеље и њихову активност воде у фазу стагнације, што опет може бити погубно за предузећа која би се могла „спасити“ само преузимањем од стране финансијски јаке компаније.

3.3.1 Специфичности вредновања међународних мерџера и аквизиција

Висок степен мобилности мултинационалних компанија који им даје могућност пословања на било ком делу светског тржишта дефинише ове привредне субјекте као главне носиоце страних директних инвестиција. Пословање на великом броју различитих тржишта од ових компанија тражи овладавање првенствено глобалном стратегијом која ће се даље, по потреби, развити у појединачне стратегије примерене сваком појединачном тржишту у циљу прилагођавања и профитабилног пословања¹³⁹. Успешно пословање ових компанија на глобалном тржишту резултира њиховом монополистичком позицијом у односу на друге тржишне учеснике што долази до изражаја приликом доношења пословних одлука.

¹³⁸ Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). *Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value*. Business Horizons, 52(6), 523-529.

¹³⁹ Попов Ј. (2011). *Избегавање међународног двоструког опорезивања*, Необјављен магистарски рад, Економски факултет Суботица, Универзитет у Новом Саду, стр. 96.

Стратегија екстерног раста која је у значајној мери заступљена код мултинационалних компанија свакако је раст путем прекограничних мерџера и аквизиција. Поред свих предности које носи ова стратегија, компаније се приликом реализације сусрећу и са одређеним специфичним проблемима вредновања циљног предузећа, као и са специфичностима мултинационалног пословања које се односе на¹⁴⁰:

- разна ограничења институционалног типа (пореско законодавство, антимонополски прописи, финансијска ограничења) која предузећа успешно савладавају при реализацији стратегије екстерног раста,
- информационе ефекте,
- уштеде у трошковима које настају услед спајања функција производње, маркетинга и истраживачко-развојне функције.

Вредност циљног предузећа које стицатељ има намеру да преузме треба проценити узимајући у обзир наведене околности. Иностранци стицатељ, посебно ако је у питању успешна мултинационална компанија, често је у могућности да савлада одређене ограничавајуће околности и искористи тржишне погодности на начин на који домаће, циљно предузеће то не може. Другим речима, стицатељ припајањем циљне компаније и послујући у оквирима које намећу пореска и антимонополска регулатива, финансијски услови пословања на датом тржишту, користећи све расположиве информације и обједињавањем преклапајућих функција у предузећу, може остварити инкременталну добит у постаквизиционом периоду.

Вредновање инвестиционих пројеката, без обзира да ли је у питању домаћа или мултинационална инвестиција, да ли је у питању вредност пројекта мерена милијардама долара или се ради о инвестицији ниже вредности, сагласно променама које носи глобализација светског тржишта, захтева комплексан прилаз заснован на научној основи. Променљиви тржишни услови, висок ризик и неизвесност карактеристични за економије у развоју и транзиционе земље, а у условима светске кризе и за глобално тржиште, намећу потребу прилагођавања метода вредновања свим променама које су од утицаја на реализацију конкретног пројекта. Неки од најчешће

¹⁴⁰ Петровић, Е., Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет, стр. 173-174.

коришћених показатеља су¹⁴¹ однос цене и зараде по акцији, однос књиговодствене и тржишне вредности, а сваки од ових показатеља укључује једну компоненту која је тржишно оријентисана. Најзаступљенији показатељ је однос цене и зараде по акцији, који показује колико је тржиште спремно да плати за акцију предузећа, али и даје предвиђања о будућим кретањима вредности акција. Јер, вредност акција се не формира на основу прошлих догађаја, већ на основу предвиђања о будућем пословању предузећа.

Метода која се најчешће примењује приликом вредновања прекограничних мерџера и аквизиција јесте метода нето садашње вредности, односно свођење нето новчаног тока који се очекује у будућем периоду на његову садашњу вредност. Пословање у различитим националним економијама и обавеза пословања у оквирима више различитих регулаторних режима чини ову анализу знатно комплекснијом у односу на случај спајања два предузећа у истој земљи. Нето садашња вредност инвестиције представља разлику између садашње вредности нето прилива или ефеката инвестиције и садашње вредности одлива готовине односно инвестиционих улагања. Предност код овог метода је што узима у обзир временску динамику будућих нето прилива али примена дисконтне стопе може се разликовати између земаља. Такође, отежавајућу околност може представљати и различита фаза животног циклуса у којој се налази грана привреде којима предузећа по делатности припадају у свакој од посматраних земаља.

Када је у питању оцена економске ефикасности међународних пројеката, Петровић & Денчић-Михајлов¹⁴² указују на предности и недостатке традиционалног метода вредновања и тржишно оријентисаног прилаза. Разлози који отежавају примену нето садашње вредности као традиционалне методе вредновања могу бити следећи:

- постинвестиционо вредновање може се вршити са становишта инвеститора – стицатеља или са становишта земље домаћина, при чему је велика вероватноћа различитости добијених резултата;
- цена капитала на нивоу матичне компаније може се разликовати од цене капитала њених филијала лоцираних у другим земљама;

¹⁴¹ *Cross-Border Mergers, Acquisitions, and Valuation*, preuzeto sa sajta: <http://wps.aw.com/wps/media/objects/5315/5443332/webchapter.pdf> - може ли овако?

¹⁴² Петровић, Е, Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет, стр. 46-48.

- тржишна вредност компаније није у потпуности одређена (не)прихватањем инвестиционог пројекта, мада прихватање профитабилних пројеката може имати позитиван ефекат на тржишну цену акција.

Ови проблеми указују на комплексност процеса вредновања инвестиција у екстерни раст међународног карактера применом традиционалних метода, и упућују на принцип вредновања који је тржишно оријентисан. То подразумева уважавање локалног финансијског окружења и инфраструктуре као фактора од утицаја на вредновање мерцера и аквизиција међународног карактера, као и сагледавање начина коришћења ресурса и у којој мери они доприносе максимизирању тржишне вредности компаније.

Комплексност процеса вредновања прекограничних постаквизиционих ефеката додатно усложњава околност попут економско-финансијске кризе на глобалном тржишту, као и специфични услови неизвесности и ризика који карактеришу земље у развоју и у транзицији као потенцијалне циљне земље. Такви услови¹⁴³ додатно отежавају примену технике дисконтовања, јер између осталог, приликом доношења пословних одлука у променљивим околностима менаџери се морају прилагођавати променама онако како се догађају, и узимати у обзир пратећи ризик и неизвесност. Опције вредновања које се најчешће користе у ту сврху су:

- *Анализа осетљивости* – која тестирањем осетљивости пројекта на ризик има за циљ да конкретизује чиниоце који су осетљиви на одређену врсту ризика. Приликом спровођења анализе узимају се у обзир све врсте ризика, мада се политички ризик у случају међународних М&А у одређеном смислу издваја, јер се односи на могућност увођења прописа од стране циљне земље који могу довести у питање исплативост конкретног пројекта;
- *Анализа реалних опција* – која подразумева прилагођавање променљивим условима дискреционим овлашћењима менаџера у смислу одлагања или напуштања конкретног међународног инвестиционог пројекта. То може да обухвати могућност промене локације пројекта у складу са тржишним условима, напуштање непрофитабилних пројеката или одлагање реализације пројеката високе вредности у условима неизвесности и високог ризика.

3.3.2 Облици финансирања међународних мерџера и аквизиција

Још једна веома комплексна фаза у реализацији стратегије екстерног раста путем међународних мерџера и аквизиција јесте начин финансирања приликом њеног спровођења. Када се ради о интеграцији путем мерџера који подразумева пријатељско преговарање о детаљима преузимања и када за то постоји сагласност обе стране, начин плаћања није детерминанта која ће одредити успешност реализације такве инвестиције. Међутим, иако интеграција путем мерџера егзистира у пословној пракси, много је чешћи случај преузимања путем аквизиције, где успешност реализације међу мноштвом осталих фактора одређује и начин финансирања такве инвестиције.

Уобичајени начини за финансирање аквизиција су плаћање готовином или хартијама од вредности, односно комбинацијом ова два начина. Као и код осталих фаза спровођења аквизиције, и приликом дефинисања начина финансирања мора бити задовољен услов атрактивности за акционаре циљног предузећа (како би донели позитивну одлуку о продаји свог удела у власништву), док са становишта стицатељског предузећа преузимање треба реализовати уз најниже могуће трошкове и највећу вероватноћу профитабилног постаквизиционог периода (не сме доћи до прецењивања циљне компаније). То често подразумева структурирање финансијског пакета аквизиције на следећи начин: финансирање одређеног износа инвестиције готовином, финансирање дела инвестиционим зајмовним капиталом и на крају, делимично финансирање емитовањем акција¹⁴⁴.

Финансирање стратегије екстерног раста готовином за акционаре предузећа-стицатеља представља предност у смислу процентуалног задржавања удела у власништву над предузећем, чак и када је готовина обезбеђена из зајмовног капитала јер је цена тих извора нижа него у случају емитовања акција. При томе, акционари предузећа-стицатеља сnose у потпуности ризик неуспеха инвестиције, али ово је и погодан начин финансирања у условима потцењене вредности акција предузећа стицатеља. Такође финансирање готовином омогућује и лакше савладавање отпора менџмента циљног предузећа против преузимања.

¹⁴³ Исто, стр. 48-52.

¹⁴⁴ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр. 136-155.

Узимајући готовински износ за своје акције, акционари циљног предузећа елиминирају неизвесност у процесу преузимања и за своје потенцијалне добитке не морају чекати неки будући период, што је случај када се плаћање врши у акцијама¹⁴⁵. За акционаре циљног предузећа исплата готовином значи завршетак трансакције, и уколико су поред тржишне цене остварили и одређени износ премије, сходно пореском законодавству подлежу обавези плаћања пореза на капитални добитак. Међутим, предузеће-стицатељ веома ретко може обезбедити потребан износ средстава из сопствених извора, што га упућује да та средства прибави из зајмовног капитала. Услови под којима ће прибавити средства зависе од степена постојеће задужености предузећа, величине трансакције која опредељује износ потребних средстава, као и од спремности финансијских организација, пре свега банака, да подрже предузеће у једној таквој инвестицији. Савремено пословање карактеришу честе промене услова пословања што може довести до цикличних успона и падова активности стицатељског предузећа. При високом задужењу предузећа и при константној отплати позајмљених средстава, то може бити фактор високог ризика. Због тога није редак случај да предузећа која су се задужила да би реализовала аквизицију у постаквиизиционом периоду продају непрофитабилне делове како би отплатиле барем део преузетог дуга.

Избор акција као алтернативног начина финансирања аквизиције детерминисан је, са једне стране, недостатком готовинских средстава, а са друге стране нижим иницијалним трошковима прибављања овог средства финансирања. Наиме, када се одлучи да део инвестиције финансира акцијама, стицатељ сноси трошкове емитовања и дистрибуције акција, што у моменту реализације аквизиције смањује притисак задуживања. Међутим, на тај начин врши се дисперзија власништва предузећа-стицатеља и оно стиче обавезу исплаћивања будућих дивиденди и новим акционарима. Истовремено, ризик непрофитабилног пословања у постаквиизиционом периоду сноси сви акционари. Другим речима, врши се дисперзија не само власништва него и ризика успешности. Дисперзија власништва може имати и негативну конотацију у ситуацији када након реализације аквизиције одређени број акционара одлучи да прода акције на тржишту капитала. Тада може доћи до пада њихове цене па самим тим и до пада вредности предузећа што са своје стране може угрозити будуће приходе од дивиденди акционара стицатељског предузећа. За стицатељско предузеће је финансирање акцијама

¹⁴⁵ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 214.

погодан начин у случају прецењености акција предузећа, и када се у будућем периоду очекују синергетски ефекти високог износа и ризика.

За власнике циљног предузећа, у варијанти успешне реализације и успешног будућег пословања предузећа-стицатеља, то значи добијање статуса акционара са свим правима која из тога произилазе, а обавеза плаћања пореза на капитални добитак се одлаже до тренутка продаје акција. Међутим, остварење будућих профита је врло често неизвесност коју акционари циљног предузећа не желе да сносе, па могу и одбити овакав начин финансирања. Ако се овакав начина финансирања ипак реализује, акционари циљног предузећа могу донети одлуку да своје акције продају посреднику који може бити институционални инвеститор, инвестициона банка, брокерска кућа или нека друга финансијска организација. То је могуће када је предузеће-стицатељ склопило већ такву врсту аранжмана са циљем да уколико нови акционари одлуче да продају своје акције то не буде на отвореном тржишту јер би то смањило њихову вредност. На тај начин сви учесници у трансакцији остварују одређене погодности¹⁴⁶: акционари циљног предузећа за продају свог удела у власништву добијају готовину чиме елиминишу неизвесност коју носи будућност, у случају предузећа-стицатеља финансирањем аквизиције акцијским капиталом није дошло до притиска задужености, а посредници долазе у посед одређеног износа акција предузећа-стицатеља по повољним условима.

Учешће менаџера предузећа-стицатеља у власничкој структури може бити детерминанта начина финансирања. Финансирање готовином је прихватљива варијанта, док код финансирања акцијама може доћи до отпора менаџера јер су мишљења да додатна дисперзија власништва може умањити контролу над предузећем коју поседују. Отпор према финансирању акцијама имају и институционални инвеститори који су у улози акционара предузећа-стицатеља јер тиме долази до умањења вредности њиховог удела у укупном власништву.

Поред опредељености начина финансирања екстерног раста интересима акционара предузећа-стицатеља и циљног предузећа, на избор начина финансирања утичу и бројне друге околности пословања. Ту свакако треба нагласити тип интеграције – хоризонтална, вертикална или конгломератска, тржишну вредност циљног предузећа,

¹⁴⁶ Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд, стр. 219.

способност стицатеља да у будућем периоду користи профитабилно расположиве ресурсе, али и непредвиђене турбуленције економско-финансијског тржишта. Тако на пример, у периоду општег просперитета економског пословања, финансирање акцијама може бити сасвим прихватљив вид финансирања за све учеснике, док у време пада економских па и инвестиционих активности, које карактерише висок степен ризика и неизвесности, готовина као вид финансирања постаје атрактивнија за све учеснике овог процеса.

Прекогранични мерџери и аквизиције, као стратегија екстерног раста компанија, реализују се у различитим националним економијама, а како углавном представљају инвестицију великих размера захтевају и веће финансијско напрезање од стране стицатељског предузећа¹⁴⁷. Реализација трансакција на глобалном тржишту подразумева и присуство на међународном финансијском тржишту, па сходно томе мултинационалне компаније за финансирање иностраних улагања могу користити комбинацију домаћих и страних извора финансирања. Недостатак ликвидних средстава усмерава стицатељске компаније да финансирање преузимања врше комбинацијом сопствених готовинских средстава и зајмовног капитала на финансијском тржишту. То обухвата широку палету средстава из кредитних извора – од класичних комерцијалних кредита са релативно повољним условима до субординисаног дуга (са вишим степеном ризика и нижим кредитним рејтингом).

Која опција финансирања међународним М&А ће бити примењена зависи превасходно од кредитне способности компаније¹⁴⁸. Karampatsas et all.¹⁴⁹ доводе у везу кредитни рејтинг компаније са одабиром начина плаћања, при чему су мишљења да ће стицатељске компаније са вишим кредитним рејтингом користити готовину за финансирање преузимања (из сопственог и зајмовног капитала). Као разлог наводе нижи степен ограничења и бољу способност у приступу финансијском тржишту. Капацитет задуживања компаније дефинисан је, између осталог расположивим средствима предузећа која би служила као залога, односно способношћу предузећа да поднесе одређени проценат задужености без последица у виду западања у значајне

¹⁴⁷ Петровић, Е., Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет, стр. 175.

¹⁴⁸ Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.

¹⁴⁹ Karampatsas, N., Petmezas, D., Travlos, N. G., Avramidis, P., Bollaert, H., Cousin, J. G., & Schwienbacher, A. (2012). Credit Ratings and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions. , preuzeto sa web

финансијске тешкоће. Коришћење међународних извора финансирања несумњиво доводи до изложености предузећа вишенационалним регулаторним оквирима у правној и фискалној сфери¹⁵⁰.

Растући тренд глобализације тржишта који прати потреба компанија да се екстерно шире наметнула је потребу изналажења нових облика финансирања који би пратили турбулентне, високоризичне и неизвесне услове пословања. У складу са тим дошло је до дефинисања нових техника финансијског реструктурирања као што су *LBO – leveraged buyout*, *LR – leveraged recapitalization*, *debt-equity swaps*, *Euro-notes* или *medium-term notes* који у општем дефинисању представљају финансирање мерцера и аквизиција високим задуживањем предузећа. Примарни извор финансирања је дуговни капитал што врло често може довести до супституције сопственог капитала дуговним. Карактеристика финансирања преузимања у савременим условима пословања јесте и пораст процентуалног учешћа власничких хартија од вредности у финансирању, а што се може посматрати као тековина либерализације и глобализације светског тржишта, као и технолошког напретка.

sajta http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2013-Reading/papers/EFMA2013_0033_fullpaper.pdf

¹⁵⁰ Петровић, Е., Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет, стр. 175.

IV ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА

Реализација прекограничних мерцера и аквизиција подразумева раст компанија усмерен на страна тржишта, при чему компаније имају приступ пословним могућностима које домаћа предузећа још увек нису увидела или немају прилику да их искористе. Већина емпиријских истраживања указује да је избор прекограничних мерцера и аквизиција као начина уласка на страно тржиште опредељен факторима који се могу сврстати у три групе¹⁵¹:

- (1) фактори на нивоу предузећа – који обухватају мултинационална искуства, производну диверсификацију и међународну стратегију компанија,
- (2) фактори на нивоу привредног сектора – који обухватају интензитет развоја технологије и динамику развоја привредног сектора, и
- (3) фактори на нивоу државе – као што су величина и раст тржишта земље домаћина, културолошке разлике између земаља стицатељске и циљне компаније, као и политичко, институционално и правно окружење.

Кратак преглед емпиријских истраживања везаних за детерминанте прекограничних М&А приказан је у Табели 1.

Посматрано са становишта мултинационалног искуства, Harzing¹⁵² усмерава пажњу на међународну стратегију и указује на значај избора начина уласка на страно тржиште при чему је значај мултинационалног искуства компанија несумњив. Насупрот овом становишту, Barkema & Vermeulen¹⁵³ истичу да разноликост националних тржишта у којима компаније послују резултира разноликошћу тражње и широким спектром конкурената, добављача и партнера, па пословање у непознатом окружењу може довести до неуспеха.

¹⁵¹ Neto, P., Brandão, A., & Cerqueira, A. (2010). The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments. *IUP Journal of Business Strategy*, 7.

¹⁵² Harzing, A.W. (2002) *Acquisitions versus greenfield investments: International strategy and management of entry modes*, *Strategic Management Journal*, vol. 23, March, pp. 211-227

¹⁵³ Barkema, H. G., & Vermeulen, F. (1998). *International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective*. *Academy of Management journal*, 41(1), 7-26.

Табела 1. Преглед емпиријских истраживања о детерминантама М&А

Детерминанте	Утицај детерминанти на мотивисаност за М&А		
	<i>позитивно</i>	<i>негативно</i>	<i>без утицаја</i>
	Фактори на нивоу компаније		
Мултинационално искуство	Harzing (2002)	Barkema and Vermeulen (1998)	
Диверсификација производа	Slangen and Hennart (2008) Brouthers and Brouthers (2000)	Hennart and Reddy (1997)	Hennart and Park (1993)
	Фактори на нивоу привредног сектора		
Степен технолошке развијености		Brouthers and Brouthers (2000) Hennart and Park (1993)	
Економски раст	Hennart and Reddy (1997)		Hennart and Park (1993)
	Фактори на нивоу земље		
Културална различитост		Barkema and Vermeulen (1998) Harzing (2002)	
Величина тржишта земље домаћина			Barkema and Vermeulen (1998)

Извор: Neto, P., Brandão, A., & Cerqueira, A. (2010). The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments. IUP Journal of Business Strategy, 7.

Диверсификацију производа, као једну од опредељујућих детерминанти за реализацију мерџера и аквизиција, посматрају Slangen & Hennart¹⁵⁴, као и Brouthers & Brouthers¹⁵⁵, док су Hennart & Reddy¹⁵⁶ супротног мишљења. Hennart & Park¹⁵⁷ у први план истичу стратегију компаније и карактеристике циљног тржишта као мотивационе факторе за реализацију међународних мерџера и аквизиција.

Посматрано са становишта привредног сектора, Brouthers & Brouthers, као и Hennart & Park су мишљења да степен технолошке развијености има негативан утицај на реализацију мерџера и аквизиција, док су утицај економског раста анализирали Hennart & Reddy и Hennart & Park.

¹⁵⁴ Slangen, A. H., & Hennart, J. F. (2008). *Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfields rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy*. Journal of International Business Studies, 39(3), 472-490.

¹⁵⁵ Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. (2000). *Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences*. Strategic Management Journal, 21(1), 89-97.

¹⁵⁶ Hennart, J. F., & Reddy, S. (1997). *The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States*. Strategic Management Journal, 18(1), 1-12.

¹⁵⁷ Hennart, J. F., & Park, Y. R. (1993). *Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States*. Management science, 39(9), 1054-1070.

Културална различитост, као детерминанта међународних М&А на нивоу земље, према истраживањима Barkema & Vermeulen-а и Harzing-а свакако представља реметећи фактор, док Brouthers & Brouthers сматрају да је овај фактор без утицаја у мотивационом смислу. Barkema & Vermeulen такође сматрају да величина тржишта земље циљне компаније није фактор од утицаја на доношење одлуке о реализацији прекограничног преузимања.

Велики број емпиријских анализа везаних за детерминанте прекограничних мерцера и аквизиција указује на њихову специфичност и различитост утицаја у зависности од услова у којима се реализује појединачно инвестиционо улагање. Највећи број студија указује да постоје фактори који генерално опредељују кретање не само мерцера и аквизиција већ уопште страних директних инвестиција, као што су величина и степен отворености привреде, као и ниво корпоративног управљања¹⁵⁸. Свакако да облик страних директних инвестиција различито реагује на поједине факторе, па тако економски раст подстицајно утиче на домаће компаније да инвестирају у иностранству кроз мерцере и аквизиције, а под одређеним условима и заштита инвеститора може бити подстицајни фактор. Развој финансијског тржишта може бити кључна детерминанта за привлачење мерцера и аквизиција, док политичка нестабилност и матичне земље стицатељске компаније и земље циљне компаније уноси извесну дозу ризика и неизвесности у реализацију ових пословних подухвата.

4.1. Детерминанте међународних М&А на нивоу мултинационалне компаније

Ширење како величине тако и утицаја мултинационалних компанија, које је последица захтева наметнутих глобализацијом и променама које она носи, донело је померање граница значаја између ових компанија и националних економија. Обим активности који карактерише мултинационалне компаније резултирао је повећаном мобилношћу радне снаге како на националном тако и на међународном нивоу, систем комуникације је подржан развојем технологије, а истраживање и развој су добили међународну димензију. Убрзани проток информација, такође на међународном плану, и ширење пословања на међународно тржиште дају свој допринос уклањању националних

баријера и протоку међународног капитала, и на одређени начин умањујући национални суверенитет земаља истичу ове велике привредне субјекте као носиоце глобалног економског развоја. Овакав развој догађаја погодује појединачним националним економијама посматрано са аспекта привредног развоја, са свим предностима и недостацима који из тога проистичу. Развијене земље добијају могућност да прошире како поље свог пословања тако и утицаја на светском тржишту, уз расположивост потребних недостајућих материјалних ресурса. Земље у развоју и земље у транзицији уступањем својих расположивих ресурса добијају могућност учествовања у глобалним токовима дефинисањем атрактивних услова за привлачење различитих форми страних директних инвестиција.

Монополистичка позиција мултинационалних компанија, која се намеће као логичан резултат претодно наведених услова пословања, делимично је ублажена аспектом корпоративне друштвене одговорности, коју су такође наметнули савремени услови пословања. Економски аспект корпоративне друштвене одговорности усмерен је на профитабилност пословања уз уважавање законске регулативе која је све више дефинисана на међународном плану. Уважавање правила како пословања тако и понашања са своје стране доприноси побољшању квалитета живота читаве друштвене заједнице. Корпоративна друштвена одговорност саставни је део пословне политике мултинационалних компанија које такав приступ пословању екстерним ширењем преносе и на привредне субјекте светског тржишта.

Позитивни ефекти који проистичу из пословања мултинационалних компанија повећавају интересовање земаља у развоју за реализацију сарадње са њима јер убризгавање капитала, знања и актуелне технологије за ове земље значи економски раст и развој. Стране директне инвестиције су најчешћи облик међународног наступа ових компанија на светском тржишту, и то гринфилд инвестиције и мерцери и аквизиције, с обзиром да ови облици раста обезбеђују највећи степен контроле над производним процесом. За инвеститора предност обично има опција екстерног раста путем мерцера и аквизиција јер је период инвестирања значајно краћи у односу на гринфилд инвестиције. Брзи приступ ресурсима као што је локално тржиште, дистрибутивна мрежа или производни инпути веома често су ексклузивна опција и за компанију – инвеститора и за циљну компанију, па и националну економију.

¹⁵⁸ Neto, P., Brandão, A., & Cerqueira, A. (2010). *The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments*. IUP Journal of Business Strategy, 7.

Иностранни мерцери и аквизиције представљају актуелан и често примењиван метод екстерног раста мултинационалних компанија. Када у међународном пословању компаније транспортни трошкови премашују локалне производне трошкове, примењује се хоризонтални екстерни раст. Он се углавном одвија на релацији између развијених земаља. Са друге стране, када компанија тежи да дође до јефтинијих неопходних ресурса, тада се одлучује за вертикалну опцију екстерног раста која успоставља однос између развијених и земаља у развоју. Разлог примене овакве стратегије често је потреба компаније да оствари брзо екстерно ширење услед динамичних процеса који се одвијају на светском тржишту.

Са аспекта циљне компаније, мотив може бити приступ савременом облику корпоративног управљања, као и комплементарној технологији. У односу на ширење изградњом сопствених капацитета, са аспекта временског периода ефектуирања, мерцери и аквизиције дају брже резултате и могућност предузећу да користи сопствене производне капацитете, дистрибутивну мрежу, као и пословне партнере – купце, добављаче, финансијске посреднике. У прилог овим предностима могла би се додати и погодност коју стицатељ може остварити када је тржишна вредност циљне компаније већа од цене преузимања¹⁵⁹.

4.1.1. Глобална стратегија мултинационалне компаније

Основна одредница мултинационалности компанија јесте организациона распрострањеност у већем броју држава. Ефикасно пословање мултинационалних компанија на великом броју тржишта која карактеришу специфични услови пословања захтева дефинисање глобалне стратегија која ће флексибилно усмерити компанију на искоришћавање могућности и ресурса које свако појединачно циљно тржиште пружа. Организациона диверсификација компанија и пословање на светском тржишту дају могућност повећања профитабилности пословања целине компаније, пре свега дислоцирањем производних капацитета на територије земаља које имају потребне ресурсе а дају могућност производње уз минималне трошкове по јединици производа.

¹⁵⁹ Luypaert, M., & Huyghebaert, N. (2007). *Determinants of growth through mergers and acquisitions: An empirical analysis*. 25th Erasmus finance day, Rotterdam (The Netherlands). Working paper.

Прилагођавање условима циљних тржишта за мултинационалне компаније често подразумева превладавање бројних отежавајућих околности и препрека које се манифестују у виду различитости - националних, културних, законских, као и пословно-обичајних. Висока кадровска оспособљеност и спремност на стално усавршавање запослених од високог су значаја за индустрије које остварују интензиван развој са технолошког аспекта. Аспект конкурентности ових компанија значајан је за њихову способност искоришћавања погодности које нуде циљна тржишта, а које се испољавају у виду различитих олакшица, пре свега у пореској области, затим јефтине радне снаге, доступности неопходних ресурса и омогућују остварење надпросечне профитабилности¹⁶⁰.

Роровић et all.¹⁶¹ стратегију наступа мултинационалне компаније на глобалном тржишту разматрају са аспекта међуодноса систематског и опортунистичког наступа, што код реализације међународних мерџера и аквизиција може у значајној мери утицати на квалитет пословања у пост-трансакционом периоду. Систематски наступ компаније подразумева стратешко планирање које обухвата сагледавање свих опредељујућих детерминанти приликом пословног одлучивања, што за резултат има већу повезаност краткорочне и дугорочне пословне стратегије предузећа, а реализацију аквизиције ставља на рационални ниво уз заснованост на корпоративној стратегији. Са друге стране, опортунистички наступ приликом дефинисања стратегије компаније подразумева да шансу за преузимањем друге компаније не треба пропустити, што наравно не искључује стратешки наступ. Напротив, најбоље резултате може донети наступ који укључује комбиновање стратешког планирања и опортунистичког наступа. Када се мултинационална компанија нађе у ситуацији изненадне могућности преузимања друге компаније, њена формирана стратегија усмерена ка екстерном расту само треба да буде фокусирана ка искоришћавању могућности која се указала.

Стратегијски наступ компаније на глобалном тржишту, према Роровић et all., започиње процесом стратегијског планирања, које има фазни приступ и обухвата идентификацију и вредновање стратегијских могућности, одабир адекватне стратегије наступа и њену имплементацију. Спровођење ових фаза употпуњује адекватно управљање појединачним активностима, које је у савременим условима пословања обухваћено

¹⁶⁰ Попов Ј. (2011). *Избегавање међународног двоструког опорезивања*. Необјављен магистарски рад, Економски факултет, Суботица, Универзитет у Новом Саду, стр. 97-98.

корпоративним управљањем компаније. Реализацију аквизиције компанија разматра са аспекта развоја компаније и формулисања конкурентске стратегије. Дефинисана стратегија екстерног раста за компанију је од изузетног значаја, као и њени краткорочни, средњорочни и дугорочни сегменти. Адекватна пажња усмерена на временски аспект свој пуни допринос даје код аквизиција које утичу на перформансе компаније већи број година. Опортунистички наступ услед недостатка средњорочног и дугорочног планирања може допринети лошијим перформансама компаније у будућности, док у комбинацији са адекватно формулисаном стратегијом ефекат може бити супротан.

На стратегију екстерног раста путем мерџера и аквизиција компанија се одлучује онда када јој је потребно ефикасно повећање производних капацитета, па је куповина компанија адекватног производног програма одговарајући начин за освајање других тржишта. Тиме се брже долази до потребних ресурса, а и степен контроле над проширеним капацитетом је већи у односу на неку другу стратегију (на пример, заједничка улагања). Врло значајан аспект примене ове стратегије јесте и њена цена. Наиме, аквизиције могу бити веома скупе када је цена преузимања значајно већа у односу на тржишну вредност компаније која се преузима.

Развој мултинационалних компанија који произилази из ефеката глобализације суочава их са бројним проблемима који прате процес ширења на тржишта других земаља. Праву мултинационалну снагу имају компаније као што су *Coca Cola*, *Microsoft* и друге компаније такве јачине која даје могућност продора на било који део светског тржишта и коришћења могућности које тамо постоје, без присуства тзв. *слепих тачака*. Rugman & Verbeke¹⁶². наводе да је дубоко продирање на било ком делу светског тржишта од кључног значаја за надокнаду трошкова иновација, а одсуство *слепих тачака* доприноси избегавању изненађења као што су неочекивани потези ино-конкурента или матичних компанија који успостављају сарадњу са иностраним компанијама. Јака позиција брэнда и покривеност дистрибутивним каналима, неки су од основних услова за формирање стратегије која за резултат има обим пословања светских размера.

¹⁶¹ Popović, N., Jaško, O., & Prokić, S. (2010). *Menadžment interorganizacionih odnosa-outsourcing, strateške alijanse, merđžeri i akvizicije*, Serbian economical centre fund: Institute of economical sciences, Belgrade, Serbiастр. 273-279.

¹⁶² Rugman, A. M., & Verbeke, A. (2004). *A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises*. *Journal of International Business Studies*, 35(1), 3-18.

Још један аспект посматрања мултинационалног пословања компанија на који Rugman & Verbeke¹⁶³ указују јесте њихова објективно најчешћа доминација на једном регионалном тржишту са географске тачке гледишта, док мали број ових компанија може да каже да остварује равномеран раст на читавом светском тржишту. Ограничења на која компаније наилазе приликом дефинисања глобалне стратегије наведени аутори су сврстали у пет група:

- *Прво*, концентрисаност компаније на једно регионално тржиште, што је чест случај, резултира тиме да њени производи нису једнако доступни нити атрактивни за потрошаче широм света.
- *Друго*, мултинационалне компаније најчешће карактерише постојање специфичних предности са адекватном базом технолошких знања, робних марки и других карактеристика која приликом имплементације глобалне стратегије могу наићи на ограничења у преносивости тих знања и њиховом прихватању од стране купаца широм света. Постојање ограничења ове врсте независно је од тога да ли је база знања концентрисана у финалним производима који су намењени извозу, да ли се преносе као интермрдијарни производ путем лиценце, или се преко страних директних инвестиција користе у филијалама у другој земљи.
- *Треће*, ако циљном тржишту недостају перформансе потребне за имплементацију стратегије, тада ће мултинационалне компаније релативно специфичних карактеристика и предности имати значајне тешкоће у адаптацији на конкретном локалном тржишту.
- *Четврто*, ако различити услови на појединим регионалним тржиштима захтевају различиту позицију мултинационалне компаније, тада ће она бити у ситуацији да дефинише веома различите конкурентске стратегије. То значи да на једном тржишту може имати водећу улогу међу конкурентским компанијама, што ће захтевати другачију стратегију у односу на улогу амбициозног пратиоца коју компанија може имати на другом регионалном тржишту. Ове различите улоге наводе компанију на реализацију специфичних стратегија примерених условима конкретног тржишта, а у складу са изреком „мисли глобално делуј локално“.
- Сва до сада наведена ограничења своје импликације имају на управљање мултинационалном стратегијом. Међутим, релативни неуспех глобалног наступа

¹⁶³ Rugman, A. M., & Verbeke, A. (2004). *A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises*. *Journal of International Business Studies*, 35(1), 3-18.

свакако не може бити узрокован само неадекватном структуром управљања, па се као *пета* ограничавајућа околност наводе различити амбијентални услови који се манифестују у присуству јаких конкурентских предузећа на појединим тржиштима, затим преференције купаца усмерене према локалним произвођачима, културолошке и административне разлике у односу на матичну земљу, и др.

Сва наведена ограничаења пред мултинационалне компаније постављају потребу имплементације регионалне компоненте у управљачку структуру са карактеристикама сваког појединачног региона.

Из напред наведеног произилази да компанија приликом наступа на глобалном тржишту мора формулисати конкурентску стратегију за свако од циљних стратешких пословних подручја, са циљем привлачења купаца и остваривања предности у односу на друге конкурентске тржишне учеснике. Стратегија се формира у правцу обезбеђења вредности добара и услуга које купци захтевају, а које се може очитовати у ниској цени, супериорном производу који купци желе да плате, одређеним карактеристикама или квалитету. Адекватна конкурентска стратегија обезбеђује профитабилан и одржив екстерни раст компаније.

Циљна усмереност глобалне стратегије мултинационалне компаније може бити у правцу реализације екстерног раста, путем мерџера и аквизиција, уколико компанија располаже адекватном инвестиционом моћи и потребним финансијским капиталом. Мерџери и аквизиције као стратегија интернационализације започињу дефинисањем циља који компанија жели да оствари, након чега компанија прилази детаљној анализи свих аспеката преузимања. *Дју дилиџенс* обухвата темељно истраживања бројних аспеката пословања како би се неизвесност и ризик који су повезани са различитим националним културама и институционалним оквирима свели на најмању меру¹⁶⁴. Међутим, често само преузимање циљног предузећа не омогућује мултинационалној компанији да оствари свој циљ профитабилног развоја. Након реализације спајања, стицатељско предузеће може доћи у ситуацију да мора извршити инвестирање унутар компаније како би ефикасно могло да користи средства циљне компаније до којих је дошао преузимањем. Стога када компанија има приступ финансијском капиталу за сврхе инвестирања, и када спајања финансира емитовањем акција, она методе интерног

и екстерног раста може посматрати и примењивати као комбиноване, поготово ако жели да оствари агресиван економски раст¹⁶⁵. Са друге стране, финансијски ограничени инвеститори у циљу остварења раста компаније мораће одабрати само опцију екстерног раста, путем мерцера и аквизиција коју ће финансирати дуговним капиталом, или акцијама предузећа уколико акционари циљног предузећа прихвате такав начин финансирања.

Приликом дефинисања конкурентске стратегије Porter¹⁶⁶ наглашава да су две основне стратегије на располагању компанијама. Прва могућност је *лидерска стратегија*, где је компанија усмерена на стицање конкурентске предности смањењем трошкова пословања испод нивоа трошкова конкурентских компанија, а друга могућност је *стратегија диференцирања производа* чијом реализацијом компанија настоји да стекне предност у односу на конкуренцију повећањем вредности производа и услуга које пружа потрошачима. Лидерска стратегија, поред значајне трошковне предности у односу на конкуренцију, доноси и повећање тржишног удела, а обухвата групу стандардних производа где постоји могућност усмеравања стратегије на снижење трошкова. Опасност код примене ове стратегије на коју Porter указује јесте да ниски производни трошкови не морају увек значити и нижу цену производа. Наиме, компанија може имати више трошкове коришћења предности у односу на конкуренте, што може утицати на коначну цену производа у односу на потрошаче. Примена стратегије диференцирања производа реализује се кроз тржишну сегментацију и производе који се разликују у односу на конкуренцију, при чему се желе задовољити диференциране потребе потрошача. Комбинована примена наведених стратегија, према Porter-у, омогућила би формирање одрживе конкурентске предности.

Одабир стратегије које мултинационалне компаније примењују зависе и од односа између матичног преузећа и филијале основане у иностранству. Scalera & Dumitrescu¹⁶⁷ указују на следеће алтернативне опције:

¹⁶⁴ KONG, X., & ZHAO, K. *Cross-border Mergers and Acquisitions As a Dynamic Learning Process from A Foreign Culture: A Review of Current Research*. Supported by Funding Project for Academic Human Resource Development in Institutions of Higher Learning Under the Jurisdiction of Beijing Municipality(PHR200907134).

¹⁶⁵ Luypaert, M., & Huyghebaert, N. (2007). *Determinants of growth through mergers and acquisitions: An empirical analysis*. 25th Erasmus finance day, Rotterdam (The Netherlands). Working paper.

¹⁶⁶ Porter, M. E. (1980). *Competitive strategies: Techniques for analyzing industries and competitors*. The Free Press, New York.

¹⁶⁷ Scalera, F., & Dumitrescu, C. (2012). *Perception and Facts on the Activity of Multinational Enterprises*. International Journal of Business Management and Economic Research, 3(1), 417-424.

- Зависна предузећа имају исту стратегију као матично предузеће где се контрола врши преко власништва и токова ресурса;
- Проста интеграција – где постоји међузависност између матичног и зависних предузећа у смислу хијерархијске организационе структуре и комбиновања ниских трошкова набавке, делокализовања производних процеса, и дистрибуције производа на домаћем и терцијарним тржиштима;
- Комплексна интеграција – коју карактерише виши степен специјализације у зависности од способности локалне радне снаге и расположиве технологије. У таквом систему свака филијала обавља делатност самостално или у сарадњи са матичном компанијом, а у зависности од расположивих могућности. Организациона структура има мрежни изглед, па учинак целине компаније зависи од учинка и доприноса сваке појединачне филијале.

Стратегије које су усмерене на стабилност карактеристичне су за велике компаније које желе да остваре стабилност и предвидљивост у пословању. Ове стратегије могу бити усмерене на остваривање добити путем краткорочне профитабилности (или редуковањем инвестиција, или смањењем трошкова маркетинга и трошкова истраживања и развоја), или на опоравак предузећа изналажењем алтернативних решења за побољшање финансијских перформанси.

Scalera & Dumitrescu¹⁶⁸ указују и на стратегије реструктурирања које карактерише могућност истовремене примене две или више опција:

- Стратегија освајања новог тржишта производњом која је слична производњи у земљи порекла, а у циљу повећања потрошачке групе;
- Производна специјализација која је организована тако да се у једном региону обавља израда већег броја компоненти, а готови производи производе у другим регионима који су специјализовани за сваку појединачну врсту производа;
- Организација производње коју карактерише производња компоненти за један производ у разним регионима где су најнижи трошкови за сваку компоненту, и склапање финалног производа на једној локацији;
- Поновна пројекција производног процеса која има за циљ повећање ефикасности производње и смањење трошкова производног процеса;
- Стратегија уласка на нова тржишта са производима које карактерише ниска продајна цена.

4.1.2. Међународно искуство у реализацији мерџера и аквизиција

Стратегију екстерног раста путем прекограничних мерџера и аквизиција карактерише заступљеност и у сектору производње и у сектору услуга. Циклични карактер реализације ових стратегија доносио је периоде веће или мање заступљености у сродним, комплементарним или различитим делатностима, и усмереност на индустрије попут аутомобилске, хемијске, фармацеутске, нафтне, телекомуникација или финансијских услуга. Заступљеност стратегија екстерног раста резултат је све већег степена глобализације светског тржишта и сагласно томе, напора мултинационалних компанија да ојачају своју конкурентску предност у таквим условима.

Прекогранични мерџери и аквизиције зачетак своје примене имају у САД и Великој Британији, али савремени услови пословања отворили су и остале земље према овом облику инвестирања. То се нарочито односи на земље у развоју и земље бившег социјалистичког блока које су највећи део приватизације и преласка на тржишни систем привређивања операционализовале управо на овај начин. У циљу привлачења страних инвеститора, ове земље су настојале да путем разних погодности које су уграђивале у своју спољнотрговинску политику остваре што бољу конкурентску позицију. Токови страних директних инвестиција могу се посматрати као унутрашњи, који представљају продају домаћих предузећа страним инвеститорима (аспект земље инвестирања), и спољашњи, који представљају кретање капитала према куповини страних предузећа (аспект матичне земље инвеститора). Иако су ова два аспекта уско повезана, разлика се појављује на страни земаља учесница у овим трансакцијама, јер инвеститори претежно потичу из развијених земаља, док су земље у развоју и у транзицији углавном земље у које се капитал инвестира.

Историјски посматрано, циклични карактер активности преузимања био је резултат значајних економских, регулаторних и технолошких промена. Експанзија предузећа мотивисана жељом за задовољењем повећане тражње имала је за резултат стварање најпре монополских, затим олигополских и конгломератских структура, да би агресиван наступ компанија у овим активностима кулминирао у четвртом таласу реализацијом највећег броја непријатељских преузимања. Почев од петог таласа,

¹⁶⁸ Исто, стр. 417-424.

активности преузимања добијају стратешки карактер, а број непријатељских преузимања се значајно смањује.

Савремене услове пословања карактерише веома интензивна примена овог метода екстерног раста, како од стране мањих предузећа, тако и од стране мултинационалних компанија, мада како наводи Денчић-Михајлов¹⁶⁹ није сасвим сигурно да ли резултати примене ове стратегије имају увек пун економски смисао. Пракса показује да велики број преузимања у пост-аквизиционом периоду има негативне резултате пословања, а што је врло често резултат високих премија које су плаћене приликом преузимања и високих трансакционих трошкова. Када су иницијални трошкови превисоки, компанија често није у могућности да оствари економију обима и профитабилно послује, па синергетски ефекат који треба да буде резултат преузимања често изостаје, чиме сам чин преузимања губи економски смисао. Актуелна дешавања на глобалном тржишту карактерише улога тржишта корпоративне контроле која је и допринела смањењу непријатељских преузимања, услед¹⁷⁰:

а) смањења агенцијског проблема, јер су менаџери усмерени да управљају предузећем у циљу остварења вредности за власнике, и

б) широког спектра тактика одбране од преузимања које се примењују у савременим условима, а чије превладавање покупуљује само преузимање што утиче на профитабилност пословања у постаквизиционом периоду.

Појачаној мерџер и аквизиционој активности последњих деценија допринели су бројни фактори. Један од најзначајнијих фактора је глобализација светског тржишта која је довела до растуће конкуренције на глобалном нивоу. Позитивни аспекти конкурентности могу допринети повећаној производњи и ефикасности, а проширење тржишног учешћа до вишег степена специјализације и поделе рада и ефекта економије обима¹⁷¹. Овако дефинисано глобално окружење доводи до потребе компанија за екстерним растом, при чему су мерџери и аквизиције често најпогоднији облик. Технолошки напредак у свим областима, а нарочито у делу информационе и комуникационе технологије, постављају пред привредне субјекте захтеве за осавремењивањем начина обављања делатности (и производне и услужне) што није

¹⁶⁹ Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет, стр 21.

¹⁷⁰ Исто, стр. 22.

¹⁷¹ Intriligator, M. D. (2004). *Globalization of the world economy: potential benefits and costs and a net assessment*. *Journal of Policy Modeling*, 26(4), 485-498.

доступно свим предузећима јер захтева значајна финансијска улагања. Прекограничне интеграције и овде олакшавају превазилажење проблема. Наиме, стичатељске компаније, проширењем делатности и пласмана производа на светско тржиште, повећавају обим производње и смањују трошкове по јединици производа, па примену нових технологије чине доступном, а земље циљних компанија долазе у позицију да побољшају конкурентску позицију применом доступних савремених технологија.

Интензивне мерцер и аквизиционе активности карактеришу и финансијски сектор што са једне стране доприноси окрупњавању појединачних финансијских институција, а са друге стране доприноси порасту финансијске снаге и обезбеђује финансијски капитал као подршку за могућност реализације великих преузимања. Такође се не сме изгубити из вида ни улога коју имају институционални инвеститори у реализацији прекограничних мерцера и аквизиција. Ferreira et al.¹⁷² указују на улогу коју институционални инвеститори имају на међународном тржишту за корпоративну контролу успостављајући везу између компанија смањивањем трансакционих трошкова и информационе асиметрије између стичатеља и циљне компаније. Утицај институционалних инвеститора је значајнији у условима нижег степена развијености правних институција и тржишта капитала, као и вишег степена информационе асиметрије.

Излазак на пут тржишног привређивања од стране земаља бившег социјалистичког блока такође је дао свој допринос интензивирању прекограничних M&A активности. Настојањем да побољшају своју конкурентску позицију ове земље усаглашавају националне законодавне и регулаторне оквире са појединим регионалним законодавствима, и прилагођавају своје стандарде финансијског извештавања са светским стандардима. Поред ових активности, обезбеђење различитих бенефита, пре свега у фискалној сфери, привлачи стране стичатељске компаније које на тај начин проширују своје учешће на глобалном тржишту и тиме доприносе јачању конкурентске предности и профитабилности пословања.

Компаније које своја седишта имају у развијеним земљама великим делом своју експанзију и међународно пословање заснивају на реализацији M&A. У 2012-ој години

¹⁷² Ferreira, M. A., Massa, M., & Matos, P. (2010). *Shareholders at the gate? Institutional investors and cross-border mergers and acquisitions*. *Review of Financial Studies*, 23(2), 601-644.

јапанско тржиште¹⁷³, на пример, карактерише јачање јена и релативно устаљена ситуација на домаћем тржишту што логично усмерава јапанске компаније на реализацију глобалног екстерног раста. Последњих неколико година расте број реализованих иностраних мерџера (аквизиција) од стране јапанских компанија. Тако су, на пример, Hitachi Construction Machinery, Suzuki Motors, Takeda Pharmaceuticals, и Toshiba, у улози стицатељких компанија успеле да повећају обим продаје путем прекограничних M&A. Ове компаније су приликом реализације M&A користиле различите приступе који су били у складу са стратегијским плановима стицатељске компаније. Јапански произвођач аутомобила Suzuki Motor је 2002. године преузео већински удео у индијској компанији Maruti Udyog, и ову аквизицију карактерише профитабилан постаквиизициони период, јер је дошло до значајног пораста и продаје и профита. Позитиван резултат у постаквиизиционом периоду карактерише и аквизиција америчке фармацеутске компаније Millennium од стране јапанске компаније Takeda.

Једна од мултинационалних компанија која је своју експанзију на међународном нивоу остваривала путем аквизиција јесте Microsoft. Од 1987. године када је преузео прву компанију, Microsoft је наставио свој развој преузимајући у просеку шест компанија годишње¹⁷⁴. Неке од компанија које је Microsoft преузео су: Onfolio, Lionhead Studios, Massive Incorporated, ProClarity, Winternals Software, и Colloquis. Microsoft је реализовао и аквизиције врло високих вредности, чак преко милијарду долара, на пример: Skype (2011), aQuantive (2007), Fast Search & Transfer (2008), Navision (2002), Visio Corporation (2000), and Yammer (2012) и Nokia (2013).

У сектору финансијских услуга Deutsche Bank такође карактерише екстерни раст путем прекограничних M&A. Преузимања која је ова банка извршила су¹⁷⁵: Morgan, Grenfell & Company (1990), Bankers Trust (1998), Scudder Investments (2001), Rosenberg Real Estate Equities Fund (2002), Berkshire Mortgage Finance (2004), Chapel Funding – сада DB Home Lending (2006), Deutsche Postbank (2010).

¹⁷³ A yen for global growth: The Japanese experience in cross-border M&A, преузето са веб-сајта http://www.mckinsey.com/insights/asia-pacific/a_yen_for_global_growth_the_japanese_experience_in_cross-border_m_and_38a

¹⁷⁴ Wikipwdia enciklopedija.

¹⁷⁵ Wikipedia enciklopedija.

4.1.3. Диверсификација производног програма

Једна од активности која често представља саставни део реализације прекограничних мерцера и аквизиција јесте прилагођавање производног асортимана новим тржиштима на које компанија излази путем екстерног раста. Диверсификација производног програма, која је карактеристична за пословање мултинационалне компаније, за циљ има проширење тржишног учешћа и формирање нове потрошачке групе компаније било даљом диверсификацијом постојећих или креирањем потпуно нових производа и услуга. Ситуација која погодује оваквом развоју догађаја јесте располагање одређеним вишком капацитета компаније или комплементарном имовином која се може инвестирати у нови производни програм¹⁷⁶. Да би пословање компанија било усклађено са актуелним технолошким развојем карактеристичним за све области пословања, оне морају извршити адекватну процену својих истраживачко-развојних капацитета и способности проширења на нова тржишта путем диверсификације производа.

Дуги низ година сведоци смо настојања мултинационалних компанија да диверсификују или репозиционирају свој производни асортиман. Tallman & Li¹⁷⁷ анализирају ефекте спровођења стратегије диверсификације производа на перформансе компаније, и наводе да диверсификација има смисла и позитивно утиче на профитабилност, па тиме и на перформансе компаније до одређене границе. Посматрано са аспекта ресурса компаније, креирање конкурентности сопственим капацитетима може да се оствари диверсификацијом производа што ће генерисати економију обима и последично имати ефекат на профитабилност. Међутим, посматрано са аспекта трансакционих трошкова, претерана диверсификација може утицати на раст трошкова и тиме имати негативан ефекат на профитабилност. Због тога су Tallman & Li мишљења да усмереност само на један аспект диверсификације не може дати поуздане показатеље њеног утицаја на перформансе компаније. Степен разноврсности производног асортимана има импликације на компанијске перформансе, али се такође мора посматрати са различитих аспеката: виши степен диверсификованости доноси већи приход, али и узрокује раст управљачких трошкова, док нижи степен диверсификованости може значити ниже трошкове, али и доноси нижи приход.

¹⁷⁶ Alcalde, M. D. H. (2010), *Building Product Diversification Strategy through R&D Contractual Agreements*. Paper to be presented at the Summer Conference 2010 on "Opening Up Innovation: Strategy, Organization and Technology" at Imperial College London Business School, June 16 - 18, 2010.

¹⁷⁷ Tallman, S., & Li, J. (1996). *Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms*. *Academy of Management Journal*, 39(1), 179-196.

Користи од диверсификације за компанију на међународном плану произилазе из њене способности да одржава трансакционе трошкове на ниском нивоу. Један од показатеља степена успешности диверсификације јесте интензитет међународног ангажовања као износ учешћа продаје на иностраном тржишту у укупној продаји компаније, а са географског аспекта посматра се број земаља у којима компанија послује.

Различитост ефеката домаћих и прекограничних аквизиција анализирали су Moeller & Schlingemann¹⁷⁸ посматрајући резултате који су остварени на тржишту корпоративне контроле у САД. Са једне стране, проширене инвестиционе могућности за реализацију аквизиција на домаћем тржишту повећавају вероватноћу остварења синергетских ефеката, док могућности које пружају прекогранични мерцери и аквизиције могу позитивно утицати на богатство и перформансе компаније-стицатеља. Аквизиција компаније-мете на иностраном тржишту може стицатељу донети бројне могућности за повећање квалитета пословања у виду нових облика управљања ризиком, побољшања технолошких могућности и погодности које пружа регулатива земље инвестирања.

Martin & Sayrak¹⁷⁹ анализу економске основаности диверсификације посматрају са становишта различитих интересних група - менаџера, повериоца и акционара компаније. Martin & Sayrak наводе да, на пример, менаџери могу подржати диверсификацију производног програма која би умањила специфичан ризик пословања који утиче на висину њихове накнаде, а слично је и мишљење повериоца који не желе да дође до застоја у новчаним токовима и кашњења по питању благовременог плаћања обавеза. Мишљење акционара може се разликовати од претходних – они могу да сматрају непожељним да компанија врши диверсификацију, јер они уз много ниже трошкове могу сами диверсификовати свој портфолио и тиме умањити ризик инвестирања.

Alcalde¹⁸⁰ анализира и како различити уговорни споразуми истраживачко-развојне области (нпр. уговори о лиценци) могу бити извор диверсификације производа. Да би ишле у корак са захтевима високе технологије, компаније морају балансирати своје

¹⁷⁸ Moeller, S., & Schlingemann, F. (2004). *Are cross-border acquisitions different from domestic acquisitions? Evidence on stock and operating performance for US acquirers*. Journal of Banking and Finance.

¹⁷⁹ Martin, J. D., & Sayrak, A. (2003). *Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature*. Journal of Corporate Finance, 9(1), 37-57.

¹⁸⁰ Alcalde, M. D. H. (2010), *Building Product Diversification Strategy through R&D Contractual Agreements*. Paper to be presented at the Summer Conference 2010 on "Opening Up Innovation: Strategy, Organization and Technology" at Imperial College London Business School, June 16 - 18, 2010.

развојне капацитете, знања и способности да путем увођења нових производа остваре улазак на нова тржишта. Брз индустријски развој и непрекидно мењање конкурентског окружења захтева од тржишних учесника константно овладавање новим знањима и активности у оквиру развојних пројеката са циљем диференцирања производа. Аутор наводи да утицај иновација на диверсификацију производа не мора да се манифестује само кроз пренос технологије, већ и трансфер информација везано за репутацију и тржишне услове. Већи интензитет развоја уговорних споразума између компанија на међународном нивоу у области истраживања и развоја може допринети бољој стратегији производне диверсификације и већем интензитету прекограничних мерџера и аквизиција.

Према Porteru,¹⁸¹ различити концепти корпоративне стратегије омогућују да се вредност за акционаре креира на различит начин. Диверсификација као стратегија раста за циљ има да омогући раст компаније путем развоја нових производа за нова тржишта. Али, како наводе Naaralainen & Skog,¹⁸² диверсификација може бити веома ризична јер захтева и развој производа и развој тржишта, што може бити ван основних активности компаније. Компанија се може одлучити за диверсификацију производног програма у случају да се процени да тренутни производни асортиман нема неопходни потенцијал за раст и није профитабилан. Поред тога, Naaralainen & Skog наводе да је примена ове стратегије примерена у ситуацијама када компанија има јаку конкурентску позицију, а атрактивност индустријске гране којој припада је на релативно ниском нивоу.

4.2. Детерминанте међународних М&А на нивоу привредног сектора

Појава која карактерише циклично кретање мерџер и аквизиционих активности јесте усмереност сваког појединачног циклуса на одређене секторе привреде. Истраживања одређених аутора иду у правцу навођења да је за компаније које припадају просперитетној индустрији велика вероватноћа да ће имати улогу предузећа-стицатеља, нарочито у ситуацији када остварују профитабилност пословања која омогућује

¹⁸¹ Porter, M. E. (1996). *From competitive advantage to corporate strategy. Managing the multibusiness company*: Strategic issues for diversified groups, New York, 285-314.

¹⁸² Naaralainen, V., & Skog, N. (2011). *Growth Strategies of Multinational Companies: Jewelry Retail Industry*. P. 25-26.

куповину предузећа исте делатности, односно хоризонталну интеграцију. У жељи да остваре што више користи од просперитета привредне гране којој припадају, компаније ће настојати да прошире своје тржишно учешће путем мерџера и аквизиција¹⁸³.

Убрзани тренд реализације мерџера и аквизиција последњих деценија резултат је глобализације индустрије и преобликовања њене структуре на међународном плану. Kang & Johansson¹⁸⁴ наводе да се реализација преузимања одвија у одређеном спектру привредних грана који обухвата зреле производне индустрије, сектор високе технологије и услужни сектор, што по мишљењу аутора одражава потребу за реструктурирањем и јачањем глобалне конкурентности. Аутори даље наводе да су мотиви за реализацију преузимања веома сложени и различити у зависности од привредног сектора.

Привредни раст карактеристичан за поједине економије или привредне секторе повећава износ капитала који је на располагању за привлачење инвестиција, као и за прекогранична улагања. У зрелим производним секторима карактеристична је појачана конкуренција као и тржишни притисци услед пада тражње и вишка капацитета, што ове секторе води у процесе реструктурирања. Интензивне технолошке промене, које су нарочито карактеристичне за сектор информационе технологије, олакшавају мултинационалним компанијама прекограничну експанзију и проширење тржишног учешћа на глобалном нивоу. Поред тога, интензивне технолошке промене наводе на обједињавање истраживачко-развојне активности (стицатељска предузећа често гасе овај сектор у преузетом предузећу јер се ове активности обављају у матичној компанији), што представља фактор снижења ове врсте трошкова. У таквим условима, креира се тенденција компанија ка коришћењу нематеријалних ресурса – технологије, људских ресурса, брэнда – кроз географску диверсификацију и комплементарна преузимања. Националне економије са друге стране, у овом сегменту, дефинишу законодавне и регулаторне оквире који ће омогућити адекватнији приступ циљним предузећима.

¹⁸³ Luypaert, M., & Huyghebaert, N. (2007). *Determinants of growth through mergers and acquisitions: An empirical analysis*. 25th Erasmus finance day, Rotterdam (The Netherlands). Working paper.

¹⁸⁴ Kang, N. H., & Johansson, S. (2000). *Cross-border mergers and acquisitions: Their role in industrial globalisation* (No. 2000/1). OECD Publishing.

Према извештају Clifford Chance¹⁸⁵ (слика 4.), мерџер и аквизиционе активности у 2012. години у области рударства су интензивне на тржишту Аустралије, док област телекомуникација, медија и технологије у првој половини године карактерише пад мерџер и аквизиционих активности уопште. Приметна је тенденција пораста ових активности од половине 2012. године у области технологије која је иницирана диверсификацијом производа и потребом за убрзаним растом.

Слика 4: Кретање М&А активности према привредним секторима у свету у 2012. години



Вредности преузимања на глобалном нивоу у 2012 (у милијардама \$)

Извор: Clifford Chance Our Insights into M&A Trends - Global Dynamics July 2012

Сектор здравства карактерише интензивна мерџер и аквизициона активност у Кини, где влада значајан пораст интересовања страних компанија које настоје да савладају постојеће регулаторне баријере и остваре партнерство са тамошњим локалним компанијама, чак и у ситуацијама у којима то подразумева уступање контроле. Шпански банкарски сектор карактерише процес реструктурирања па се очекује пораст активности спајања, интеграције и продаје имовине у овом сектору, а у циљу повећања ефикасности, ликвидности и солвентности локалних финансијских институција.

¹⁸⁵ Clifford Chance Our Insights into M&A Trends - Global Dynamics July 2012

4.2.1. Динамика развоја привредног сектора

Таласи мерцера и аквизиционе активности и циклично стварање монополске и олигополске структуре условило је постојање ограничене конкуренције на појединим тржишним сегментима и привредним секторима. Овакву тржишну структуру карактерише присуство једног или малог броја предузећа на страни понуде, а меру (не)савршености тржишта може одредити и државна структура која својом интервенционистичком политиком доприноси развоју једног привредног сектора. Интервентна политика државне структуре може бити из потпуно позитивних побуда – на пример допринос технолошком развоју или иновацијама, али то са своје стране утиче на положај привредних субјеката.

Значајан пораст филијала мултинационалних компанија на светском тржишту има утицај на привреду земље домаћина у којој послује¹⁸⁶. Тај утицај може да се манифестује на различитим пољима али је свакако, за земљу домаћина најзначајнији утицај који има на пољу конкурентности. Ефекти на пољу конкурентности могу бити резултат повећања технолошке опремљености, пораста продуктивности радне снаге и преливања знања из стицатељске матичне компаније у њену филијалу у иностранству. Пораст ефикасности преузетог предузећа као резултат успешног преузимања може се јавити као ефекат економије обима или преливања технологије и потребних знања од стицатеља ка преузетом предузећу. То може допринети и развоју привредног сектора у случају вертикалне сарадње са локалним добављачима или купцима полупроизвода, али у случају јаког предузећа са монополском позицијом може доћи и до истискивања локалних конкурената са тржишта.

Према извештају Baker & McKenzie¹⁸⁷, у сектору финансијских услуга успоравање раста и повећање регулаторних ограничења која карактеришу развијена тржишта, као и бољи конкурентски услови имају тенденцију да резултирају порастом прекограничних трансакција. Као разлози за повећање броја добровољних преузимања наводе се промене у корпоративној стратегији и пословном окружењу, при чему се као најприхватљивије стратегије наводе оне које ублажавају ризик извршења трансакције.

¹⁸⁶ O'Donnell, S., & Blumentritt, T. (1999). *The contribution of foreign subsidiaries to host country national competitiveness*. *Journal of International Management*, 5(3), 187-206.

Сектор *енергије, природних ресурса и рударства* карактерише пораст тражње на глобалном нивоу, што је најизраженије у Кини, Индији и Русији. Највећи број прекограничних аквизиција у земљама у развоју је реализовано у енергетском сектору, а раст тражње уз доманантну улогу екстрактивне индустрије могао би допринети да се овај тренд и настави. Оперативни ризик у форми спољнотрговинских плаћања може се, према мишљењу учесника у овим трансакцијама, ублажити детаљним превентивним планирањем извршења трансакције.

Развој *потрошачког сектора* у пост-кризном периоду и нових тржишта најприметније је у Кини, Индији, али и неким јужно-афричким земљама у којима су евидентни и реметећи фактори у виду политичке нестабилности и неразвијене инфраструктуре. Посматрано у односу на овај фактор, активности прекограничних преузимања настављају истим темпом или показују одређени раст, уз значајно респектовање мера које ублажавају ризик извршења прекограничних трансакција.

Сектор *производње* је значајан са становишта економије обима, јер проширење производних капацитета на нова, конкурентна тржишта може допринети смањењу трошкова по јединици производа. Стога је, посматрано у односу на овај сектор, мерџер и аквизициона активност у сталном порасту. Производне компаније са развијених тржишта прекогранична преузимања виде као начин за проширење учешћа на међународном тржишту, приступ новим клијентима, производима и технологијама, као и дистрибутивни мрежама.

4.2.2. Дерегулација и технолошке промене

Најзначајније промене у савременом пословању настајале су као резултат смањења или елиминисања значајних регулаторних ограничења која представљају баријеру за несметано одвијање прекограничних активности. Дерегулација, посебно у финансијском сектору, довела је до отклањања баријера за финансијске и инвестиционе активности, што је свој утицај имало и на мерџер и аквизиционе активности на светском тржишту. Укидање регулаторних ограничења омогућило је стварање великих регионалних, суперрегионалних и националних привредних друштава аквизицијама у

¹⁸⁷ Opportunities Across High-Growth Markets: Trends in Cross-Border M&A, преузето са веб-сајта http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Publications/FINALHGM_April22.pdf

банкарском сектору. Окрупњавање појединачних финансијских институција које је резултат преузимања није резултирало гашењем мањих банака, напротив. Опстанак великог броја мањих банака Walter¹⁸⁸ објашњава њиховом спремношћу да се боре и вером да имају предност јер располажу информацијама о локалним предностима, а и нове технологије дају свој допринос у превладавању савремених тржишних захтева.

Либерализација тржишта такође представља последицу дерегулације, а као резултат долази до укидања баријера уласка не само на национална тржишта, већ и у поједине гране, па финансијске институције преузимањем осигуравајућих и компанија других делатности добијају мултифункционални карактер. Либерализација је допринела стварању једнаких услова пословања за све учеснике који неће бити диктирани регулаторним оквирима већ пословном логиком и тржишним захтевима, уз обезбеђење безбедности и стабилности пословања. Као резултат либерализације дошло је до реализације великог броја аквизиција и формирања конгломератских компанија.

Стварање Европске монетарне уније и увођење евра као јединствене валуте имало је свој утицај на европско тржиште производа и тржиште капитала¹⁸⁹. Када су цене производа изражене у јединственој валути у целом региону, компаније које ефикасно послују биће мотивисане да проширују своје пословање освајањем нових тржишта и да буду ценовно конкурентне. Такве промене подстицајно делују на интензивирање мерџер и аквизиционе активности које се примењују и као одбрамбене и као офанзивне тактике. Увођење евра, као јединствене валуте Европске уније, стимулише интегрисање националних тржишта капитала, што води бржој дисперзији финансијских иновација. Долази до одређених промена у интермедијацији финансирања предузећа у смислу да банке немају више кључну улогу у финансирању предузећа, а друге финансијске институције врше дисперзију своје понуде за финансирање. То са своје стране погодује мерџер и аквизиционим активностима који су лакше изводљиве, чак јефтиније, а предузећима постају доступнији разни облици финансирања који су погодни за ову врсту екстерног раста. Пракса показује да са растом економске регионалне интеграције расте и обим прекограничних послова између држава у региону, као и између различитих региона. Такође, може доћи до пораста броја непријатељских преузимања услед жеље компанија да што брже уђу на регионално тржиште.

¹⁸⁸ Walter, I. (2004). *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why?*. OUP Catalogue, п. 36-37.

Према извештају Clifford Chance¹⁹⁰, Европска унија је у 2013. години и даље атрактивно тржиште захваљујући високо развијеној инфраструктури, значајној интелектуалној својини, технолошким знањима и квалификованој и талентованој радној снази. Поред тога, Европу карактерише стабилност и транспарентност политичког, правног и регулаторног окружења. Активности мерџера и аквизиција на тржишту Европске уније имале су неколико тешких година које су углавном последица несигурности и нестабилности у еврозони и успоравања привредног раста широм света. У догледном периоду очекује се свакако опоравак од последица економско-финансијске кризе и интензивирање мерџер и аквизиционих активности.

Технолошке промене које се убрзано одвијају на свим пољима доприносе стварању нових производа и процеса, и представљају својеврстан подстицај одвијању мерџер и аквизиционих активности, нарочито у сектору услуга. Уз напредак који обезбеђују нова технолошка достигнућа компанијама је омогућено заузимање значајног дела тржишта и профитабилност у пословању.

Анализирајући мерџере и аквизиције, Ovtchinnikov¹⁹¹ указује на чињеницу да се преузимања реализују у одређеним таласима, а да ти таласи интеграција изазивају груписања на нивоу индустрије. Ови таласи и њихов циклични карактер резултат су технолошких и економских шокова који се догађају у индустријском сектору, и услед њиховог неочекиваног појављивања неке компаније су спремне да одреагују адекватно, а неке нису. Процесу дерегулација претходе лоше перформансе у индустрији. Ovtchinnikov у свом истраживању показује да регулисане индустрије имају ниску профитабилност, висок степен ризика, ниску солвентност и ликвидност, као и високе капиталне издатке пре дерегулације.

Промене које карактеришу светско тржиште и међузависност привредних субјеката као његових актера незамисливе су без промена које карактеришу технолошки сектор. Једна од тековина технолошког прогреса у делу информационе технологије јесте и снижење трошкова комуникације и информационих трошкова, што са своје стране даје допринос побољшању перформанси компанија и дефинисању конкурентске позиције. Технолошки напредак доприноси експанзији капитала и повећава могућност улагања у

¹⁸⁹ Bruner, R., (1999). Translink Deal Review.

¹⁹⁰ Clifford Chance European M&A: On the road to recovery?, (2013). Преузето са веб-сајта http://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/PDFs/CC_EIU_Report_2013.pdf

профитабилне делатности, што повратно повећава капацитет истраживања и развоја и даје допринос даљем развоју технологије¹⁹². Иновације у области технологије, такође, доприносе стварању повољније инвестиционе климе уклањањем различитих баријера. Ово је нарочито значајно уколико се технолошки напредак схвати као активност коју карактерише константно усавршавање и напредак. Ову констатацију потврђује чињеница да услов напретка у савременом пословању представљају сталне иновације у свим областима пословања.

Доласком иностране компаније на тржиште земље домаћина, преносом нове технологије, њеним коришћењем у процесима рада, производњом иновативног производа и квалификованијим људским ресурсима врши се утицај на пораст конкурентности земље. Овај допринос ће бити већи уколико се улагања врше у индустријама заснованим на знању, попут електронике, фармацеутских производа и биотехнологије, које траже виши технолошки ниво и вештине засноване на знању. Филијала стране компаније може бити веома значајан канал за пренос знања везаних за примену високе технологије и иновативне менаџерске технике¹⁹³, што поред пораста конкурентности може довести и до пораста квалификованости локалне радне снаге.

4.3. Детерминанте међународних мерџера и аквизиција на макро нивоу

Догађаји везани за понашање привредних субјеката на светском тржишту, а које намеће глобализација тржишта, указују на све значајније учешће мерџера и аквизиција у укупним страним директним инвестицијама, које достиже ниво од 80%¹⁹⁴. Овако импозантан проценат учешћа ове опције екстерног раста компанија на макро плану резултат је конкуренције националних економија у креирању подстицајне платформе за привлачење страних инвестиција, а која произилази из теоријских и емпиријских становишта да прилив страних инвестиција представља значајан фактор економског

¹⁹¹ Ovtchinnikov, A. V. (2013). *Merger waves following industry deregulation*. Journal of Corporate Finance. Vol. 21, June 2013, pages 51-76.

¹⁹² Драшковић, В., & Јововић, Р. (2009). *Глобализација у економском контексту*. Montenegrin journal of economics, No.3, 75-86.

¹⁹³ O'Donnell, S., & Blumentritt, T. (1999). *The contribution of foreign subsidiaries to host country national competitiveness*. Journal of International Management, 5(3), 187-206.

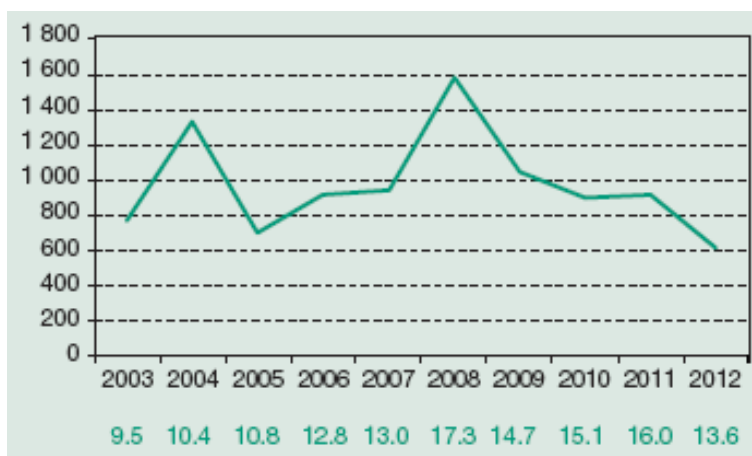
¹⁹⁴ Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). *The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model*. The World Economy, 33(2), 292-310.

раста. Активност националних економија не ограничава се само на активности привлачења страних инвестиција, већ су значајни напори земаља усмерени и на мотивисање домаћих компанија да инвестирају у иностранству како би допринеле привредном развоју земље.

Према подацима UNCTAD-а, учешће мерцера и аквизиција у укупним страним инвестицијама имало је узлазну путању све до избијања економско-финансијске кризе 2008. године, када је дошло до наглог пада инвестиционих активности уопште. Слабљење тражње на глобалном нивоу и појачан конкурентски притисак усмерили су привредне субјекте на очување стечених позиција и капитала, као и поверење акционара, а мање на нове инвестиције¹⁹⁵. Економско-финансијска криза највише је имала негативног утицаја на примарни сектор привреде, док је и поред пада мерцер (аквизиционих) активности најмање погођен сектор услуга. То се објашњава тиме да су пословне услуге, трговина, финансијске и транспортне услуге, тзв. стратешки сектори услуга, и у посткризном периоду они су били главна места где су усмераване стране директне инвестиције.

Слика 5. Вредност гринфилд пројеката у периоду 2003-2012.

(у млрд \$)

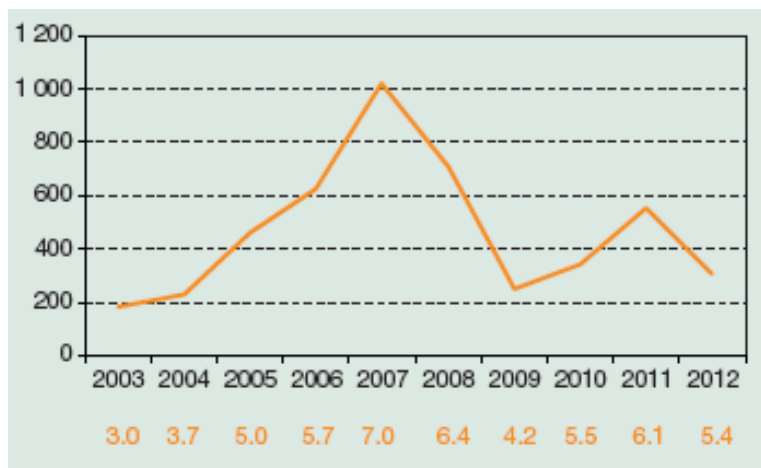


Извор: UNCTAD, G. (2013). World investment report

У периоду од 2003. до 2012. године примећује се раст мерцер и аквизиционих активности (слика 5) и реализованих гринфилд пројеката (слика 6) у развијеним привредама све до економско-финансијске кризе 2007-2008. године када долази до наглог пада како броја, тако и вредности прекограничних М&А. Долази до значајног смањења величине пројекта, односно просечна вредност инвестиција је смањена за 21%

код гринфилд инвестиција и 38% код M&A. Циклични карактер инвестиционих активности и посебно опадајући тренд који је показатељ смањене инвестиционе активности на глобалном плану, негативно се одражава на привредни развој уопште.

Слика 6. Вредност прекограничних M&A у периоду 2003-2012. (у млрд \$)



Извор: UNCTAD, G. (2013). World investment report

Табела 2. Учешће M&A у укупним страним директним инвестицијама на глобалном нивоу за 1990. годину и периоде 2005-2007. и 2010-2012. година (у милијардама \$)

	1990	2005-2007 Просек у периоду пре кризе	2010	2011	2012
СДИ - улазне	207	1491	1409	1652	1351
СДИ - излазне	241	1534	1505	1678	1391
Прекогранични M&A	99	703	344	555	308

Извор: UNCTAD, G. (2013). World investment report

Стране директне инвестиције су у 2011. години значајно порасле у односу на 2010. годину, а такав тренд има и њихов део који се односи на мерцере и аквизиције (табела 2). Приход од страних инвестиција повећан је за све групе земаља – развијене, земље у развоју и земље у транзицији. Један део оствареног профита је реинвестиран у земљи где је и остварен, док је значајнији део враћен матичној земљи инвестиционе компаније. Иако износ реинвестираног профита није посебно висок, он за земље у развоју представља веома важан извор финансирања.

¹⁹⁵ UNCTAD, G. (2013). World investment report, стр. 7-8.

Искуства из праксе показују интензивну активност везану за међународни екстерни раст предузећа на глобалном нивоу. Међутим, посматрано са аспекта глобалних токова капитала, не потврђују се у потпуности теоријски ставови о природном току кретања од развијених ка неразвијеним подручјима, већ долази до изражаја тзв. *Lucas Paradox*¹⁹⁶ по коме се велики део капитала усмерава на релације између развијених економија.

Wang & Moini¹⁹⁷ указују на утицај спољног окружења на мерџер и аквизиционе активности. Наведени аутори анализом реализације ових активности последњих неколико деценија истичу циклична кретања, и индустријске секторе који су специфични за сваки од циклуса. Утицај окружења свој ефекат има у понашању акционара у условима економских турбуленција: власници циљног предузећа песимистички гледају на будућност па су склони продаји својих власничких удела, док оптимистичније виђење предузећа стицатеља резултира њиховом куповином. Већа концентрација ових активности резултира таласом мерџер и аквизиционих активности. Фактори окружења могу се манифестовати у виду непредвиђених економских, технолошких или регулаторних шокова који могу довести до унутар-секторског груписања.

4.3.1 Величина тржишта земље-седишта циљног предузећа

Једна од веома значајних детерминанти за доношење одлуке о локацији за инвестирање за стицатеља јесте и величина тржишта земље-седишта циљног предузећа. Akin¹⁹⁸ указује да је велико тржиште један од неопходних услова за ефикасно коришћење ресурса и експлоатацију економије обима. Elango¹⁹⁹ такође истиче величину тржишта циљне земље као детерминанту од значаја за доношење одлуке о локацији инвестирања из више разлога:

а) већа тржишта нуде већи потенцијал за раст и профитабилно пословање;

¹⁹⁶ *Lucas Paradox* представља запажање да инвестициони капитал не иде из развијених у правцу земаља у развоју као што би логично проистекло из чињенице да улагање у овим земљама омогућује виши принос по јединици уложеног капитала. Напротив, капитал показује већу тенденцију кретања између развијених земаља. Више о овој теми видети код: Schularick, M., & Steger, T. M. (2008). *The Lucas Paradox and the quality of institutions: then and now*, (No. 2008/3). Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin.

¹⁹⁷ Wang, D., & Moini, H. *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Some Evidence from Danish Firms*. доступно на веб сајти: http://vbn.aau.dk/ws/files/74813307/Motives_for_Cross_border_Mergers_and_Acquisitions_.pdf

¹⁹⁸ Akin, M. S. (2009). *How Is the Market Size Relevant as a Determinant of FDI in Developing Countries? A Research on Population and the Cohort Size*, 425-429.

б) велика тржишта обично карактерише јака домаћа конкуренција и способност привлачења страних конкурената;

ц) усмеравањем на развијена тржишта компаније ће флексибилно одговорити на његове промене и врло вероватно удовољити потребама потрошача што доприноси ефикасности пословања.

Доношење одлуке о уласку на одређено ино-тржиште заснива се на величини ризика који се преузима и потенцијално могућем приносу који карактерише посматрано циљно тржиште. Rothaermel et al.²⁰⁰ указују на резултате истраживања која говоре да ризик земље, културна различитост и неизвесност смањују вероватноћу уласка на тржиште, а индивидуализам и смелост је повећавају. Величина тржишта као посебна детерминанта усклађује ове међуодносе појачавањем позитивних и слабљењем негативних ефеката. Приликом реализације стратегије екстерног раста, компанија-стицатељ је спремна да прихвата несигурности циљног тржишта које су резултат ризика земље и културне различитости. Спремност прихватања таквог ризика расте пропорционално са величином тржишта, јер већа тржишта нуде веће могућности, и самим тим даје предузећима већи подстицај за инвестирање.

Већа тржишта нуде компанијама и већи простор за будућу привредну сарадњу. Као пример, Rothaermel et al.²⁰¹ наводе тежњу многих мултинационалних компанија да уђу на кинеско тржиште и поред значајног ризика земље и културне различитости. Шансе које карактеришу ово тржиште, поред ниских трошкова радне снаге и величине потенцијалног тржишта (раст средњег слоја са великом куповном моћи), били су опредељујући за доношење одлуке о инвестирању (пример компаније Моторола).

Forte²⁰² истиче да присуство великих компанија утиче на тржишну структуру земље-домаћина најпре путем степена концентрације тржишта, а затим и смањивањем нивоа конкуренције тако што својим присуством индукују ефекат истискивања неефикасних компанија са тржишта. Са друге стране, може доћи и до повећања конкуренције превазилажењем баријера за улазак на тржиште од стране стицатељских компанија због

¹⁹⁹ Elango, B. (2003). *The effects of host country factors on the internationalization of the US reinsurance industry*. Journal of Insurance Issues, 26(2), 93-113.

²⁰⁰ Rothaermel, F. T., Kotha, S., & Steensma, H. K. (2006). *International market entry by US internet firms: an empirical analysis of country risk, national culture, and market size*. Journal of Management, 32(1), 56-82.

²⁰¹ Исто, стр. 56-82.

²⁰² Forte, R. (2013). *Multinational Firms And Host Country Market Structure: A Review Of Empirical Literature* (No. 497). Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto.

њихове супериорне технологије. У вези са степеном концентрације тржишта, Forte указује да резултати емпиријских истраживања наводе на закључак да већа тржишта и она са вишим степеном раста дају могућност постојања већег броја предузећа која ефикасно послују и самим тим смањују степен концентрације тржишта.

Thomas & Grosse²⁰³ указују да висок проценат страних директних инвестиција карактерише компаније које располажу потребним ресурсима за пословање међународног карактера и из тог пословања остварују позитивне ефекте, на пример у виду економије обима. Највеће светске мултинационалне компаније претежно потичу из САД, Јапана и земаља Европске уније, а неки од разлога проширења њиховог пословања на међународном плану су: а) приступ природним ресурсима којих нема у њиховој матичној земљи, б) стицање нових потрошача њихових производа и/или услуга, ц) раст нивоа ефикасности пословања који остварују по основу нижих трошкова радне снаге, ефеката економије обима и других предности које пружа пословање на међународном тржишту. Веће домаће тржиште повећава вероватноћу постојања великих мултинационалних компанија које су способне и мотивисане да послују на међународном нивоу.

Qian et al.²⁰⁴ указују да величина тржишта и обим тражње позитивно утичу на стране директне инвестиције јер директно утичу на очекивани приход од реализације инвестиције. Суштински посматрано, један од главних покретача страних директних инвестиција јесте величина тржишта, односно проширење пословања са циљем повећања учешћа на светском тржишту. Аутори у раду ефекат величине тржишта посматрају кроз друштвени бруто производ (по глави становника) и обим реализоване малопродаје (по глави становника), сматрајући да величина тражње у одређеном смислу дефинише величину тржишта.

4.3.2 Стопа раста тржишта земље-седишта циљног предузећа

Величина понуде и тражње националних економија према Aminian et al.²⁰⁵ од кључног су значаја у објашњавању токова прекограничних мерџера и аквизиција јер су

²⁰³Thomas, D. E., & Grosse, R. (2001). *Country-of-origin determinants of foreign direct investment in an emerging market: the case of Mexico*. *Journal of International Management*, 7(1), 59-79.

²⁰⁴Sun, Q., Tong, W., & Yu, Q. (2002). *Determinants of foreign direct investment across China*. *Journal of international money and finance*, 21(1), 79-113.

²⁰⁵Aminian, N., Campart, S., & Pfister, E. (2005, September). *Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions—European and Asian Evidence*. In *International Conference at the University of Le Havre* (Vol. 28).

својеврсна апроксимација реалног друштвеног бруто производа (БДП) и за земљу домаћина и за земљу одакле инвестиције потичу. БДП у земљи домаћину представља величину тражње дате земље, док БДП у матичној земљи инвестиционе компаније представља капацитет потенцијалних инвеститора. Раст БДП у земљи домаћину може се посматрати као индикатор развоја и повећати атрактивност земље. С обзиром да је висок раст БДП често повезан са позитивном развојном динамиком у будућем периоду, то имплицира његов позитиван утицај на стране директне инвестиције, а у оквиру њих на мерцре и аквизиције.

Мултинационалне компаније, које су најчешће у улози предузећа-стицатеља у прекограничним мерцерима (аквизицијама), проширују свој глобални домет пласирањем својих производа и брендова на тржишта земаља у развоју. Стратегију наступа на датом тржишту ове компаније морају прилагодити локалним условима и специфичностима, који не само да су различити у односу на резидентну земљу стицатеља, него се и међусобно разликују посматрано са аспекта појединачних националних циљних тржишта²⁰⁶. Оно што привлачи потенцијалне стицатељске компаније јесте брзи економски раст ових тржишта као и очекивани пораст тражње за производима широке потрошње који ова тржишта карактерише. Али исто тако ова тржишта представљају и изазове посебне врсте јер их карактерише мање софистицирано институционално окружење и потреба за формирањем стратегије наступа која ће омогућити стицатељском предузећу да има приступ свим потрошачким категоријама. Улаз на циљно тржиште захтева дефинисање стратегије уласка која ће омогућити приступ локалним ресурсима попут дистрибутивне мреже.

Привлачност земаља у развоју као циљних тржишта приостиче из њихове величине и потенцијалних могућности економског раста, што имплицира да ова тржишта карактерише висока апсорпциона моћ у односу на производе широке потрошње. Meyer & Thu Tran²⁰⁷ наглашавају да и поред ових потенцијално добрих карактеристика економија у развоју, као потенцијална циљна тржишта својим специфичностима упућују стицатеље на одређене ризике и препреке:

²⁰⁶ Meyer, K. E., & Thu Tran, Y. T. (2006). *Market penetration and acquisition strategies for emerging economies*. Long Range Planning, 39(2), 177-197.

²⁰⁷ Meyer, K. E., & Thu Tran, Y. T. (2006). *Market penetration and acquisition strategies for emerging economies*. Long Range Planning, 39(2), 177-197.

- а) нестабилност ових тржишта услед честих институционалних промена (висок економски раст, али и могуће кризне ситуације, што тражи стратешку флексибилност како би се искористиле шансе које ова тржишта пружају);
- б) постојање институционалних празнина смањује ефикасност тржишта и повећава ризик пословања;
- ц) улазак страних инвеститора може довести до промене тржишне структуре што за последицу може имати несигурност за тржишне учеснике.

Neto et all.²⁰⁸ указују да ће раст БДП у будућем периоду омогућити сагледавање економских могућности и потенцијалне профитабилности. Брз економски раст може допринети одређеној нестабилности на тржиштима на којима је оствариван изнад просечни профит за оне инвеститоре који су те шансе препознавали и имали ресурсе да их искористе. Neto et all. даље указују на вероватноћу да раст БДП у претходној години утиче на привредни раст који подстицајно делује на домаћу производњу. То повећава конкурентност и засићеност домаћег тржишта, што ће локалне компаније које ефикасно послују усмерити на инострано инвестирање како би се избегла домаћа конкуренција. Ова тенденција је приметна у великим земљама у развоју као што су Кина и Индија, где брз економски раст изазива забринутост услед понестајања кључних ресурса и инпута за њихову експанзију. Брз економски раст, дакле изазива раст локалне конкуренције и доводи до засићења домаћег тржишта, па се даљи раст реализује путем страних директних инвестиција.

4.3.3 Политичко, институционално и правно окружење

Усмереност на анализу фактора који детерминишу кретање мерцера и аквизиција као стратегија екстерног раста даје адекватан значај и анализирању политичког, институционалног и правног окружења чији параметри представљају својеврстан оквир за доношење одлуке о инвестирању. Hyun & Kim²⁰⁹ указују да институционалне варијабле попут правног и политичког система представљају опредељујућу детерминанту посматрано са аспекта трансакционих трошкова, док ништа мањи значај нема институционално окружење потенцијалне циљне земље инвестирања. Фактори институционалног окружења као што су ниво корупције, ризик отпора односно

²⁰⁸ Neto, P., Brandão, A., & Cerqueira, A. (2010). *The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments*. IUP Journal of Business Strategy, 7.

²⁰⁹ Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). *The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model*. The World Economy, 33(2), 292-310.

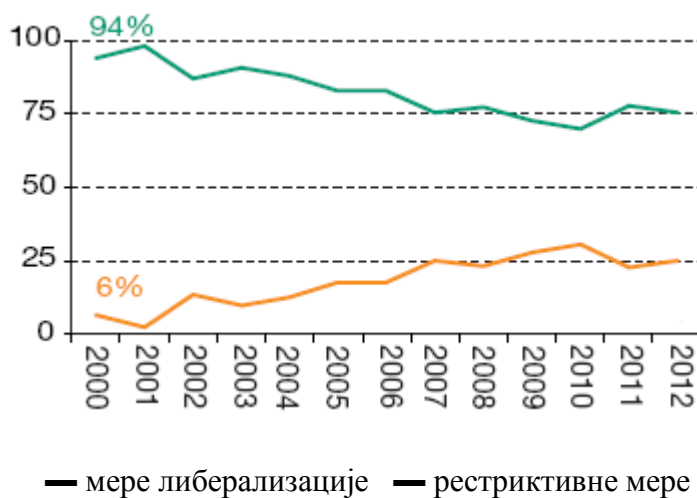
привлачења страних инвеститора, као и законодавна регулатива могу да дефинишу повољно институционално окружење. Уколико инвеститори не располажу ваљаним информацијама о квалитету ових параметара и не инкорпорирају адекватан систем управљања приликом реализације инвестиција, то може имати далекосежне последице на очекиване резултате инвестиционих пројеката.

Прекогранична преузимања представљају сложене трансакције које подразумевају импозантан број учесника који директно или индиректно учествују у ефектима њихове реализације. Поред тога, земља седиште циљног предузећа обавезује учеснике овог процеса правилима понашања која су саставни део њеног законодавног оквира. Информациона асиметрија, као резултат локалног законодавног оквира, може довести стичатељско предузеће да одлуку о преузимању донесе на основу нерелевантних информација. Из такве ситуације проистиче правна несигурност која резултира високим степеном ризика улагања и може представљати значајну баријеру приливу страних инвестиција за посматрану циљну економију. Несавршености и празнине у регулаторном оквиру могу доћи до изражаја и приликом оперативног дела процеса аквизиција. Наиме, несигурност инвеститора и висок степен ризика овог типа инвестиција, могу да се манифестују одлагањем реализације преузимања од стране стичатељског предузећа.

Значај који регулаторни оквир на националном, регионалном па и глобалном плану има код реализације страних директних инвестиција, показују актуелне промене везане за инвестициону политику. Иако је у поскризном периоду дошло до застоја у инвестиционим активностима на светском тржишту, националне економије настоје да одређеним подешавањима инвестиционе платформе привуку стране инвеститоре. Према подацима UNCTAD-а²¹⁰, у 2012. години 53 земље широм света усвојиле су 86 мера пословне политике које се односе на инвестиције што у односу на претходну годину представља повећање регулаторних мера за 30%. Највећи део мера усмерен је на либерализацију инвестиционе политике и стварање повољнијег амбијента за инвестирање, а један део мера има и ограничавајући карактер (слика 7).

²¹⁰ UNCTAD, G. (2013). World investment report, стр. 93-95.

Слика 7: Промене у инвестиционој политици на националном нивоу за период 2000-2012. година (у %)



Извор: UNCTAD, G. (2013). World investment report

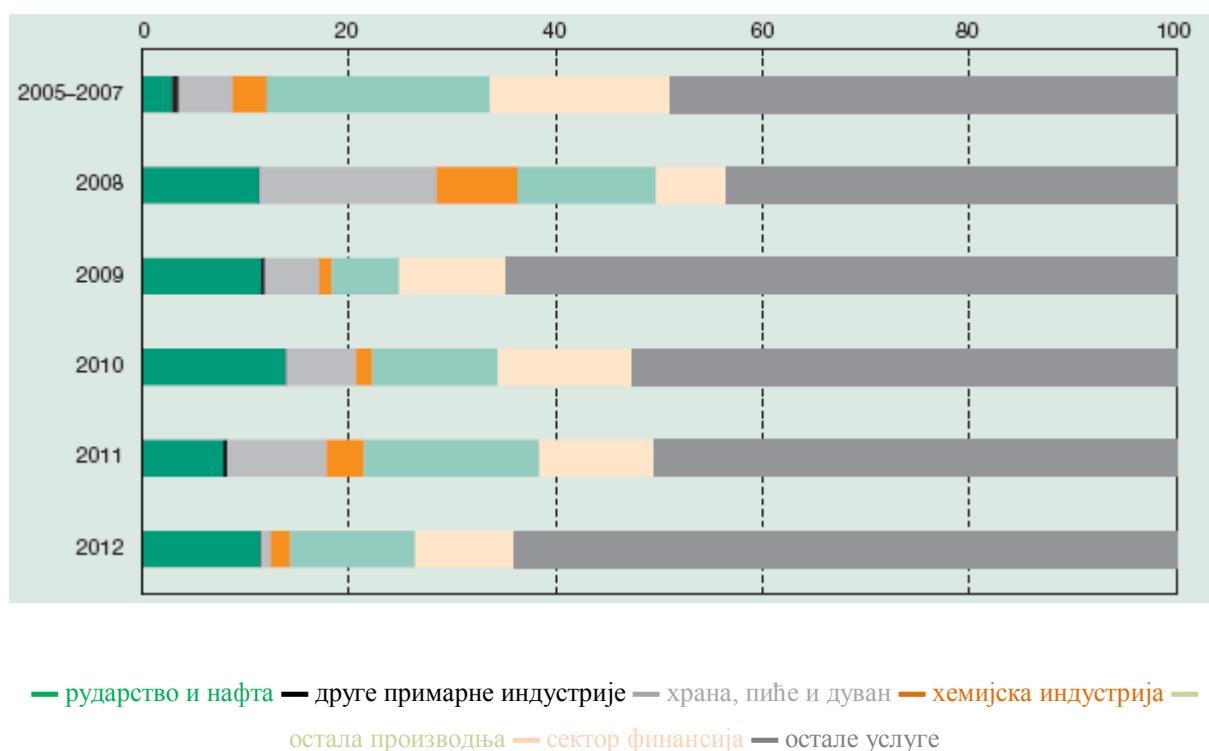
Ограничавајуће мере највећим делом су везане за развијене земље, док се мањи део мера односи на земље у развоју и транзиторне економије. Оно што је занимљиво везано за ове мере јесте да су и подстицајне и ограничавајуће мере секторски усмерене. Мере либерализације усмерене су на сектор услуга (малопродаја, велепродаја, финансијске услуге), док су рестриктивне мере усмерене на стратешке секторе, са нагласком на екстрактивне индустрије. Разлози за овакав однос према стратешким индустријама су вишеструки. *Прво*, политика страних инвестиција у индустријском сектору је преусмерена са промовисања нових грана индустрије на националну заштиту стратешких предузећа и инфраструктуре. *Друго*, одређене економије су поштриле мере националне безбедности и економска становишта у односу на стране директне инвестиције, делом због пораста домаћег инвестирања државних предузећа и независних приватних фондова. И као *трећу* разлог наводи се да је један од пратећих ефеката економско-финансијске кризе реакција владајућих структура националних економија на притисак индустријског сектора у правцу заштите од иностране конкуренције²¹¹.

Интересантно је навести још један моменат везан за креирање инвестиционе платформе националних економија од значаја за динамику међународних мерџера (аквизиција).

²¹¹ Приликом дефинисања рестриктивних мера које су усмерене на привлачење страних инвестиција постоји опасност од њиховог прерастања у протекционистичке мере које могу остварити супротан ефекат од жељеног за све учеснике у овом процесу. Код инвестиционог протекционизма тешко је јасно дефинисати протекционистичке мере међу инвестиционим прописима и дефинисаним ограничењима, па је у циљу обезбеђења економски оправданог протока међународног капитала овај појам потребно прецизно дефинисати. Више о овој теми видети у: UNCTAD, G. (2013). World investment report, стр. 100-101.

Наиме, секторско креирање регулаторног оквира за привлачење страних инвестиција које је директно имало утицај на прекограничне мерцере и аквизиције показује период ових активности од 2008-2012. године (слика 8). Анализом потенцијалних преузимања чија је вредност била од 500 милиона \$ и више, установљено је да је значајан број пословних преговора прекинут због регулаторних проблема (питање конкуренције, ефекат преузимања, политички и фактор националне безбедности). Укупна вредност ових послова износила је приближно 265 милијарди \$, при чему су преговори били прекидани најчешће у прерађивачкој индустрији²¹².

Слика 8: Вредност међународних мерцера и аквизиција реализованих од стране приватних инвестиционих фондова, према секторима за период 2005-2012. година (у %)



Извор: UNCTAD database, www.unctad.org/fdistatistics

Степен заштите инвеститора несумњиво представља веома значајан фактор за одлуку о инвестирању стичатељског предузећа. Неки од параметара који дефинишу заштиту инвеститора јесу: квалитет примене рачуноводствених стандарда приликом креирања финансијских извештаја, законско дефинисање права мањинских акционара, као и њиховог учествовања у управљању предузећем.

²¹² UNCTAD, G. (2013). World investment report, стр. XIX..

Уколико је регулаторни и законодавни оквир земље домаћина адекватно уређен, за очекивати је да ће привући више страних директних инвестиција у односу на друге земље које нуде мање атрактивно окружење за приватне инвеститоре²¹³. Сагласно томе, у добро уређеној земљи логично је за очекивати стварање предузећа која ће бити конкурентна на иностраним тржиштима. Добро уређена земља подразумева адекватно институционално, правно и политичко окружење, а композитни индекс који би обухватио ове специфичне карактеристике указивао би на степен политичке нестабилности, макроекономске и регулаторне политике, владавину права и степен корупције. Ове карактеристике свакако су од значајног утицаја на све облике страних директних инвестиција укључујући и М&А. Овај композитни индекс развијан је и усавршаван од стране бројних аутора, а према методологији који су развили Kaufmann, Kraay & Mastruzzi²¹⁴ он обухвата шест под-индекса који се односе на уређење земље, и то: 1) политичка стабилност и одсуство насиља, 2) ефективност државне управе, 3) квалитет регулаторног оквира, 4) владавина права, 5) контрола корупције и 6) право гласа и одговорност.

Стабилност институционалног и привредног амбијента, биће у емпиријском делу овог рада мерена стопом инфлације, индексом корупције, као и индексом политичког ризика.

4.3.4 Порески систем

Један од врло значајних аспеката конкурентског окружења и атрактивности подручја једне националне економије за страна улагања свакако припада фискалном окружењу, односно пореској политици земље. Овај аспект атрактивности за стране улагаче у зависности је од државних власти и њихових настојања да привуку одређене врсте инвестиција на своју територију. Ове активности су од посебног значаја за транзиторне економије којима је ино-капитал често услов напретка, а некада и опстанка. Основна карактеристика пореског система, посматрано са аспекта привлачења страних инвестиција, јесте укупна мера подстицаја дефинисана у односу на инвеститоре, а којима се укупан ризик улагања умањује, а прилике за остварење више профитабилности увећавају. За транзиторне економије губитак одређеног износа

²¹³ Neto, P., Brandão, A., & Cerqueira, A. (2010). *The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments*. IUP Journal of Business Strategy, 7.

²¹⁴ Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2007). *Governance matters VI: aggregate and individual governance indicators*. World bank policy research working paper, 4280

пореских прихода надокнађује се ефектима које има страни капитал на економски развој земље. Свакако да је потребна одређена усклађеност између трошкова увођења ових подстицаја (пре свега се мисли на трошкове пореске администрације) и изгубљеног износа пореских прихода, као и дефинисање оптерећености коначних носиоца пореског терета.

У ситуацијама када је порески систем земље претежно одлучујућа детерминанта за доношење одлуке о инвестирању, долази до благог пада утицаја тржишних законитости на пословање и до аналогног повећања утицаја државног интервенционизма. То, у крајњем резултату, може довести до неефикасне алокације ресурса, јер одлука о инвестирању није заснована на детерминантама економског типа. У таквој ситуацији, од нарочитог је значаја апсолутна економска оправданост увођења ових подстицаја, с обзиром да позитивно дејство подстицаја свој пуни ефекат даје код инвестиција које су сврсисходне и доприносе економском развоју земље. Насупрот томе, превелика количина дефинисаних подстицајних мера може привући у великој мери шпекулативне инвестиције којима је једини циљ коришћење регулаторних слобода у земљи инвестирања, што може резултирати негативним ефектом на развој земље домаћина.

Атрактивност и значај страних директних инвестиција у актуелним тржишним условима навео је бројне земље у транзицији да своје пакете подстицајних мера усмере углавном према мерџерима и аквизицијама као облику страних директних инвестиција. То свакако представља својеврсну дискриминацију домаћих инвеститора, што код њих доводи до незадовољства и на одређени начин их приморава на потезе који неће бити у интересу њихове националне економије, али јесу у интересу профитабилности њиховог предузећа. Токови домаћег инвестиционог капитала могу бити усмерени ван граница националне економије, што не умањује трошкове пореске администрације, али умањује пореске приходе.

Свака одлука везана за функционисање пореске сфере усложњава порески систем земље што свакако јесте опредељујући фактор за инвеститора. Страни инвеститор у крајњој инстанци жели сигурност са становишта прописа, односно да неће имати проблема приликом реализације склопљеног уговора. Ову сигурност свакако не улива нестабилна политичка ситуација у земљи која за резултат може имати примену великог броја пореских подстицаја, али и константно незадовољство домаћих инвеститора због дискриминаторског односа. У таквој ситуацији дефинисане подстицајне мере у односу

на страног инвеститора неће стварати висок ниво пореске конкурентности за посматрану националну економију, па самим тим ни прилив страних инвестиција неће бити у складу са очекивањима²¹⁵.

Тежину коју има задатак успостављања адекватног пореског окружења једне националне економије додатно усложњава процес глобализације и својеврсно брисање националних граница. Глобално окружење намеће питање пореске конкурентности земље као веома значајно, а раст ове детерминанте преко смањења јавних прихода води смањењу фискалног суверенитета државе у односу на капитал и радну снагу који су укључени у утакмицу међународног нивоа²¹⁶. Проблем додатно компликује чињеница да је фискална сфера простор у коме држава најчешће предузима активности у циљу повећања нивоа конкурентности. Још једна неминовност која је последица глобалног пословања јесте усмеравање великог износа оствареног профита у земље тзв. пореског раја, при чему такав поступак предузећа представља пореску утају. У овим земљама, са једне стране, налази се атрактивност у виду стимулативне пореске политике и загарантованост приватности (не)резидената, а са друге стране неатрактивност у виду корупције и протекционизма. Размак на скали између ова два параметра представља простор деловања привредних субјеката на глобалном тржишту са свим позитивним и негативним ефектима који из тог деловања проистичу.

Екстерно ширење предузећа путем мерџера и аквизиција и међународно кретање радне снаге и капитала суочава стицатељске компаније са различитим националним фискалним суверенитетима, али и бројним погодностима на које су упућени приликом инвестирања капитала. Није спорно да националне економије у циљу привлачења страног капитала жртвују значајан део пореских прихода у виду различитих бенефиција, при чему свака од њих заузима одређено место на скали међународне пореске конкурентности. Концентрација капитала у рукама мултинационалних компанија као стицатељских компанија даје им могућност условљавања инвестиционих активности у односу на поједине економије усмеравањем на пореску сферу. Ова тежња, јачањем пореске конкурентности између држава, некада даје могућност и потпуног избегавања пореске обавезе (примена трансферних цена између повезаних лица, усмеравање капитала у земље „пореског раја“, и сл.). Ови нови, али све присутнији моменти у међународном пословању, довели су до идеје тзв. глобалног опорезивања

²¹⁵ Више о пореској конкурентности видети код Попов Ј. (2011). *Избегавање међународног двоструког опорезивања*. Необјављен магистарски рад, Економски факултет, Суботица, Универзитет у Новом Саду.

као начина да се ублаже последице услед смањења пореских прихода и негативне последице глобализације²¹⁷.

4.3.5 Развијеност финансијског тржишта

Најзначајније функције тржишта капитала односе се на прикупљање и алокацију финансијских средстава, при чему се води рачуна како о интересима даваоца тако и интересима корисника средстава. Финансијске институције, које обављају посредничку функцију између тржишних учесника – давалаца и корисника финансијског капитала, имају задатак да препознају оне пројекте и њихове носиоце – менаџере који имају најпрофитабилније изгледе. Капитал који је доступан на финансијском тржишту је у облику акција или кредита – дугорочних и краткорочних. Степен развијености примарног и секундарног финансијског тржишта опредељује доступност различитих облика финансијског капитала његовим учесницима. При томе, Stiglitz²¹⁸ указује на посебан значај учешћа мултинационалних компанија на финансијском тржишту. Ови привредни субјекти обезбеђују акцијски капитал који има одређене предности у односу на зајмовни: пружа ефикаснију поделу ризика, а мања осетљивост на ризик обезбеђује мању осетљивост на економске шокове и боље функционисање финансијског тржишта.

Један од основних ограничавајућих фактора, а могло би се рећи и најзначајнији опредељујући фактор приликом доношења одлуке о спровођењу стратегије међународног екстерног раста, како за стичатељско тако и за циљно предузеће, јесте расположивост финансијског капитала потребног за реализацију инвестиције тог типа. Са једне стране, недовољност сопственог капитала, а са друге несавршеност финансијског тржишта (посебно у земљама у развоју и у транзицији), дефинишу ограниченост у располагању финансијским средствима, па тиме и могућност раста и развоја компанија.

Посматрано са аспекта земаља седишта стичатељских компанија, константан развој финансијског тржишта доприноси стварању повољнијег окружења и извора потребног капитала за реализацију прекограничних аквизиција. Функционисање тржишта хартија од вредности, као и спремност финансијских институција да склапају кредитне

²¹⁶ Landau report, (2004), preuzeto sa sajta <http://www.diplomatie.gouv.fr/en/IMG/pdf/LandauENG1.pdf>, str. 30.

²¹⁷ Више о идеји глобалног опорезивања видети код Петковић, А. (2010) *Глобално опорезивање у светском окружењу. Утопија или перспектива?*, Школа бизниса 3/2010, стр. 67-74.

аранжмане са приватним сектором, дефинишу њихов финансијски потенцијал и тиме представљају својеврсну одредницу могућности њиховог наступа на светском тржишту. Анализирајући кретања на финансијском тржишту, Hyun & Kim²¹⁹ указују да и политика девизних курсева може бити одредница реализације прекограничних аквизиција. У ситуацији валутне депресијације, реализацију страних директних инвестиција олакшавају нижи трошкови производње у земљи инвестирања. И поред могуће флексибилности коју допушта пословање на различитим националним тржиштима, валутна нестабилност ипак има значајан утицај на доношење инвестиционих одлука.

Значајна одредница успешности у реализацији пословних одлука јесте и ефикасност финансијског тржишта. Информациона асиметрија која карактерише финансијско тржиште може да осујети напоре потенцијалних инвеститора да прикупе потребне информације о пословању циљних компанија и тиме доведе у питање успешност реализације њихове пословне одлуке. Подаци од значаја за доношење одлука, а који долазе са финансијског тржишта, у циљу анулирања ефеката информационе асиметрије морају бити засновани на професионалној основи и уз законодавну регулативу која омогућује висок квалитет финансијских показатеља.

Ефикасност финансијског тржишта се може посматрати као интерна и екстерна. Интерна или ценовна ефикасност даје могућност учесницима да за што краће време и уз што ниже трошкове добију потребне финансијске услуге. Ова ефикасност тржишта циљне економије је значајна за потенцијалног инвеститора јер се разликује по појединачним националним економијама, а даје сигнал о томе каква је законска регулатива, колико је тржиште развијено, показује бројчано стање учесника, као и технолошку, информациону и кадровску оспособљеност. Екстерна или ценовна ефикасност показатељ је брзине реаговања тржишних учесника на ценовне флукуације. Степен ценовне ефикасности тржишта зависи од релевантности информационе подлоге која служи за формирање цене предмета трговања (обично хартија од вредности). На пример, уколико се на тржишту објави информација о проширењу пословања неке компаније уз очекивање пораста профита требало би да дође и до пораста цена њених акција. Уколико су дате информације, на основу којих су инвеститори уложили средства у акције конкретне компаније, засноване на

²¹⁸ Stiglitz, J. E. (1989). *Financial markets and development*. Oxford Review of Economic Policy, 5(4), 55-68.

релевантним показатељима, то ће се у будућем периоду позитивно одразити на принос од акцијског капитала²²⁰.

Несавршено домаће тржиште капитала врло често ограничава могућности компанија да дођу до средстава потребних за финансирање инвестиција²²¹. Развој финансијског сектора у земљи извоза капитала може да обезбеди повољније окружење и омогући компанијама да дођу до средстава потребних за прекограничне инвестиције. Постоје и тврдње да је колапс банкарског сектора у Јапану одиграо значајну улогу у смањењу страних директних инвестиција из Јапана у САД 1990-их година²²², чак и након стављања под контролу утицаја флукуације цена акција и девизних курсева на богатство акционара. Hyun & Kim посматрају берзанску капитализацију (вредност акција на берзи као процентуални део БДП-а) и износе кредита који се од стране банака и других финансијских институција обезбеђују приватном сектору као индикаторе развоја финансијског тржишта. Тржишна капитализација изражава се ценом акција помноженом са бројем акција у оптицају. Кредити које банкарске и друге финансијске институције одобравају приватном сектору су у облику зајмова, откупа власничких хартија од вредности, трговински кредити и други облици финансирања са дефинисаним условима враћања.

4.3.6 Степен развоја хуманог капитала у земљи-седишту циљног предузећа

Економија заснована на знању и улога менаџмента знања у економском развоју, истичу у први план значај развоја људског капитала као главног механизма за стварање и управљање знањем. Овај тренд је опште присутан - на националном, регионалном и глобалном нивоу, па креатори националних економских политика развој хуманог капитала виде као кључ за јачање својих привреда на глобалном тржишту²²³.

²¹⁹ Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). *The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model*. *The World Economy*, 33(2), 292-310.

²²⁰ Вуњак, Н. и Ковачевић, Љ., (2003), *Финансијско тржиште, берзе и брокери – савремени финансијски трендови*, Суботица, стр. 7-8.

²²¹ Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). *The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model*. *The World Economy*, 33(2), 292-310.

²²² Klein, M., Peek, J., & Rosengren, E. (2000). *Troubled banks, impaired foreign direct investment: the role of relative access to credit* (No. w7845). National bureau of economic research.

Ако се посматра однос између нивоа образовања и вештине радне снаге и технолошке активности може се извести закључак да квалификованија радна снага олакшава примену нове технологије. Велики значај који међународни мерцери и аквизиције имају за земље циљног предузећа односи се управо на хумани капитал. Наиме, инострани М&А омогућавају приступ новом знању што доприноси јачању конкурентске предности. Како Yang et al²²⁴ наводе, знање и иновације постају све значајнији у генерисању раста продуктивности и конкурентности, нарочито за мултинационалне компаније које имају потребу усклађивања знања између својих филијала диспергованих по светском тржишту. Управљање знањем у овим компанијама је вишесмерно, јер се одвија хијерархијски између матичног предузећа и филијала, као и између самих филијала. Између мултинационалне компаније (као стицатеља) и циљног предузећа постоји одређена асиметрија знања, чак и када је у питању интеграција хоризонталног типа. Стицатељско предузеће често је веома битан извор знања посматрано са аспекта циљног предузећа, док су предности којима располаже циљно предузеће познавање локалних прилика. Обострана корисност доводи до ублажавања последица које проистичу из асиметрије знања и побољшања конкурентске позиције интегрисаног предузећа.

Транзиторне економије су у великом броју случајева земље – седишта циљне компаније. Карактеристика ових земаља јесте да су оптерећене социјалистичким административним наслеђем, неефикасним људским ресурсима и застарелом менаџерском праксом²²⁵. Ако се узме у обзир и разлика у корпоративној култури између предузећа у овим земљама и стицатељске компаније, закључак је да је управљање филијалом у иностранству много сложеније, укључујући и управљање људским ресурсима. Успешно управљање људским ресурсима страним филијалама у транзиционим земљама захтева разумевање баријера у виду интерперсоналних односа од стране менаџера који су задужени за превазилажење тог проблема.

²²³ Izushi, H., & Huggins, R. (2004). *Empirical analysis of human capital development and economic growth in European regions*. Impact of education and training. Third report on vocational training research in Europe: background report. Luxembourg: EUR-OP.

²²⁴ Yang, Q., Mudambi, R., & Meyer, K. (2007). *Asymmetries between 'traditional' and reverse knowledge flows in multinational firms: A study of acquisitions in transition economies*. Доступно на веб сајту: http://klausmeyer.co.uk/publications/yang_mudambi_meyer_knowledge_transfer070328.pdf

²²⁵ Rozkwitalska, M. (2012). Human Resource Management strategies for overcoming the barriers in cross-border acquisitions of Multinational Companies: the case of multinational subsidiaries in Poland. *Social Sciences*, 77(3), 77-87

Након реализације међународног мерџера (аквизиције) долазе до изражаја разлике у организационом и културолошком сегменту пословања. Запослени у преузетом предузећу могу да се осећају несигурно и да страхују за своје радно место што може створити напету атмосферу у радном окружењу. Негативне карактеристике које преузимање доноси циљној компанији су опадање морала запослених, смањење нивоа задовољства, повећање непродуктивног радног времена, као и грешке у раду. Културолошке разлике могу ометати проток информација и пренос знања што негативно утиче на перформансе мерџера и аквизиција, а то може бити и кључни фактор у процесу социјализације. Проблеми везани за хумани капитал који су узроковани културолошким различитостима између стицатељске и циљне компаније могу добити димензију која постаје главни узрок неуспеха аквизиције.

Степен развоја хуманог капитала, најчешће је у емпиријским истраживања детерминанти меународних мерџера и аквизиција исказан индексом хуманог развоја (*Human Development Index*). Овај индекс се састоји од три под-индекса²²⁶: друштвеног бруто производа по становнику, образовања и писмености и животног века становништва. Здравствене и образовне компоненте овог индекса усмерене су на људски капитал, док БДП по становнику представља меру богатства посматране земље. Овај индекс представља показатељ нивоа развоја људског капитала у посматраној вези, који може да буде у корелацији са страним директним инвестицијама. Степен развоја људског капитала може да буде повезан са креирањем специфичних предности компаније које долазе до пуног изражаја у њеном пословању на међународном плану.

²²⁶ Neto, P., Brandão, A., & Cerqueira, A. (2010). *The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments*. IUP Journal of Business Strategy, 7.

V ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ М&А У СРБИЈИ И ЗЕМЉАМА У ОКРУЖЕЊУ: ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ

У периоду од почетка XX века па до данашњих дана, мерџер (аквизиционе) активности доживеле су експанзију коју у савременим условима карактерише велико занимање инвеститора за улагањем у транзиционе земље. Насупрот занимању стручне јавности за мотивима међународних М&А, детерминанте овог облика екстерног раста предузећа, нарочито када се ради о економијама у транзицији, нису истражене у мери која би омогућила доношење конкретнијих закључака.

Међу студијама које се баве анализом детерминанти међународних мерџера и аквизиција, истичу се истраживања Portes & Ray (2000), Rossi & Volpin (2004), Aguiar & Gopinath (2005), Kamaly (2007), Višić & Škrabić (2010). Анализирајући инвестиционе активности у земљама Источне Азије, Aguiar & Gopinath²²⁷ су довели у везу кризу ликвидности и појачану М&А активност. На примеру ових земаља показано је да је ликвидност економија одиграла кључну улогу у значајном порасту инвестиционих активности и наставку прилива страних директних инвестиција током азијске кризе 1997.-1998. године.

Kamaly²²⁸ анализира макроекономске детерминанте укупних М&А усмерених ка земљама у развоју 1990-их година, и закључује да:

- а) активности међународних спајања (преузимања) показују одређени ниво инерције,
- б) смањење каматне стопе на међународном плану позитивно утиче на ове активности и показује процикличну природу М&А усмерених ка земљама у развоју,

²²⁷ Aguiar, M., & Gopinath, G. (2005). *Fire-sale foreign direct investment and liquidity crises*. Review of Economics and Statistics, 87(3), 439-452.

²²⁸ Kamaly, A. (2007). *Trends and determinants of mergers and acquisitions in developing countries in the 1990s*. International Research Journal of Finance and Economics, 8, 16-30.

- ц) отвореност економија има значајан утицај на М&А активности, али квантитативно њен утицај је минималан,
- д) депресијација домаће валуте снажно утиче на позитиван тренд мерџер (аквизиционих) активности, и овај закључак може објаснити привидну стабилност прилива страних директних инвестиција у ове земље чак и у условима финансијске нестабилности,
- е) као најзанимљивији закључак аутор наводи да висок ниво берзанских активности у земљама у развоју смањује интензитет М&А активности усмерених ка њима.

Rossi & Volpin²²⁹ анализирају детерминанте М&А на глобалном нивоу усмеравајући пажњу на законске и регулативне разлике између земаља. Анализа наведених аутора показала је да је обим М&А активности значајно већи у земљама које примењују међународне рачуноводствене стандарде и имају квалитетнију заштиту акционара. У земљама где је заштита инвеститора на нижем нивоу, мања је вероватноћа реализације преузимања готовинским средствима плаћања.

Овај део дисертације обухвата емпиријску анализу детерминанти иностраних мерџера и аквизиција у Републици Србији и земљама из непосредног окружења: Хрватској, Словенији, Мађарској, Бугарској и Румунији. Циљ истраживања јесте утврђивање да ли мерџер и аквизиционе активности у наведеним транзиционим економијама, које се налазе у различитим фазама развоја и различитим стадијумима прикључивања глобалним токовима капитала, опредељују исти фактори који су карактеристични за глобалне мерџер и аквизиционе активности.

5.1 Опис узорка

Емпиријско истраживање је усмерено ка земљама бивше СФРЈ – Републици Србији, Хрватској и Словенији. Узорак је проширен анализом иностране М&А активности у земљама из окружења - Мађарској, Румунији и Бугарској. Свака од земаља које су део узорка налази се у различитој фази развоја и различитом стадијуму укључивања у светске глобалне токове капитала. Мађарска, Бугарска, Румунија, Словенија и Хрватска су чланице Европске уније, док се Република Србија налази на почетку преговора о

²²⁹ Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). *Cross-country determinants of mergers and acquisitions*. *Journal of Financial Economics*, 74(2), 277-304.

укључивању у ову регионалну интеграцију. Ипак, оно што је свим земљама заједничко, јесте да представљају потенцијално перспективна подручја за стране директне инвестиције. Међутим, како стране инвестиције за долазак у једну националну економију захтевају погодну инвестициону подлогу у виду расположивости ресурса и адекватан законодавно-регулаторни оквир, намеће се закључак да су карактеристике иностраних активности у свакој од земаља из узорка веома специфичне. Такође је занимљиво извршити поређење на који начин се ове активности одвијају посматрано у односу на земље које су активно укључене у светске глобалне токове капитала.

Анализа је заснована на емпиријском истраживању које би требало да укаже на корелациону везу између нивоа иностране мерцер и аквизиционе активности и одабраних детеринанти у десетогодишњем периоду од 2003. до 2012. године. Прва половина анализираних периода представља период који је пружао релативно повољне услове за обављање пословних активности, након чега следи економско-финансијска криза која је имала негативан утицај на пословање читаве светске економије. Крај анализираних периода представља опоравак националних економија од последица кризног периода. Анализирани период, дакле карактерише променљивост услова пословања, па је веома занимљив аспект посматрања како су анализирани земље, сходно степену своје развијености и конкурентности на светском глобалном тржишту, успеле да одговоре на променљиве услове пословања изазване економско-финансијском кризом у тренутку када је путања њихових развојних активности била узлазна, и када се чинило да је пут изласка на тржишни систем привређивања коначно постао изванредан.

а) Економско – политичке прилике у Републици Србији

У процесу транзиције Република Србија (РС) је прошла кроз период веома драматичних и турбулентних промена, како на економском тако и на политичком плану. Бројни проблеми који су пратили пут тржишне привреде РС утицали су на циклични карактер привредног раста, који је остваривао позитиван тренд све до 2009. године и економско-финансијске кризе. У циљу повећања продуктивности и конкурентности на међународном плану, Република Србија спроводи реформе у области фискалне политике и бори се са растом незапослености и спорим економским опоравком. Да би се остварили позитивни резултати потребно је привући и усвојити

нове технологије, што је условљено адекватном подршком пословном окружењу, адекватном радном снагом, институцијама и висококвалитетном инфраструктуром²³⁰.

У циљу привлачења страних директних инвестиција, Република Србија је усмерила значајну пажњу на формирање стимулативног пореског система²³¹. Генерално, порески систем карактеришу ниске пореске стопе. Порез на добит спада у најповољније у Европи (15% за правна лица – у односу на окружење нижу стопу има само Бугарска, и 10% на зараде и приход од самосталне делатности), а порез на додату вредност је нижи него у већини држава Централне и Источне Европе. Порез по одбитку плаћа се по стопи од 20% на дивиденде, уделе у добити, ауторске накнаде и камате, а повољна околност у овом домену јесте велики број уговора о избегавању двоструког опорезивања које је Република Србија склопила са земљама у окружењу а и шире, а који са своје стране доприносе формирању стимулативног инвестиционог окружења. Примена ових уговора страним инвеститорима из земаља уговорница указује на фактор пореске стабилности и извесност начина опорезивања како профита у земљи инвестирања, тако и профита у матичној земљи.

Процес приватизације у Републици Србији спроведен је по методу који је омогућио растући прилив страних директних инвестиција. На овај начин своје учешће на тржишту Републике Србије обезбедили су: Telenor, Phillip Morris, Nacionalna banka Grčke, Lukoil Beopetrol, OTP banka, Alpha bank и др. Посматрано по секторима, највише инвестиција је дошло у секторе телекомуникација, банкарства, нафтну и дуванску индустрију.

Главни извозни производи Републике Србије су челик и производи металне индустрије, прехранбени производи, машине и транспортни уређаји, као и производи хемијске индустрије, док се очекује да ће аутомобилска индустрија све значајније бити заступљена у извозним производима с обзиром на гринфилд инвестицију од стране италијанског Фијата која је реализована уз подршку државе. Главни изазов за Републику Србију у наредном периоду јесте побољшање животног стандарда и економски опоравак уз формирање стабилног фискалног окружења.

²³⁰ <http://www.worldbank.org/en/country/serbia/overview>

²³¹ <http://siepa.gov.rs/sr/index/investirajte/poreski-sistem.html>

б) Економско – политичке прилике у Бугарској

Бугарска је прешла дуги пут од своје турбулентне политичке и економске транзиције до придруживања Европској унији 2007. године. Бугарска је данас средње развијена економија, која броји 7,6 милиона становника и остварује бруто друштвени производ од 6870\$ по глави становника²³². У деценији која је претходила придруживању Европској унији, Бугарска је спровела корените реформе како би обезбедила макроекономску стабилност и привредни раст. Реформе спроведене у области фискалне политике допринеле су да се Бугарска данас посматра као фискално дисциплинована чланица ЕУ, што је веома значајна карактеристика посматрано са аспекта глобалне неизвесности која карактерише савремене услове пословања. Бугарска економија је, посматрано од 2003. године, остваривала брз економски раст, са нивоима раста који су се кретали преко 6% закључно са 2009. годином, након чега следи нагли опадајући тренд узрокован економско-финансијском кризом.

У циљу подстицања инвестиција Бугарска је формирала повољно пореско окружење са пореском стопом од 10% на остварену корпоративну добит. Такође се одобравају пореске олакшице као на пример: пореска стопа од 0% на добит остварену у регионима где влада висока незапосленост, ослобођење пореза на додату вредност (ПДВ) у периоду од две године за инвестиционе пројекте вредности преко 5 милиона евра уз отварање најмање 50 радних места, пореска стопа од 5% на приход од дивиденде а за резиденте ЕУ без опорезивања, и друго. У погледу трошкова рада и других оперативних трошкова, Бугарска је конкурентна у односу на друге земље Централне и Источне Европе.

в) Економско – политичке прилике у Румунији

У последње две деценије Румунија је направила значајан напредак у институционалном развоју остварујући коматбилност развоја са тржишном економијом. Румунија је у 2012. години остварила друштвени бруто производ од 175,9 милијарди долара и стопу раста БДП од 3,3%. Ова земља у 2012. години броји 21,33 милиона становника²³³. Придруживање Европској унији 2007. године била је покретачка снага за реформе и економију. Економско финансијска криза која је погодила светску економију није заобишла ни Румунију, али је у овој земљи криза само убрзала неопходне реформе, које су уз подршку међународних финансијских институција спроведене у здравству,

²³² <http://www.worldbank.org/en/country/bulgaria/overview>

²³³ <http://www.worldbank.org/en/country/romania/overview>

образовању, финансијском и јавном сектору, као и у области социјалног осигурања. Неке од реформи биле су краткорочни одговор на кризу, а неке су биле уграђене у дугорочну стратегију. Међутим, и поред свеобухватног пакета мера које је Румунија спровела на плану макроекономске стабилизације у кризном периоду, ипак је привредни раст кренуо оштром силазном путањом.

Румунија улаже значајне напоре за очување стабилности финансијског тржишта. У енергетском сектору Румуније доминирају предузећа у државном власништву, при чему државни органи примењују мере за унапређење конкурентности, као и привлачење приватног капитала. Румунија је спровела бројне реформе у циљу ефикаснијег преласка на тржишни систем привређивања: изградња институција и реформа државне управе, системске реформе које су обухватале сектор јавних финансија, јавне управе, финансијског сектора, образовања, здравства, социјалну помоћ и социјалну сигурност. Реформе у домену политике имају за циљ да се обезбеди искоришћење предности које доноси чланство у ЕУ у смислу плодотворније сарадње са њеним чланицама, док институционална модернизација има за циљ да омогући побољшање алокације ресурса и коришћење фондова Европске уније.

Према подацима UNCTAD-а, токови страних директних инвестиција који су долазили у Румунију имали су узлазну путању у периоду посматрања све до почетка економско-финансијске кризе када су нагло опали и 2012. године дошли на ниво инвестиција из 2003. године. Са друге стране, инвестирање Румуније у другим земљама је цикличног карактера и креће се од веома ниских до негативних вредности. Мерцери (аквизиције) учествују са око 30% у укупним страним директним инвестицијама.

г) Економско – политичке прилике у Мађарској

Период од 2000. године па све до почетка економско-финансијске кризе за Мађарску је био период остваривања привредног раста који се кретао на нивоу од око 4% годишње. У 2012. години Мађарска броји 9,958 милиона становника²³⁴, и остварила је бруто друштвени производ у износу од 126.7 милијарди долара. У кризном периоду привредни раст добија негативну вредност. Из претежно планске привреде где је већина предузећа била у државном власништву, долази до преласка на тржишни систем

²³⁴ <http://www.internetworldstats.com/europa.htm#hu>

привређивања, при чему приватни сектор добија веома значајну улогу у производњи²³⁵. Мађарска се из бившег Источног блока издвојила као најпрогресивнија земља која се веома брзо интегрисала са глобалном економијом. Чланица Европске уније постала је 2004 године, а потврда значајног напретка у отварању економије јесте високо учешће страних директних инвестиција у укупно оствареној додатој вредности све до периода кризе 2008 године, а што је резултат међународног поверења у економски развој земље.

Неки од кључних сектора који су у значајној мери допринели расту мађарске привреде јесу аутомобилска индустрија, биотехнологија, информациона технологија, електроника. Вредан помена је свакако сектор аутомобилске индустрије који чини око 20% укупне индустријске производње и извоза. Високо продуктивна и квалификована радна снага дала је допринос развоју електронске индустрије. Након 2000. године више од половине страног капитала који је дошао у Мађарску уложено је у сектор услуга који је овде призната дестинација за мултинационалне компаније из области финансијских услуга, рачуноводства и људских ресурса.

Мађарска је и поред економске развијености увек била финансијски осетљива, јер је као земља отворене привреде увек имала висок ниво дефицита, док је половина задужености физичких и правних лица деноминована у иностраној валути. Последица тога је висок ниво осетљивости на промене у глобалној економији, као што је последња економско-финансијска криза. Висока осетљивост мађарске привреде изазвала је подозривост инвеститора у време последње кризе у њену способност да сервисира свој спољни дуг, што је у кризном периоду довело до смањења прилива страног инвестиционог капитала.

д) Економско – политичке прилике у Хрватској

Са еколошког становишта Хрватска представља најбоље очувану земљу у Европи, и располаже великим бројем националних и природних паркова што представља значајан ресурс са туристичког аспекта. Заштита животне средине, којој се у овој земљи посвећује значајна пажња била је један од услова за чланство у ЕУ. Хрватска је бивша република СФРЈ која броји 4,267 милиона становника²³⁶ у 2012 години, а остварила је бруто друштвени производ у износу од 57,14 милијарди долара. Хрватска је постала чланица Европске уније 2013. године. Пре економско-финансијске кризе, Хрватска је

²³⁵<http://www.thomaswhite.com/world-markets/hungary-emerging-economic-power-in-central-and-eastern-europe/>

остваривала привредни раст од око 4% годишње, приходи су удвостручени, а економско-социјалне прилике побољшане, да би кризне године оставиле последице као и на читавој светској економији пре свега негативним процентима привредног раста²³⁷.

Око половине износа спољнотрговинског пословања остварује се у еврозони, пре свега са Немачком и Италијом, и ова зона је извор око три четвртине страних директних инвестиција које долазе у земљу. Банкарски сектор Хрватске карактерише висока концентрација банака које су директно на удару кризе у еврозони. Једна од последица кризе је пораст незапослености, и то у производњи, грађевинарству и трговини, што у комбинацији са ограниченим изгледима за прилив страног капитала не улива баш пуно наде за привредни раст.

Хрватска је у циљу подстицаја инвестиционим активностима пореским наметима оптеретила онај део дохотка који је намењен потрошњи, док је онај део дохотка који је намењен инвестирању у повољнијем положају са пореског становишта, или је чак изузет од опорезивања²³⁸. Као и остале транзиционе економије, у циљу опоравка и обезбеђења привредног раста, Хрватска је настојала да привуче стране инвеститоре. Вредност страног капитала је на релативно задовољавајућем нивоу у односу на величину земље, али као и код свих транзиционих економија постоји проблем структуре инвестиција. Наиме, највећи део инвестиционог капитала је за резултат имао преузимање власничких удела у поступку приватизације, док су стране инвестиције које би упослиле расположиве ресурсе и радну снагу дошле у мањој мери. Оно што представља реметећи фактор за позитивне перформансе страних улагања јесте нестабилност, која уосталом карактерише све транзиционе земље: сталне промене законодавних оквира доприносе нестабилности привредног окржења, па инвестиције које се привуку захваљујући одређеним аспектима конкурентности у својој суштини не допринесу привредном расту, већ краткорочној профитабилности уложеног капитала.

е) Економско – политичке прилике у Словенији

Словенија, као географски најмања република бивше СФРЈ, 2012. године броји 1,996 милиона становника²³⁹ и остварила је бруто друштвени производ у износу од 41,42

²³⁶ <http://www.worldbank.org/en/country/croatia>

²³⁷ <http://www.worldbank.org/en/country/croatia/overview>

²³⁸ Šimović, H., & Mihelja Žaja, M. (2010). *Poticaji u sustavu poreza na dobit u Hrvatskoj i zemljama regije*. Računovodstvo i financije, 56(5), 60-67.

²³⁹ <http://www.internetworldstats.com/europa.htm#si>

милиона долара²⁴⁰. Ова земља има развијену привреду, и туристички веома атрактивне националне и природне паркове. Словенија је чланица Европске уније од 2004. године и прва од земаља бивше СФРЈ која је приступила овој регионалној интеграцији. Остваривала је стабилан, али опрезан напредак у развоју тржишне привреде спроводећи економске реформе, либерализацију трговине, а поред тога има образовану и продуктивну радну снагу. Тренутно је суочена са озбиљном кризом у банкарском сектору која је резултат високог ризика у пословању, ниског нивоа корпоративног управљања и неефикасности контроле²⁴¹. И поред опсежне реформе фискалног сектора још увек није остварена стабилност у овој области, јер се реформа више ослањала на привремене уместо на стратегијске потезе.

У предкризном периоду Словенија је остваривала привредни раст од око 4,5% на годишњем нивоу, да би последице кризе овој путањи дале негативну конотацију. У поређењу са осталим земљама анализираних узорка, Словенија има најниже износе страних директних инвестиција и сразмерно томе и ниске проценте учешћа М&А као једног инвестиционог облика.

Макроекономска стабилност, повољан положај са становишта спољног дуга и успешније приступање ЕУ допринели су да Словенија има најповољнији кредитни рејтинг од свих земаља у транзицији. Словеначка предузећа имају добру традицију тржишне оријентације која је била плодотворна у периоду транзиције, и очитовала се у брзом преусмеравању са бивших југословенских тржишта на тржишта Централне и Источне Европе. Међутим, карактеристика приватизације јесте да су многа друштвена предузећа сада у већинском власништву менаџера и радника²⁴², па тзв. радничко управљање које је карактерисало претходни систем а сада постоји у *траговима*, уноси тешкоће у тржишни систем привређивања. Решење овог проблема може донети повећана конкуренција и евентуална промена власничке структуре.

Привреда Словеније је у великој мери зависна од спољне трговине, при чему се три четвртине спољне трговине одвија са земљама Европске уније и то у највећој мери са Немачком, Италијом, Аустријом и Француском. Висок степен отворености словеначке привреде чини је веома осетљивом на промене економских услова земаља –

²⁴⁰ <http://countryeconomy.com/gdp/slovenia>

²⁴¹ <http://www.oecd.org/economy/surveys/slovenia-2013.htm>

²⁴² <http://globaleledge.msu.edu/countries/slovenia/economy>

најзначајнијих трговинских партнера, као и на промене ценовне конкурентности на глобалном нивоу.

Економско-финансијска криза с почетка 2008. године истакла је у први план неке од основних структурних проблема словеначке привреде. Прилив страних инвестиција допринео би повећању продуктивности словеначке привреде и јачању њене конкурентске позиције. Чињеница је да и поред бројних позитивних карактеристика Словенија има релативно низак ниво страних директних инвестиција посматрано у односу на регион. Велики део привреде и даље је у државном власништву, па стране компаније које желе да послују у Словенији бивају суочене са веома изазовним окружењем. Поступак јавних набавки, иако у складу са прописима Европске уније и већином међународних уговора често карактерише фаворизовање и корупција.

5.2 Опис варијабли

Предмет анализе ове дисертације су одреднице кретања прекограничних М&А активности посматрано са аспекта земаља које настоје да привуку страни инвестициони капитал, дакле са аспекта земаља-домаћина. Специфичности пословног и инвестиционог амбијента анализираних земаља у великој мери су дефинисале независне променљиве које ће бити тестиране и за које је постојала претпоставка да су од утицаја на привлачење инвестиционог капитала у форми мерџера (аквизиција).

Прелазак анализираних земаља на тржишни систем привређивања и бројне реформе које се још увек спроводе у њима, стварају нестабилно политичко и економско окружење, па је била логична усмереност на независне варијабле које такво окружење дефинишу: степен политичког ризика, степен корупције, ниво инфлације, степен хуманог развоја, и у таквим условима остварени укупан бруто друштвени производ, износ тржишне капитализације и степен привредног раста. Анализирани варијабле дефинишу привредно окружење земаља и као такве опредељују резултате предузетих инвестиционих активности, па се полази од претпоставке да свака од наведених варијабли у одређеној мери, појединачно посматрано, дефинише прилив инвестиционог капитала у форми М&А. Као примарна зависно променљива посматра се износ долазећих М&А посматран у односу на остварени БДП *per capita*, а разлог томе је што вредносно посматран прилив страних инвестиција у форми М&А није стварни

показатељ њиховог ефекта на привредни развој анализираних земаља, већ је тај показатељ адекватан када се посматра у односу на остварени БДП *per capita*. Преглед економско-политичких прилика земаља које су предмет анализе показао је да се наведене земље налазе на различитим нивоима привредне развијености, јер су кроз транзициони процес пролазиле у различитим условима и сходно томе остваривале у мањој или већој мери успешне резултате. Поред тога, ове земље се разликују и по својој величини, а то је још један од фактора који захтева да се ефекат прилива међународних М&А инвестиција посматра у односу на укупне резултате изражене у виду БДП *per capita*.

Прилив страних инвестиција у форми М&А у земљама у развоју и транзицији предмет је анализе великог броја аутора, али делом истоветност, а делом различитост добијених резултата, указује да ово подручје пружа широке могућности за истраживање. Генерално, резултати истраживања показују да су инвестиције у форми М&А усмерене према земљама у транзицији, да је прилив ових инвестиција процикличног карактера, али да економско-политичке прилике конкретне земље у одређеном периоду дефинишу висину ових инвестиција.

Kamaly²⁴³ је анализирао прилив М&А у транзиционе економије 1990-их година усмеравањем пажње на макроекономске детерминанте. Kamaly је дошао до следећег закључка да ефекат привлачења М&А настаје као резултат депресијација домаће валуте и ниског нивоа тржишне капитализације, док отвореност привреде нема приметан утицај на привлачење М&А. Дакле, лошије перформансе посматраних варијабли привлаче страни капитал.

Višić & Škrabić²⁴⁴ анализирају европске транзиционе земље, које су на различитим нивоима економског развоја и посматрају одреднице прилива међународних М&А када су ове земље домаћини. Резултати анализе упућују на следеће закључке:

- значајнији утицај и позитивну корелацију са приливом М&А показује стопа раста БДП у односу на БДП *per capita*,
- виши ниво каматних стопа у земљи домаћину утиче на привлачење М&А,

²⁴³ Kamaly, A. (2007). *Trends and determinants of mergers and acquisitions in developing countries in the 1990s*. International Research Journal of Finance and Economics, 8, 16-30.

²⁴⁴ Višić, J., & Škrabić, B. (2010). *Determinants of Incoming Cross-Border M&A: Evidence from European Transition Economies*, International Conference on Economic Modeling - Ecomod 2010.

- позитивну корелациону везу са нивоом инотраних M&A показује и степен корупције у земљи домаћину,
- нижи ниво тржишне капитализације утиче на веће привлачење страних директних инвестиција у форми M&A.

Višić & Škrabić такође изводе закључак да лошије перформансе посматраних варијабли утичу на виши ниво прилива M&A. На први поглед нелогичност наведених анализа упућује на сврсисходност усмеравања пажње на изабране транзиционе земље и посматрање утицаја дефинисаних варијабли на прилив инвестиционог капитала у временском периоду који карактерише оштра промена услова пословања. Почетак анализираних периода карактерише успон привредних активности који затим прекида економско-финансијска криза која погађа целокупну светску економију, након чега следи посткризни период у коме се светска економија опоравља од последица кризе. У оваквим условима, анализирани земље настоје да поново дођу на колосек који обећава раст привредних активности са позитивним ефектима.

5.2.1 Бруто друштвени производ

Један од макроекономских индикатора који показује достигнути ниво развијености привреде свакако је бруто друштвени производ. У табели број 3 представљени су вредносни показатељи бруто друштвеног производа за анализирани узорак од шест земаља – Република Србија, Хрватска, Словенија, Румунија, Бугарска и Мађарска, у десетогодишњем периоду од 2003. до 2012. године. Вредности имају растући тренд све до економско-финансијске кризе, и током 2008. и 2009. године долази до силазног тренда све до краја анализираних периода.

Слика број 9 илустративно приказује ове вредности, и на њој се јасно може уочити издвајање Румуније и Мађарске као земаља са значајно вишим вредностима друштвеног бруто производа у односу на остале земље из анализираних узорка.

Просечна годишња стопа раста бруто друштвеног производа анализираних земаља (Табела број 4) има позитиван растући тренд од почетка анализираних периода па све до економско-финансијске кризе 2009. године када добија негативне вредности у свим земљама из узорка. Остварење привредног раста у периоду 2003.-2008. година за све

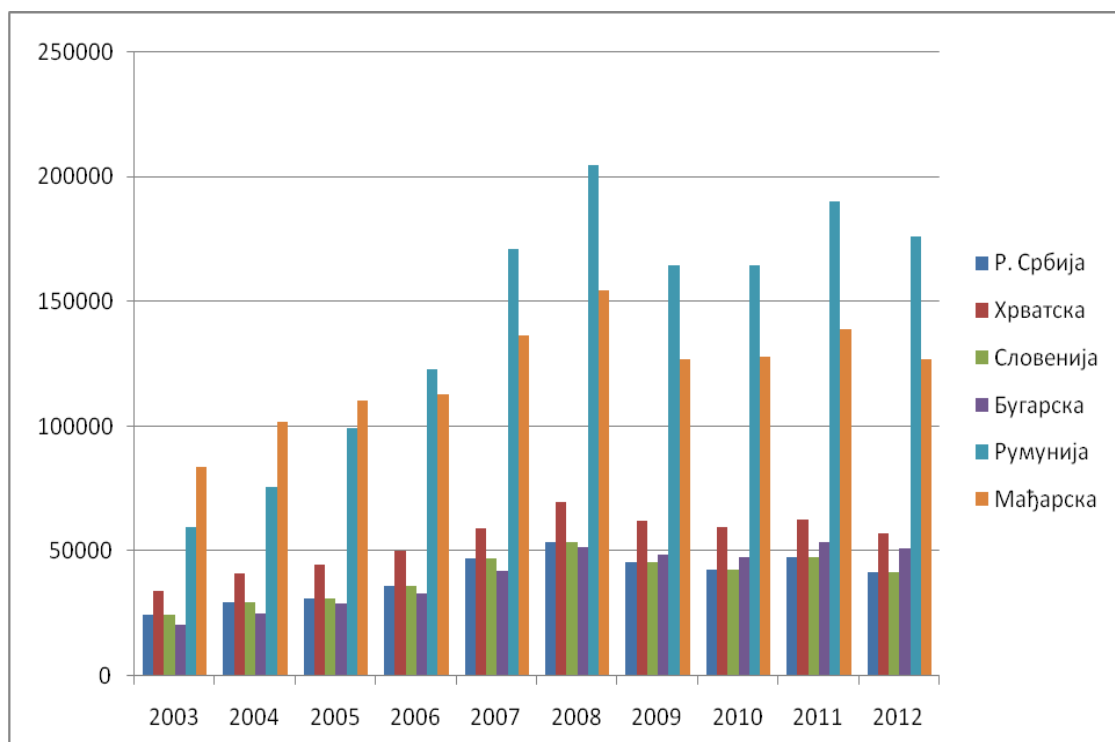
земље говори у прилог позитивног помака у економским и институционалним реформама које су допринеле томе да ове дестинације добијају на атрактивности за стране директне инвестиције.

Табела број 3. Висина БДП по анализираним земљама у периоду 2003-2012. година

Висина бруто друштвеног производа (у милионима долара)										
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	24587	29335	31223	35831	47266	53402	45685	42659	47588	41420
Хрватска	34144	41003	44821	49855	59336	69586	62202	59472	62493	57139
Словенија	24587	29335	31223	35831	47266	53402	45685	42659	47588	41420
Бугарска	20668	25283	28894	33210	42115	51824	48569	47727	53514	50943
Румунија	59466	75795	99173	122696	170617	204339	164344	164436	189776	175985
Мађарска	83538	101926	110322	112533	136102	154234	126663	127967	138714	126785

Извор: UNCTAD, <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>

Слика број 9: Висина БДП у анализираним земљама у периоду 2003-2012. година



Извор: UNCTAD, <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>

Стопе раста БДП анализираних земаља, илустративно приказане на слици број 10, говоре у прилог томе да на привредни раст националних економија, као и стање у укупним привредама, утичу догађаји и релације са ужим и ширим окружењем. Сваку од земаља из узорка пратио је процес преласка са планског на тржишни

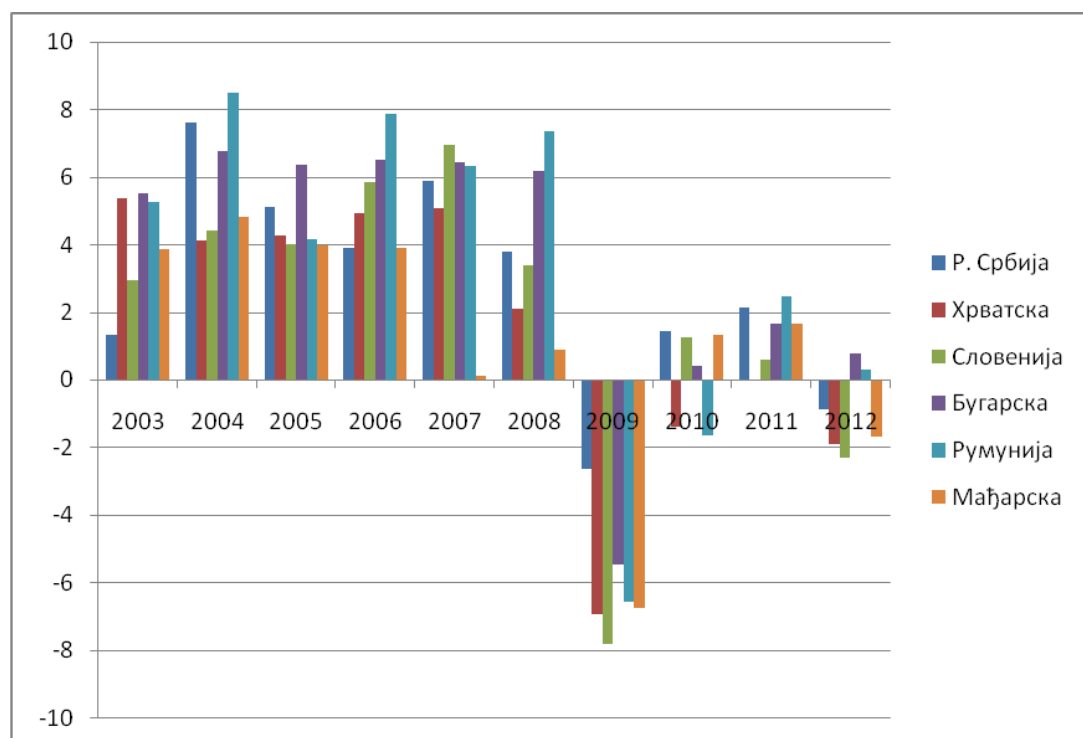
систем привређивања, што је подразумевало бројне структурне промене, политичке промене које је неминовно пратио висок ниво политичког ризика земље, што је све имало утицаја на њихов привредни раст.

Табела 4. Просечна годишња стопа раста бруто друштвеног производа у анализираним земљама у периоду 2003.-2012. година

Просечна годишња стопа раста										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	1.32	7.61	5.12	3.90	5.89	3.80	-2.65	1.42	2.15	-0.88
Хрватска	5.37	4.13	4.28	4.94	5.06	2.08	-6.95	-1.41	-0.01	-1.90
Словенија	2.93	4.40	4.01	5.85	6.96	3.38	-7.84	1.24	0.60	-2.30
Бугарска	5.51	6.75	6.36	6.51	6.45	6.19	-5.48	0.39	1.67	0.78
Румунија	5.24	8.49	4.15	7.87	6.32	7.35	-6.58	-1.65	2.45	0.30
Мађарска	3.85	4.80	3.96	3.90	0.11	0.89	-6.77	1.32	1.65	-1.70

Извор: UNCTAD <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>

Слика 10: Просечна годишња стопа раста БДП у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године



Извор: UNCTAD <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>

БДП једне националне економије, као најсвеобухватнија мера њене производње добара и услуга, указује на ниво привредног развоја земље, што инвеститорима шаље одређени

сигнал о исплативости улагања на њеној територији. Виши ниво БДП говори да земља остварује задовољавајући ниво привредних активности и да се може очекивати позитиван резултат инвестирања. С обзиром да је профит крајњи циљ инвестиционих улагања, логично је очекивати да ће национална економија која остварује задовољавајући ниво БДП бити привлачна за инвеститоре који желе да инвестирају у форми М&А са циљем профитабилног пословања у што краћем периоду.

5.2.2 Индекс политичког ризика

Веома важна компонента укупног ризика једне националне економије свакако је њен политички ризик, при чему овај показатељ има посебан значај за транзиционе економије. Процена политичког ризика на међународном плану врши се од стране Агенције за процену политичког ризика – PRS – *Political Risk Services*²⁴⁵. Процена политичког ризика земље захтева детаљно и темељно истраживање различитих фактора од утицаја (стабилност владе, социјално-економски услови, профил инвестиција и инвестирања, интерни и екстерни конфликти, ниво корупције, утицај војске у политици, религијске и етничке тензије, поштовање устава и закона, демократска одговорност и квалитет бирократије и администрације).

Према извештају Мултилатералне агенције за гарантовање инвестиција (*Multilateral Investments Guarantee Agency – MIGA*)²⁴⁶ за 2012. годину, тешки услови са којима се суочава светска економија и неизвесност која порекло има углавном у проблемима евро зоне, наводе владе националних економија да одређеним акцијама ублажавају турбуленције на финансијским тржиштима што повећава забринутост инвеститора у погледу рефлексија тог утицаја на приватни сектор. Генерално посматрано, регулаторне промене које се односе на формирање инвестиционе климе једне националне економије могу изазвати несигурност и допринети повишеној перцепцији политичког ризика од стране потенцијалних инвеститора.

Глобални систем пословања мултинационалних компанија, као најзначајнијих светских инвеститора који одликује међусобно повезан ланац регионалног и глобалног снабдевања, посебно је осетљив на политички ризик, јер поремећаји на овом плану могу изазвати огромне губитке у пословању. Иако је последњих неколико година

²⁴⁵ <http://www.prsgroup.com/ICRG.aspx>

²⁴⁶ <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/15504/80511.pdf?sequence=1>

највише пажње усмерено на економско-финансијску кризу и њен утицај на токове страних директних инвестиција и глобалну економију, очекује се да политички ризик поново буде један од најбитнијих разлога за забринутост инвеститора како у развијеним тако и у земљама у развоју²⁴⁷. Политички ризик се сматра једном од најзначајнијих препрека за инвестициона улагања.

У табели број 5 дати су бројчани показатељи вредности индекса политичког ризика за анализирани узорак од шест земаља у десетогодишњем периоду, на основу којих можемо закључити да не постоје значајне разлике између анализираних земаља са аспекта политичког ризика. Другим речима, природно је очекивати да земље које спроводе бројне реформе у циљу преласка на тржишни систем привређивања карактерише степен политичког ризика који значајно утиче на одлуку инвеститора о дестинацији за улагање капитала.

Табела 5. Индекс политичког ризика

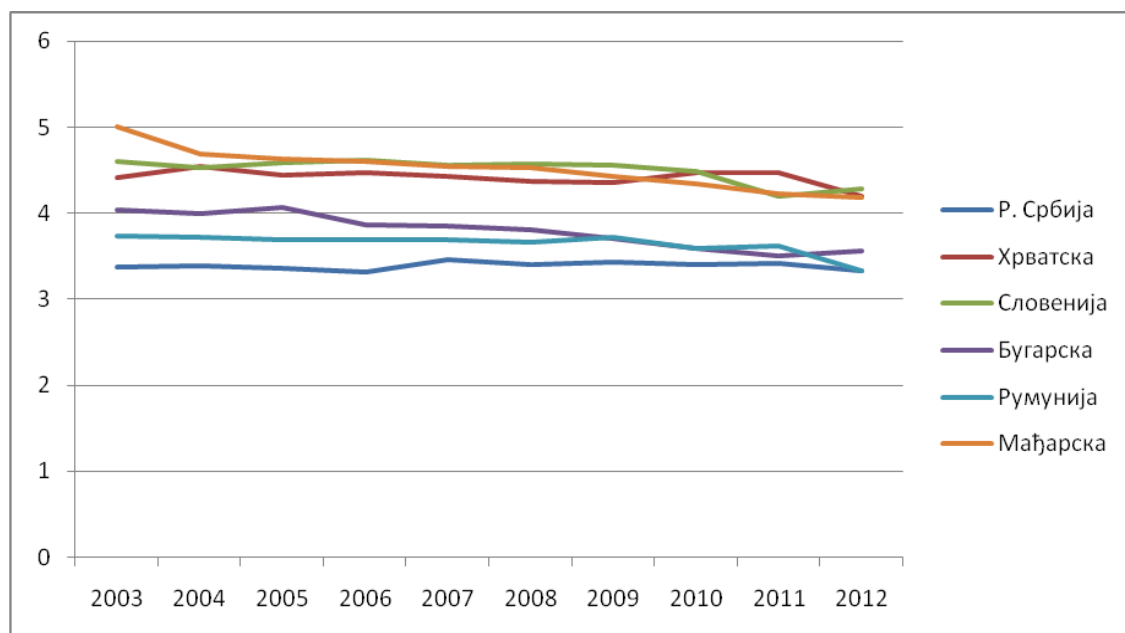
Индекс политичког ризика										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	3.37	3.39	3.36	3.32	3.46	3.40	3.43	3.40	3.42	3.34
Хрватска	4.41	4.54	4.44	4.47	4.43	4.37	4.35	4.46	4.46	4.19
Словенија	4.60	4.53	4.58	4.61	4.55	4.57	4.56	4.48	4.20	4.28
Бугарска	4.04	3.99	4.07	3.87	3.85	3.80	3.71	3.59	3.50	3.56
Румунија	3.74	3.72	3.69	3.70	3.70	3.67	3.72	3.60	3.63	3.33
Мађарска	5.00	4.69	4.63	4.60	4.54	4.52	4.42	4.34	4.22	4.18

Извор: <http://www.prsgroup.com/PDFS/PRSIndex.pdf>

Слика број 11 илуструје вредности индекса политичког ризика приказане у табели број 5. Ако посматрамо путању вредности за сваку појединачну земљу, закључујемо да у десетогодишњем периоду није било значајнијих активности које би допринеле квалитативном побољшању овог фактора. Наиме, све анализиране земље имале су блага одступања на годишњем нивоу у позитивном или негативном смеру, али драстичнијих померања вредности није било. Период економско-финансијске кризе од 2007. до 2008. године такође није узроковао значајније промене вредности овог индекса.

²⁴⁷ World Investment Report 2011.

Слика 11: Индекс политичког ризика



Извор: <http://www.prsgroup.com/PDFS/PRIndex.pdf>

Политички ризик је резултат нестабилне економско политичке ситуације једне националне економије који је нарочито карактеристичан за земље у транзицији. Ове земље, спровођењем бројних структурних реформи у циљу преласка на тржишни систем привређивања настоје да постигну одређену стабилност у циљу привлачења страног инвестиционог капитала који представља услов њиховог раста и развоја. Нижи ниво политичког ризика доприноси стабилности инвестиционог окружења и сходно томе требало би да директно утиче на висину прилива страних инвестиција у форми М&А.

5.2.3 Тржишна капитализација

Тржишна капитализација (*market capitalization*), као производ броја свих акција предузећа којима се тргује на берзи и њихове тржишне цене, важан је индикатор величине и промета на берзи. То је веома значајан показатељ за инвеститоре јер даје могућност сагледавања повраћаја уложених средстава, као и перцепцију ризика улагања. Табела број 6 садржи вредносне показатеље тржишне капитализације анализираних земаља из узорка у десетогодишњем периоду. Подаци указују да најниже вредности тржишне капитализације имају Словенија, Бугарска и Република Србија. Такође, у скоро свим анализираним земљама уочава се тренд пада вредности тржишне капитализације током последње три године анализираних периода.

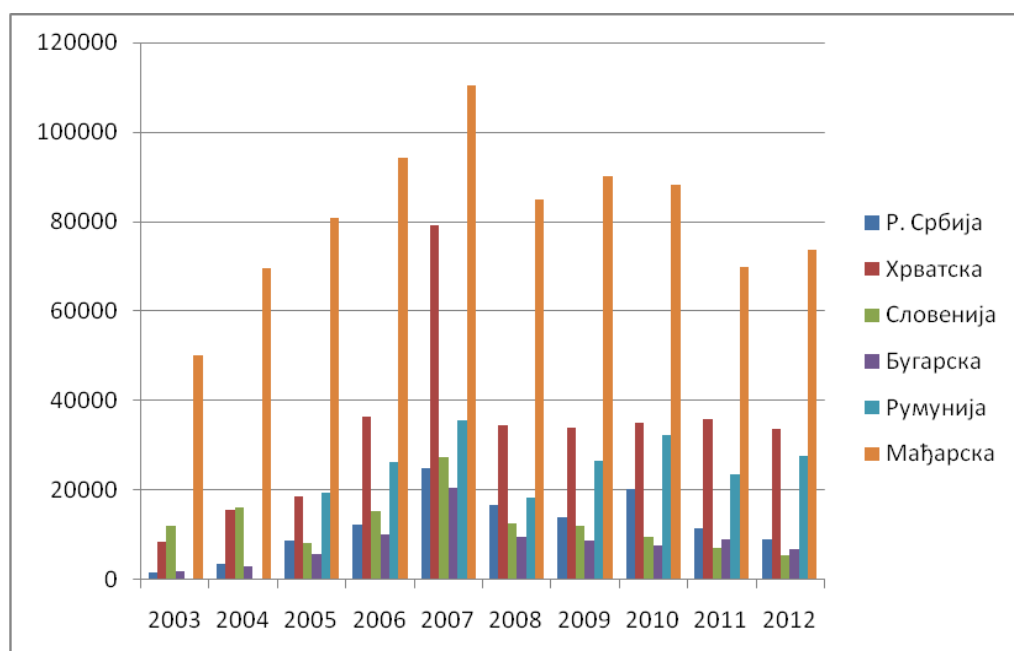
Табела 6: Тржишна капитализација у анализираним земљама у периоду 2003.-2012. година

Тржишна капитализација (у милионима долара)										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	1417	3281	8523	12070	24688	16437	13818	19982	11146	8815
Хрватска	8262	15309	18468	36159	79017	34339	33723	34768	35595	33519
Словенија	11822	15890	7925	15165	27054	12455	11803	9317	6783	5129
Бугарска	1755	2804	5365	9831	20312	9370	8412	7290	8850	6456
Румунија	0.37	1.05	19264	26118	35323	18253	26342	32241	23242	27335
Мађарска	50022	69534	80866	94258	110435	84865	90020	88026	69823	73479

Извор: Сопствени прорачун аутора на основу података преузетих са сајтова берзи анализираних земаља²⁴⁸

Као што се на слици број 12 може јасно видети, једина земља у анализираним узорку која има значајно више вредности тржишне капитализације јесте Мађарска, која се, и поред благо силазне путање од почетка економско-финансијске кризе 2008. године у значајној мери издваја од осталих земаља.

Слика 12: Тржишна капитализација анализираних земаља у периоду 2003-2012. година



Извор: Сопствени прорачун аутора на основу података преузетих са сајтова берзи анализираних земаља²⁴⁹

²⁴⁸ http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/1953, <http://zse.hr/default.aspx?id=44325>, , <http://www.bvb.ro/TradingAndStatistics/GeneralStatistics.aspx>, <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595>, <http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReportsOfIssuers>, <http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReports>, http://bse.hu/topmenu/trading_data/stat_hist_download/periodical_statistics/stat_fig.html?pagenum=13

Тржишна капитализација као показатељ величине компаније и берзанског тржишта пружа инвеститорима веома значајне информације везане за кретање цена акција. Како инвестирање у форми М&А у својој суштини представља власничко реструктурирање, новим акционарима-власницима веома је битна информација везана за могућност увећања њиховог уложеног капитала. Очекује се да постоји веза између тржишне капитализације као варијабле и износа долазних М&А јер би позитивне вредности овог показатеља требало да доприносе увећању вредности уложеног капитала чиме се омогућује инвеститорима да остваре профитабилно улагање.

5.2.4 Индекс хуманог развоја

Индекс хуманог развоја (*енгл. Human Development Index*) је показатељ којим се прате просечна остварења у националним економијама по три основна елемента у људском развоју:

- 1) дуг и здрав живот, мерен према животном веку од рођења,
- 2) ниво знања, мерен писменошћу становништва, и
- 3) ниво стандарда живота, мерен бруто друштвеним производом по становнику.

На одређени начин овај индекс може да дефинише потенцијал за раст једне националне економије. Наиме, ако земља располаже значајним људским капиталом, а то надопуњује правим одабиром макроекономских политика, то може резултирати привредним растом у разумно кратком року²⁵⁰. Са друге стране, ако једној земљи недостаје људски капитал потребно је доста времена да се формира људска инфраструктура као подршка економски одрживом расту.

Вредности индекса хуманог развоја у анализираном узорку земаља за десетогодишњи преиод показује табела број 7, док слика број 13 ове вредности илустративно приказује. Анализирајући узорак земаља показује да највиши ниво хуманог развоја остварује Словенија и припада групи земаља са високим хуманим развојем (од 1-0,800 високи хумани развој). У овој групи су и Хрватска и Мађарска са нешто нижим вредностима

²⁴⁹ http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_/godisnji/1953, <http://zse.hr/default.aspx?id=44325>, , <http://www.bvb.ro/TradingAndStatistics/GeneralStatistics.aspx>, <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595>, <http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReportsOfIssuers>, <http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReports>, http://bse.hu/topmenu/trading_data/stat_hist_download/periodical_statistics/stat_fig.html?pagenum=13

²⁵⁰ Haq, K., (2007). *Human Development Index and Its Relevance for Developing countries*, Speech at the Foreign Service Academy, Feb. 1, 2007.

индекса, док Бугарска, Румунија и Република Србија припадају групи земаља средњег нивоа хуманог развоја (од 0,799 – 0,500 – средњи хумани развој).

Табела 7: Кретање индекса хуманог развоја у анализираним земљама у периоду 2003-2012. година

Индекс хуманог развоја										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија			0.751	0.821	0.76	0.765	0.733	0.767	0.769	0.769
Хрватска	0.841	0.846	0.787	0.867	0.798	0.801	0.765	0.804	0.804	0.805
Словенија	0.904	0.910	0.876	0.892	0.888	0.898	0.898	0.892	0.892	0.892
Бугарска	0.808	0.816	0.756	0.835	0.766	0.773	0.741	0.778	0.780	0.782
Румунија	0.792	0.805	0.756	0.832	0.772	0.784	0.764	0.783	0.784	0.786
Мађарска	0.862	0.869	0.820	0.878	0.826	0.828	0.760	0.829	0.830	0.831

Извор: Извештаји о кретању индекса хуманог развоја за анализиране земље²⁵¹

Слика 13: Кретање индекса хуманог развоја у анализираним земљама у периоду 2003-2012. година



Извор: Извештаји о кретању индекса хуманог развоја за анализиране земље

²⁵¹ http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr_2006_summary_en.pdf,
http://hdr.undp.org/sites/default/files/reports/269/hdr_2009_en_complete.pdf,
<http://data.un.org/DocumentData.aspx?q=HDI&id=327>

Степен развијености хуманог капитала даје свој допринос економском расту националне економије, па квалификованост и образованост радне снаге представља један од параметара који је од значаја за доношење одлуке о инвестирању. Како виши ниво хуманог развоја доприноси стварању повољног инвестиционог окружења, за очекивати је да позитиван тренд развоја овог параметра подстицајно делује на прилив страних директних инвестиција облику мерџера и аквизиција.

5.2.5 Стопа инфлације

Пратећи проблем транзиционих привреда јесте инфлација, која од почетка анализираног периода у свим земљама има циклични карактер. Раст инфлације у 2008. години може се везати за тешкоће у пословању изазване економско-финансијском кризом, али очигледно је да у анализираним земљама проблем инфлације више или мање хронично постоји.

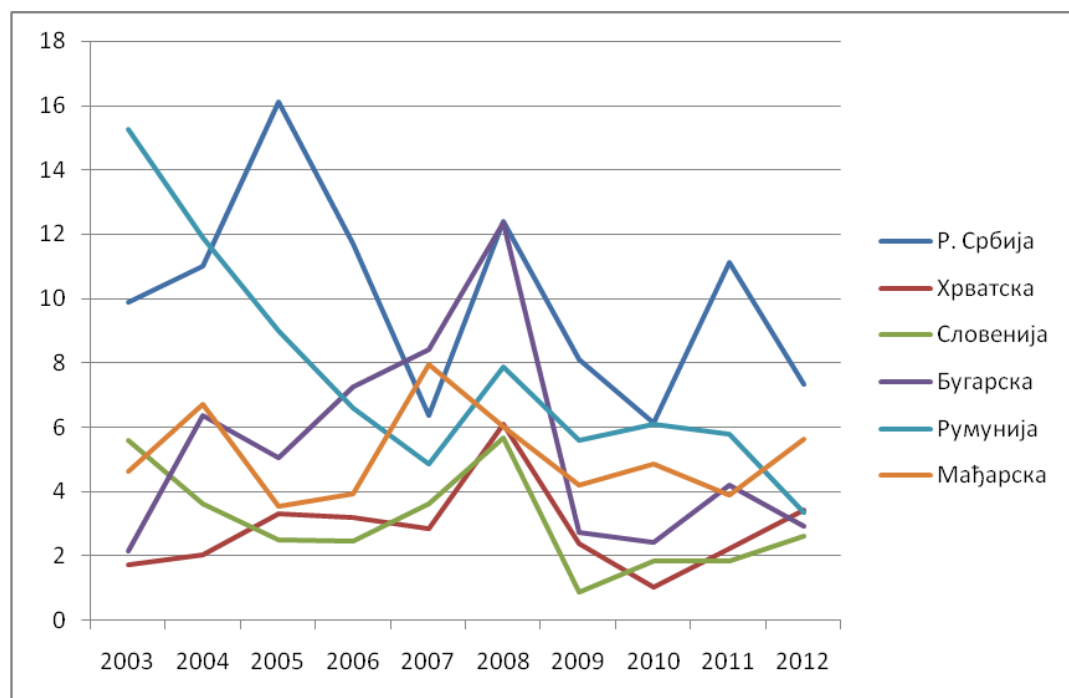
Према вредностима стопе инфлације датим у Табели број 8, које илустративно приказује слика број 14, закључујемо да највеће осцилације у вредностима на годишњем нивоу имају Република Србија, Румунија и Бугарска, док Мађарска, Словенија и Хрватска имају нешто блаже разлике. У односу на 2003. годину, Република Србија има нижу стопу инфлације (9.88% у 2003. години, 7.33% у 2012. години), али у поређењу са осталим земљама из анализираним узорка Република Србија има највишу стопу инфлације, док Словенија има најнижи износ (2.60%).

Табела 8: Кретање стопа инфлације за анализираним земље у периоду 2003-2012. година

Стопа инфлације										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	9.88	11.03	16.12	11.72	6.39	12.41	8.12	6.14	11.14	7.33
Хрватска	1.75	2.05	3.32	3.21	2.86	6.09	2.40	1.04	2.25	3.42
Словенија	5.58	3.59	2.48	2.46	3.61	5.65	0.86	1.84	1.81	2.60
Бугарска	2.16	6.35	5.04	7.26	8.40	12.35	2.75	2.44	4.22	2.95
Румунија	15.27	11.88	8.99	6.58	4.84	7.85	5.59	6.09	5.79	3.33
Мађарска	4.66	6.74	3.56	3.93	7.96	6.04	4.21	4.88	3.90	5.66

Извор: UNCTAD <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=37469>

Слика 14: Кретање стопа инфлације за анализиране земље у периоду 2003-2012. година



Извор: UNCTAD <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=37469>

Инфлација је пратећа појава транзиционих привреда, и опште су познати напори ових земаља у обуздавању инфлационих кретања и опасности да добију широке размере. Висок ниво инфлације генерално штети привредним токовима и негативно утиче на инвестирање како домаћих, тако и страних привредних субјеката. Стога је за очекивати да нижи ниво инфлације у земљи подстицајно делује на привлачење страног капитала у форми М&А.

5.2.6 Индекс корупције

Да би се обезбедио већи прилив страних директних инвестиција адекватну пажњу потребно је усмерити и на решавање проблема корупције. Показатељ нивоа корупције који је присутан у једној земљи јесте индекс корупције (*енгл. Corruption Perception Index – CPI*) који публикује глобална организација за борбу против корупције *Transparency International*²⁵². Овај показатељ одражава степен перцепције корупције у јавном сектору и обухвата различите злоупотребе овлашћења, подмићивања, проневере, нерегуларности приликом спровођења јавних набавки и успешност антикорупционих мера које се спроводе у јавном сектору једне националне економије.

Табела број 9 показује бројчане вредности овог индекса на анализираном узорку од шест земаља у периоду од 2003. до 2012. године, а слика број 15 илустровано показује кретање индекса корупције у посматраном периоду. На скали од 0 (која представља висок степен корупције) до 10 (што значи да је земља некорумпирана) анализирани узорак показује да најбољу позицију има Словенија чија је вредност индекса 2008. године достигла вредност од 6,70. Затим следи Мађарска са највишом вредности индекса од 5,50 током 2012. године, док су остале земље ниже рангиране и још много труда треба да уложи у решавање овог проблема. Ако се узме у обзир да је проблем корупције само један од проблема са којима се боре земље у транзицији, онда је пораст вредности овог индекса који карактерише све анализирани земље (посматрањем вредности са почетка и на крају анализираног периода) охрабрујући.

Корупција је у већој или мањој мери присутна у свим светским привредама, али у транзиционим економијама нарушавањем поверења у институције и јавни сектор може значајно утицати на формирање неповерења од стране инвеститора, смањење инвестиција и тиме директно угрозити привредни раст земље. Због тога се може очекивати да нижи ниво корупционих активности у анализираним земљама доприноси формирању повољног инвестиционог окружења и већег прилива М&А.

Табела 9: Тренд кретања вредности индекса корупције у анализираним земљама у периоду 2003-2012. година

Индекс корупције										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	2.30	2.70	2.80	3.00	3.40	3.40	3.50	3.50	3.30	3.90
Хрватска	3.70	3.50	3.40	3.40	4.10	4.40	4.10	4.10	4.00	4.60
Словенија	5.90	6.00	6.10	6.40	6.60	6.70	6.60	6.40	5.90	6.10
Бугарска	3.90	4.10	4.00	4.00	4.10	3.60	3.80	3.60	3.30	4.10
Румунија	2.80	2.90	3.00	3.10	3.70	3.80	3.80	3.70	3.60	4.40
Мађарска	4.80	4.80	5.00	5.20	5.30	5.10	5.10	4.70	4.60	5.50

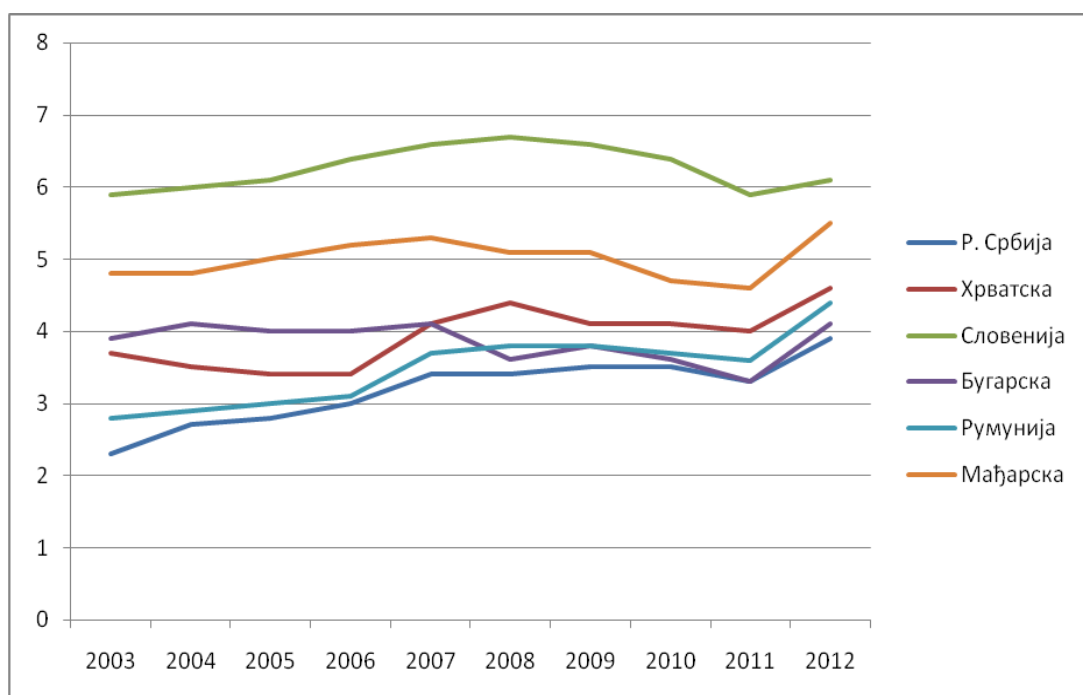
Извор:

http://www.transparentnost.org.rs/index.php?option=com_content&view=article&id=82&Itemid=29,

<http://cpi.transparency.org/cpi2012/>

²⁵² <http://www.transparency.org/cpi2013/results>

Слика 15: Тренд кретања вредности индекса корупције у анализираним земљама у периоду 2003-2012. година



Извор:

http://www.transparentnost.org.rs/index.php?option=com_content&view=article&id=82&Itemid=29,
<http://cpi.transparency.org/cpi2012/>

5.2.7 Стране директне инвестиције

Стране директне инвестиције за земље које прелазе на тржишни систем привређивања имају кључну улогу. Све транзиционе земље карактерише појачан прилив страних директних инвестиција упоредо са преласком на тржишни систем привређивања. Међутим, тај прилив посматрано са структурног аспекта није био најповољнији, јер су прве стране инвестиције углавном биле резултат приватизације државних предузећа. Из тог разлога су изостали дугорочни позитивни ефекти инвестиција и било је јасно да се за такве резултате морају спровести корените реформе, створити одговарајуће институционално окружење, реформа у области пореске политике и бројна друга прилагођавања.

Табела број 10 приказује вредносне показатеље улазних страних директних инвестиција у анализираном узорку земаља за посматрани десетогодишњи период. Иако су све земље пролазиле кроз транзициони процес, очигледно је да нису све остваривале исте резултате. У периоду од 2003. године па све до почетка економско-

финансијске кризе (слика број 16), анализирани земље карактерише раст страних директних инвестиција. При томе се, као земље у које се слила највећа количина страних инвестиција, издвајају Румунија, Бугарска и Мађарска. У Хрватску и Републику Србију је прилив страних инвестиција био на приближно истом нивоу, док се Словенија издваја као земља са најнижим приливом страних инвестиција.

Последице кризе евидентне су код свих земаља из узорка јер 2009. година показује нагли пад страних инвестиција, а Словенија чак има негативан износ овог показатеља. У посткризном периоду примећујемо благи опоравак, који још увек траје за све земље осим за Мађарску која се 2011. и 2012. године значајно издвојила са нивоом страних инвестиција који је далеко изнад осталих земаља. На слици број 16 видимо да су токови страних директних инвестиција у анализирани земље представљени таласима који имају оштре врхове током читавог анализираних периода. Овакви таласи могу бити последица подстицајне и дерегулационе политике владе, ефеката пословног циклуса, реактивног понашања олигопола, шокова на берзи и сл²⁵³.

Табела 10. Стране директне инвестиције – улазне (у милионима долара)

Ниво страних директних инвестиција – улазне (у милионима долара)										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	1360	966	1609	4499	3439	2955	1959	1329	2709	352
Хрватска	2133	1262	1788	3423	5041	6220	3339	432	1502	1251
Словенија	333	827	577	645	1514	1947	-653	359	999	145
Бугарска	2097	3443	3923	7507	12389	9856	3385	1525	1827	1899
Румунија	2213	6517	6483	11366	9921	13909	4844	2940	2523	2242
Мађарска	2137	4654	7709	6790	3951	6325	1995	2163	5757	13469

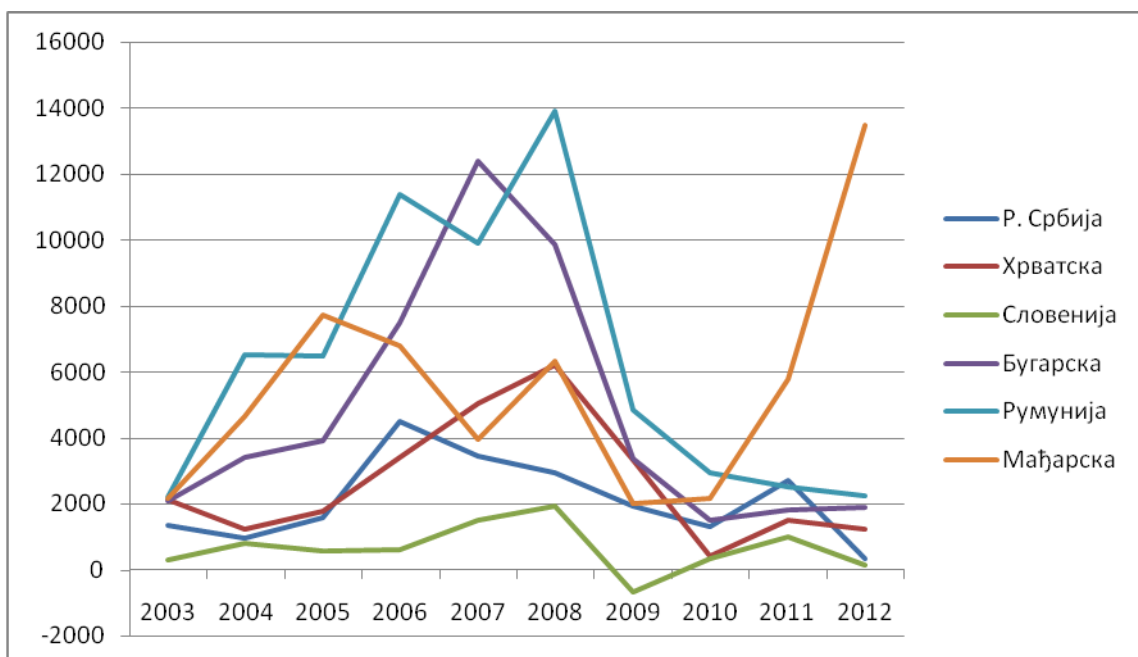
Извор: Извештаји UNCTAD базе података

Вредности међународних мерцера и аквизиција који су реализовани у анализираним земљама исказане су у табели број 11. На основу презентираних података закључујемо да таласи мерцер (аквизиционе) активности у посматраним земљама имају, као и укупне стране директне инвестиције оштре врхове (слика број 17), што говори да су узроци цикличног прилива страних инвестиција истовремено и узроци цикличног прилива М&А као једног од облика страних улагања. Као земља са највећим учешћем мерцера (аквизиција) у укупним страним инвестицијама до 2006. године издваја се

Румунија. Остале анализиране земље имају релативно уједначен прилив ове врсте инвестиција, без драстичних осцилација у вредностима.

Слика 16. Стране директне инвестиције – улазне у анализираним земљама за период 2003-2012. година

(у милионима долара)



Извор: Извештаји UNCTAD базе података

Табела 11. Кретање вредности мерцера и аквизиција (нето продаја) у анализираним земљама за период 2003-2012. година

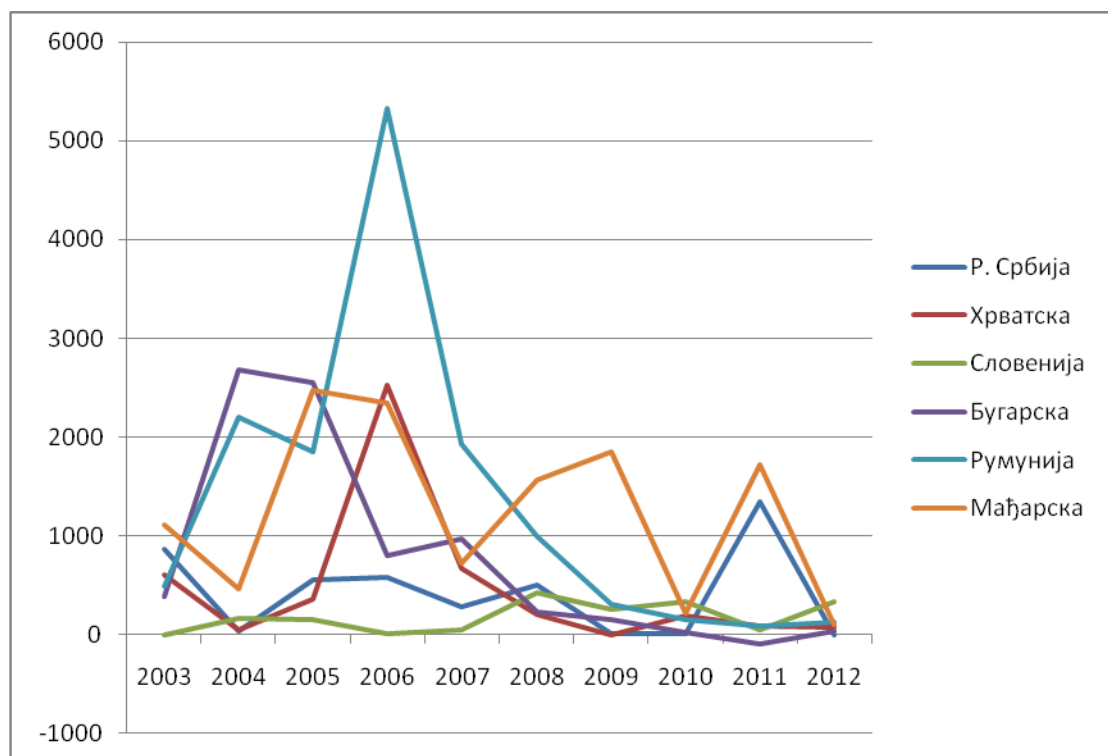
Ниво М&А – нето продаја (у милионима долара)										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	863	38	549	582	280	501	10	19	1340	2
Хрватска	613	51	360	2530	674	204	0	201	92	81
Словенија	1	168	148	15	57	418	251	332	51	330
Бугарска	383	2685	2551	807	971	227	151	24	-96	31
Румунија	493	2200	1851	5324	1926	993	314	148	88	125
Мађарска	1109	453	2470	2337	721	1559	1853	213	1714	96

Извор: Извештаји UNCTAD базе података

²⁵³ Višić, J., & Škrabić, B. (2010). *Determinants of Incoming Cross-Border M&A: Evidence from European Transition Economies*, International Conference on Economic Modeling - Ecomod 2010.

Слика 17. Ниво М&А – нето продаја у анализираним земљама за период 2003-2012.

година



Извор: Извештаји UNCTAD базе података

Значај улазних страних инвестиција је несумњив за економију једне земље, јер оне у великој мери представљају услов њеног привредног раста. Међутим, дужна пажња и одређени значај припадају и излазним страним директним инвестицијама, и у оквиру њих мерџерима и аквизицијама као облицима ових активности. Вредности страних директних инвестиција анализираних земаља (табела број 12), и у склопу њих вредност реализованих мерџера (аквизиција) (табела број 13), показују да иако су све анализиране земље прошле транзициони процес, између њих постоје значајне разлике у степену развијености са становишта ових показатеља.

Као земља са највећим нивоом излазних страних директних инвестиција издвојила се Мађарска (слика број 18), а диференцираност Мађарске у односу на остале анализиране земље најизраженија је у 2011. и 2012. години. Ова земља се издваја из анализираних земаља и по учешћу М&А у укупним инвестицијама у иностранству, с тим да је овај облик екстерног раста значајније био заступљен до 2006 године (слика број 19), након чега долази до пада интензитета ових активности. На овај начин Мађарска се приближава групи развијених земаља, за разлику од осталих земаља из узорка чије су

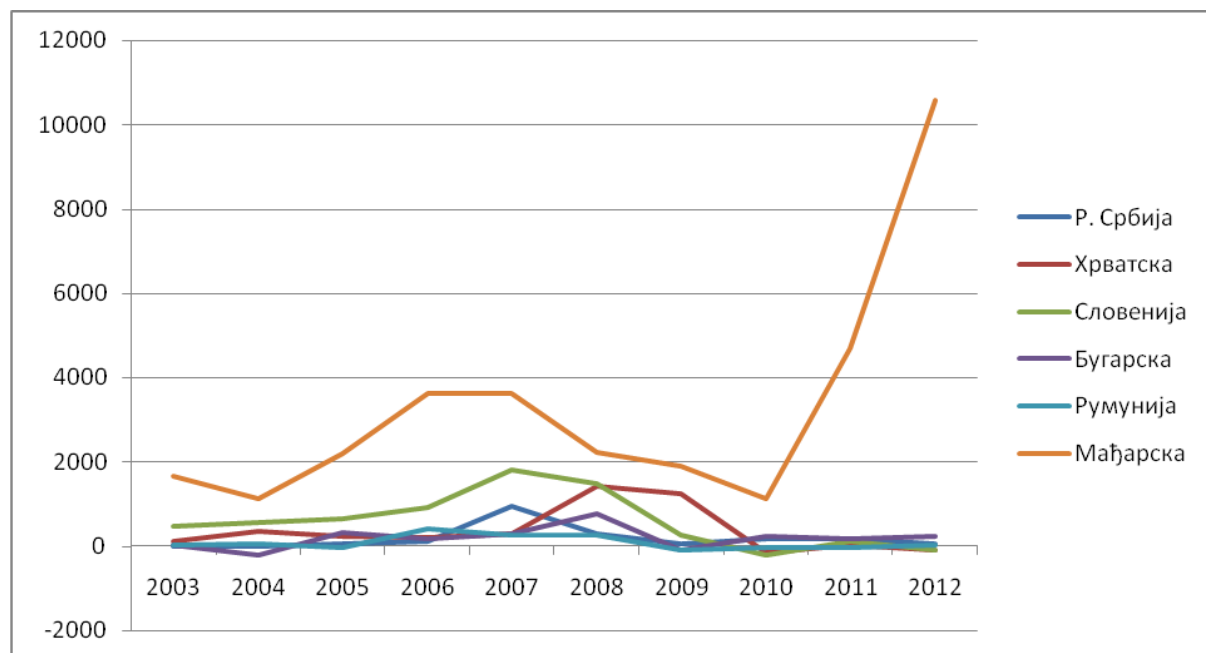
активности овог типа на ниском нивоу, што говори у прилог ниском степену њихове развијености и конкурентности за наступ на глобалном тржишту.

Табела 12. Ниво (излазних) страних директних инвестиција у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године

Ниво страних директних инвестиција – излазне (у милионима долара)										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	0	0	58	112	947	283	52	189	170	54
Хрватска	108	348	237	223	295	1421	1233	-146	30	-99
Словенија	472	551	644	902	1802	1468	260	-211	112	-94
Бугарска	27	-217	306	175	282	765	-95	230	161	227
Румунија	39	70	-30	423	279	274	-88	-20	-33	42
Мађарска	1644	1122	2205	3622	3621	2234	1883	1135	4693	10578

Извор: Извештаји UNCTAD базе података

Слика 18. Ниво (излазних) страних директних инвестиција у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године



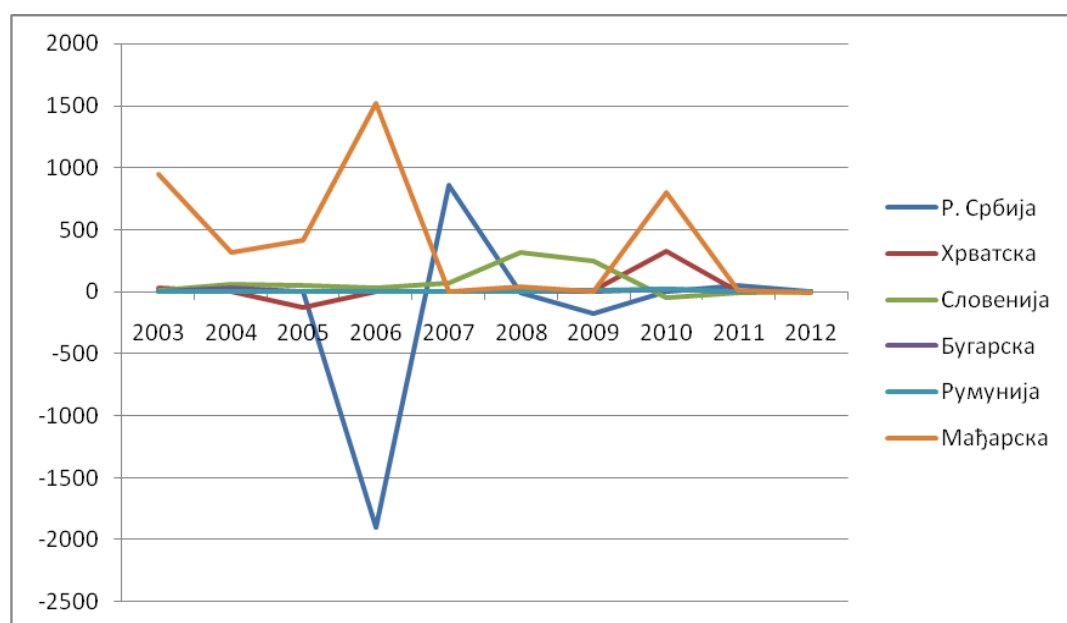
Извор: Извештаји UNCTAD базе података

Табела 13. Ниво мерџера и аквизиција (нето куповина) у у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године

Ниво М&А – нето куповина (у милионима долара)										
Земља	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Р. Србија	23	0	0	-1898	860	-7	-174	0	51	1
Хрватска	32	6	-125	3	0	2	8	325	0	0
Словенија	15	59	47	29	74	320	251	-50	-10	0
Бугарска	0	30	0	0	5	7	2	19	0	0
Румунија	1	0	0	0	0	4	7	24	0	0
Мађарска	949	317	415	1522	1	41	0	799	17	-7

Извор: Извештаји UNCTAD базе података

Слика 19. Ниво мерџера и аквизиција (нето куповина) у у анализираним земљама у периоду од 2003. до 2012. године



Извор: Извештаји UNCTAD базе података

Републику Србију карактерише раст страних директних инвестиција који достиже своју максималну вредност за посматрани период 2006 године. Након тога следи пад ових активности, улазак у период кризе и посткризни период. Износ М&А у укупним страним директним инвестицијама је испод половине њихове вредности, али у посткризном периоду, тачније 2011. године када стране директне инвестиције поново бележе осетни раст, велики део тих инвестиција (преко 50%) односи се на М&А. Нестабилно пословно окружење читавог светског тржишта, као и структурне реформе које Република Србија спроводи поново су узроковали значајан пад инвестиционих

активности у 2012 години. Занимљиво је да 2006. године када се бележи највиши прилив улазних страних инвестиција, излазне инвестиције бележе ниске вредности, а излазни М&А чак имају негативан предзнак. То говори да степен развијености привреде Републике Србије не задовољава критеријуме који воде инвестирању њених привредних субјеката на ино-тржиштима.

5.3 Хипотезе истраживања

Имајући у виду карактеристике напред описаних варијабли, истраживање ће се базирати на следећим индикаторима који се узимају као независне променљиве:

1. *Висина и стопа раста бруто друштвеног производа* које мере величину и стопу раста тржишта земље седишта циљог предузећа;
2. *Стопа инфлације, индекс корупције и индекс политичког ризика* који осликавају стабилност институционалног и привредног амбијента;
3. *Тржишна капитализација* националног тржишта која изражава развијеност финансијског тржишта;
4. *Индекс хуманог развоја*, који мери стопу развоја хуманог капитала у земљи увозници.

У вези са датим независним променљивим, предвиђају се следеће релације са нивоом иностране мерцер и аквизиционе активности као зависно променљивом варијаблом, исказане хипотезама 1-7:

Хипотеза 1: Постоји позитивна веза између тржишне капитализације и прилива капитала по основу међународних М&А.

Хипотеза 2: Постоји позитивна веза између висине индекса политичког ризика и прилива капитала по основу међународних М&А.

Хипотеза 3: Постоји позитивна веза између висине БДП и прилива капитала по основу међународних М&А.

Хипотеза 4: Постоји позитивна веза између стопе раста БДП и прилива капитала по основу међународних М&А.

Хипотеза 5: Постоји негативна веза између стопе инфлације и прилива капитала по основу међународних М&А.

Хипотеза 6: Постоји позитивна веза између индекса хуманог развоја и прилива капитала по основу међународних М&А.

Хипотеза 7: Постоји позитивна веза између индекса корупције и прилива капитала по основу међународних М&А.

5.4 Методологија и резултати истраживања

Узимајући у обзир да су карактеристике земаља-домаћина битне одреднице токова прекограничних мерџера и аквизиција, у овом емпиријском истраживању пажња је, као што је наведено, усмерена на следеће карактеристике потенцијалне земље-домаћина: бруто друштвени производ по глави становника, привредни раст анализираних земаља, тржишна капитализација, инфлација, ниво корупције, политички ризик и ниво развијености људског капитала. Усмереност на карактеристике земље домаћина које су од значаја за привлачење страног капитала резултат је претпоставке да су анализиране земље – Република Србија и земље из окружења - Хрватска, Словенија, Мађарска, Румунија и Бугарска, привреде на различитим нивоима развијености, али са заједничком карактеристиком да су потенцијалне земље - домаћини страног инвестиционог капитала. Свакако да није искључена могућност да анализиране земље наступе у својству инвеститора на глобалном тржишту, али резултати анализе су показали да је у пракси операционализација ових активности на ниском нивоу.

У циљу тестирања напред наведених хипотеза, примењени је фиксни регресиони линеарни модел. Висина међународних мерџера и аквизиција у свакој од анализираних земаља представљена је као функција седам варијабли. Модел (1) као независну променљиву узима апсолутну вредност реализованих међународних мерџера (аквизиција), док се у моделу (2) ова вредност скалира износом остварног бруто друштвеног производа:

$$IM\&A_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{j,t} + \beta_2 GDPgr_{j,t} + \beta_3 MC_{j,t} + \beta_4 INF_{j,t} + \beta_5 CORR_{j,t} + \beta_6 HDI_{j,t} + \beta_7 CPI_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

$$IM\&A/GDP_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 GDP_{j,t} + \beta_2 GDPgr_{j,t} + \beta_3 MC_{j,t} + \beta_4 INF_{j,t} + \beta_5 CORR_{j,t} + \beta_6 HDI_{j,t} + \beta_7 CPI_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

где j представља земљу домаћина ($j=1,2,..,6$) посматрану у временском периоду t ($t=2003, 2004, \dots, 2012$). $IM\&A_{j,t}$ је вредност реализованих мерџера и аквизиција у

земљама из узорка у посматраном временском периоду, $IM\&A/GDP_{j,t}$. вредност реализованих мерцера (аквизиција) у односу на висину бруто друштвеног производа j -те земље у t -ој години, $GDP_{j,t}$ је остварени бруто друштвени производ j -те земље у t -ој години, $GDPgr_{j,t}$ је стопа привредног раста j -те земље у t -ој години, $MC_{j,t}$ је тржишна капитализација j -те земље у t -ој години, $INF_{j,t}$ је стопа инфлације j -те земље у t -ој години, $CORR_{j,t}$ је индекс корупције j -те земље у t -ој години, $HDI_{j,t}$ је индекс хуманог развоја j -те земље у t -ој години, $CPI_{j,t}$ представља индекс политичког ризика j -те земље у t -ој години, а $\varepsilon_{j,t}$ резидуалну грешку .

5.4.1 Дескриптивна статистика

У табели 14 представљена је дескриптивна статистика за сваку променљиву која је обухваћена анализом, исказана минималним и максималним вредностима, средњом вредношћу, бројем посматрања (N), стандардном девијацијом, као и показатељима искривљености (асиметричност) дистрибуције (*skewness*) и спљоштености дистрибуције (*kurtosis*).

Ако посматрамо показатеље искривљености дистрибуције, можемо установити да одређени број променљивих има вредност која је >1 (има позитивну вредност). То значи да су криве ових променљивих асиметричне удесно, и да је присутна већа фреквенција исподпросечних вредности. Чињеница да су у питању укупни прекогранични М&А, износ М&А у односу на БДП, износ БДП и тржишна капитализација говори да већи број земаља које чине узорак остварују ове, веома значајне показатеље пословања у исподпросечним вредностима. Овакав облик криве има и стопа инфлације у посматраном периоду што говори да су анализирани земље улагале значајне напоре у циљу контролисања ове негативне појаве.

Корелационе везе између зависних и независних варијабли приказане су у табелама 15 (где се као зависна варијабла посматра укупан износ прекограничних М&А *per capita*) и 16 (где је зависна варијабла износ М&А у односу на бруто друштвени производ). Већина коефицијената корелације показује слабу корелациону везу између варијабли, али између појединих варијабли та веза је релативно висока. Наиме, у посматраном корелационом односу пожељно је да не постоји корелациона веза између анализираних променљивих већа од 0,6 што се у анализираном моделу јавља у случају корелације између *per capita* бруто друштвеног производа и индекса хуманог развоја, *per capita*

брото друштвеног производа и индекса корупције, као и између *per capita* бруто друштвеног производа и индекса политичког ризика. Ова корелациона веза је релативно висока што ствара проблем мултиколинеарности што је у анализираном случају нежељена карактеристика изабраног регресионог модела.

Табела 14. Дескриптивна статистика за целокупан узорак земаља и десетогодишњи период (2003-2012. година)

	N	Минимум	Максимум	Средња вредност	Стандард. девијација	Искривљ. дистрибу. (<i>skewness</i>)	Сплешт. дистрибуц. (<i>kurtosis</i>)
IM&A	60	-96,00	5324,00	744,7000	990,29647	2,257	6,721
IM&A/GDP	60	-,00179	,10620	,0124548	,01943049	3,181	11,883
GDP	60	20668,00	204339,00	73653,0833	48124,87734	1,192	,257
GDPperCapita	60	2013,67	27015,08	10312,2188	6305,45428	,898	,136
GDPgr	60	-7,84	8,49	2,3692	3,97846	-,843	,242
HDI	60	,73	,91	,8123	,05004	,443	-,979
MC	60	1417,00	110435,00	28113,7947	27742,43118	1,452	1,057
INF	60	,86	16,12	5,6803	3,53227	1,083	,765
CORR	60	2,30	6,70	4,2367	1,16313	,578	-,438
CPI	60	3,32	5,00	4,0432	,47585	-,080	-1,439

Табела 15. Матрица корелације (регресиони модел 1)

	IM&A	GDPgr	HDI	MC(log)	INF	CORR	CPI	GDPpc
IM&A	1							
GDPgr	,351(**)	1						
HDI	,003	,127	1					
MC(log)	,173	-,193	,143	1				
INF	,123	,350(**)	-,434(**)	-,214	1			
CORR	-,240	-,230	,749(**)	,219	-,523(**)	1		
CPI	,042	-,045	,731(**)	,436(**)	-,571(**)	,670(**)	1	
GDPpc	-,236	-,295(*)	,729(**)	,280(*)	-,562(**)	,863(**)	,688(**)	1

** Корелација је статистички значајна на нивоу од 0.01 (2-tailed).

* Корелација је статистички значајна на нивоу од 0.05 (2-tailed).

Корелациона анализа варијабли у ситуацији када се као зависно променљива посматра укупан износ М&А (табела 15) показује мултиколинеарну везу код *per capita* бруто друштвеног производа с једне стране и индекса хуманог развоја, нивоа корупције и нивоа политичког ризика са друге стране. Природа ове везе је позитивна у сва три случаја што говори да растом индекса хуманог развоја, нивоа корупције и нивоа политичког ризика расте и ниво *per capita* бруто друштвеног производа. Свакако да позитивна веза када су у питању ниво корупције и политичког ризика није задовољавајућа, јер овакви односи не доприносе формирању повољне инвестиционе

климе. Позитивна корелациона веза постоји и између нивоа политичког ризика са једне и индекса хуманог развоја и нивоа корупције са друге стране. Статистички значајна веза је и између нивоа корупције и индекса хуманог развоја која је такође позитивне природе.

Табела 16. Матрица корелације (регресиони модел 2)

	IM&A/GDP	GDPgr	HDI	MC(log)	INF	CORR	CPI	GDPpc
MiA/GDP	1							
GDPgr	,371(**)	1						
HDI	-,057	,127	1					
MC(log)	-,254(*)	-,193	,143	1				
INF	,142	,350(**)	-,434(**)	-,214	1			
CORR	-,257(*)	-,230	,749(**)	,219	-,523(**)	1		
CPI	-,030	-,045	,731(**)	,436(**)	-,571(**)	,670(**)	1	
GDPpc	-,337(**)	-,295(*)	,729(**)	,280(*)	-,562(**)	,863(**)	,688(**)	1

** Корелација је статистички значајна на нивоу од 0.01 (2-tailed).

* Корелација је статистички значајна на нивоу од 0.05 (2-tailed).

Статистичку значајност истих варијабли и исту природу корелационе везе показује и табела 16, где се као зависно променљива посматра износ М&А у односу на *per capita* бруто друштвени производ. Овакав однос између посматраних варијабли у већој мери доприноси стварању неповољних инвестиционих околности за анализиране земље, што тражи објашњење које су то детерминанте определиле прилив М&А у ове земље, и да ли су мотиви инвеститора били пресудни. С обзиром да корелациона анализа даје само преглед постојања статистички значајних веза између посматраних варијабли, регресионом анализом утврђујемо њихову квантитативну зависност.

5.4.2 Резултати и дискусија

Вредност М&А посматрано у односу на друштвени бруто производ је зависно променљива која се посматра са аспекта шест анализираних земаља-домаћина у периоду од 10 година (табела 17). Независне варијабле анализираних у моделу су, као што је већ наведено, стопа раста БДП, стопа инфлације, тржишна капитализација, индекс корупције, индекс политичког ризика и индекс хуманог развоја. Анализирани националне економије се налазе на различитим нивоима привредне развијености, и самим тим имају различиту апсорпциону моћ са аспекта прихватања страног капитала у форми мерцера и аквизиција.

Способност анализираних земаља да прихвате страни инвестициони капитал одређена је, према резултатима анализе износом тржишне капитализације, индексом политичког ризика и износом друштвеног бруто производа по глави становника. Анализа која је посматрала као зависно променљиву апсолутни износ укупних иностраних М&А које су дошле у анализиране земље (табела 18), показала је да вредност улазних М&А одређује стопа раста друштвеног производа, износ тржишне капитализације и друштвени бруто производ по глави становника. Међутим, вредност укупног износа М&А независно посматрано није репрезентативан показатељ интензитета ових активности. Ово због тога што исти износ улазних мерцера и аквизиција могу имати земље које се разликују по својој величини (мереној величином тржишта, висином бруто друштвеног производа и сл.), развијености или неким другим карактеристикама, па се не може сагледати њихово стварно учешће и допринос развоју посматране земље. Стога се у раду већи значај даје анализи која као зависно променљиву посматра износ иностраних мерцера и аквизиција односу на остварени друштвени бруто производ.

Табела 17. Резултати регресионе анализе (зависно променљива: вредност међународних мерцера и аквизиција у односу на бруто друштвени производ)

Варијабле	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3	MODEL 4	MODEL 5
β_0	-0,004 (0,064)	0,004 (0,028)	-0,002 (0,062)	0,005 (0,031)	0,0014 (0,027)
GDPgr	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)	0,001 (0,001)
HDI	0,013 (0,092)		0,007 (0,086)		
MC	-0,012** (0,006)	-0,012** (0,006)	-0,012** (0,006)	-0,012** (0,006)	-0,012** (0,006)
CORR	-0,001 (0,004)	-0,001 (0,004)			
CPI	0,018** (0,018)	0,019** (0,008)	0,018** (0,018)	0,018** (0,018)	0,018** (0,007)
GDPpc	-2E-0060** (0,000)	-1E-0060** (0,000)	-1E-0060** (0,000)	-2E-0060*** (0,000)	-1E-0060*** (0,000)
INF				-0,001 (0,001)	
N	60	60	60	60	60
F statistic	3,711	4,533	4,524	4,528	4,730
Probability>F	0,004	0,002	0,002	0,002	0,001
R²	0,300	0,300	0,299	0,299	0,309

*, **, *** указују на значајност од 10%, 5% и 1% у нивоу поузданости. ^a бројеви у заградама изражавају ниво стандардне грешке

Табела 18. Резултати регресионе анализе (зависно променљива: вредност међународних мерцера и аквизиција – нето продаја)

Варијабле	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3	MODEL 4	MODEL 5
β_0	-5549,174 (3325,727)	-2405,792 (1487,261)	-4899,504 (3289,963)	-2646,423 (1637,432)	-2859,401 (1603,195)
GDPgr	57,813 (37,181)	76,218** (32,883)	65,022* (36,789)	78,376** (35,104)	70,167** (32,286)
HDI	5047,191 (4777,564)		3338,679 (4563,170)		
MC(log)	595,346** (314,111)	526,62812* (0,006)	617,858** (314,586)	566,863* (308,687)	554,265* (297,535)
CORR	-252,950 (216,771)	-182,768 (206,566)			
CPI	253,916 (435,832)	445,225 (396,864)	213,653 (435,943)	343,499 (416,9350)	346,247 (376,186)
GDPpc	-,041 (,042)	-0,028 (0,040)	-0,068** (0,035)	-0,054 (0,028)	-0,061** (0,027)
INF				-5,452 (46,177)	
N	60	60	60	60	60
F statistic	3,134	3,530	3,465	3,328	4,238
Probability>F	0,011	0,008	0,009	0,011	0,003
R²	0,266	0,250	0,246	0,239	0,286

*, **, *** указују на значајност од 10%, 5% и 1% у нивоу поузданости. ^a бројеви у заградама изражавају ниво стандардне грешке

a) Тржишна капитализација

Резултати анализе показују да је тржишна капитализација, као независно променљива, статистички значајна варијабла, а негативан предзнак добијених вредности показује инверзност везе: опадањем нивоа тржишне капитализације расте износ долазних инвестиција у виду М&А мерен у односу на бруто друштвени производ и обрнуто. Међутим, када се као независно променљива узима апсолутна вредност реализованих међународних М&А, природа везе између ове варијабле и тржишне капитализације је позитивна и такође статистички значајна у свих пет варијанти анализираних регресионих модела.

Анализирајући детерминанте долазних прекограничних М&А у европским транзиционим економијама, Višić & Škrabić ²⁵⁴ такође указују на негативан утицај тржишне капитализације на интензитет међународних М&А, што на први поглед може

²⁵⁴ Višić, J., & Škrabić, B. (2010). *Determinants of Incoming Cross-Border M&A: Evidence from European Transition Economies*, International Conference on Economic Modeling - Ecomod 2010

изгледати неочекивано. Међутим, за објашњење природе ове релације могу се користити образложења које је дао Kamaly²⁵⁵:

1) успоравање у нивоу активности на берзи у односу са аналогним падом приноса на берзи и депресијацијом цена акција могу створити неке ванредне могућности за инвестирање, посебно када пад цена акција дође до кулминације;

2) у ситуацији када страни инвеститор има тенденцију да инвестира у одређеном индустријском сектору у транзиционој економији, највећа је вероватноћа да ће се одлучити за куповину акција у неком предузећу из тог сектора, а уколико је вредност тог предузећа на ниском нивоу, таква инвестиција се у већини случајева реализује путем мерџера (аквизиције). Такође, већа је вероватноћа да ће се страни инвеститор одлучити да до акција циљног предузећа дође куповином на отвореном тржишту, а не директном понудом предузећу.

Kamaly у објашњењу наводи и предност коју страни инвеститори, по правилу из развијених земаља, остварују овим путем. Наиме, купити фирму у земљи у развоју чија је вредност тржишно потцењена много је исплативије него купити фирму у матичној (развијеној) земљи која има много већу цену. Поред тога, висока цена акција у развијеним земљама омогућује инвеститору да обезбеди много више средстава за инвестирање које може користити за реализацију екстерног раста путем прекограничних М&А.

Hyun & Kim²⁵⁶ такође анализирају тржишну капитализацију као варијаблу од утицаја на висину иностраних мерџера и аквизиција, али са аспекта земље стицатељске компаније. Ови аутори долазе до закључка да раст тржишне капитализације у земљи стицатељске компаније доприноси расту излазних прекограничних М&А, што је у складу са констатацијом да висока цена акција инвеститора у развијеној земљи обезбеђује капитал за инвестирање путем прекограничних М&А.

Ако посматрамо појединачно анализирани земље које чине узорак у овој анализи приметимо потврду закључака које је навео Kamaly. Наиме, највиши износ тржишне капитализације има Мађарска, а након ње Хрватска, док Румунија, Бугарска, Република Србија и Словенија имају знатно ниже износе овог показатеља. Међутим, износ

²⁵⁵ Аутор је у раду анализирао детерминанте прекограничних М&А у земљама у развоју 1990-их година, Kamaly, A. (2007). *Trends and determinants of mergers and acquisitions in developing countries in the 1990s*. International Research Journal of Finance and Economics, 8, 16-30.

долазних иностраних М&А није пропорционално висок у односу на кретање овог показатеља, већ напротив, Румунија која има релативно ниске износе тржишне капитализације има вредност долазних М&А у предкризном периоду (2006. и 2007. године) значајно вишу у односу на остале земље из узорка. У предкризном периоду, Бугарска и Мађарска имају приближан износ долазних М&А, иако им се износи тржишне капитализације у датом периоду значајно разликују.

Може се закључити да хипотеза 1 о постојању позитивне веза између тржишне капитализације и прилива М&А није потврђена, и да је тржишна капитализација у негативној и статистички значајној релацији са нивоом иностраних М&А (мерених у односу на бруто друштвени производ).

б) Политички ризик

Политички ризик као независно променљива показује висок степен статистичке значајности у анализи и та веза између износа М&А у односу на бруто друштвени производ и индекса политичког ризика је позитивна. Позитиван предзнак указује да са падом политичког ризика у анализираном периоду расте ниво долазних прекограничних М&А.

Hyun & Kim²⁵⁷ закључују да фактори политичке природе имају значајне импликације на токове прекограничних М&А, како за земљу домаћина, тако и за земљу стицатељске компаније. Они наводе да стабилност институција и политика отворене трговине у земљи-домаћину, када се ради о земљама у развоју може у значајној мери допринети привлачењу прекограничних М&А из развијених земаља. У том смислу политика земље би требала бити заснована на дугорочној стратегији, а не на краткорочној реформској политици. Višić & Škrabić²⁵⁸ као резултат анализе владавине права и контроле корупције, који су елементи политичког ризика, указују на позитивну корелациону везу и статистичку значајност за привлачење М&А. Како су земље у транзицији које сачињавају узорак још увек у процесу прилагођавања конкурентности

²⁵⁶ Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). *The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model*. *The World Economy*, 33(2), 292-310.

²⁵⁷ Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). *The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model*. *The World Economy*, 33(2), 292-310.

²⁵⁸ Višić, J., & Škrabić, B.(2010). *Determinants of Incoming Cross-Border M&A: Evidence from European Transition Economies*, International Conference on Economic Modeling - Ecomod 2010.

и тржишним условима привређивања, мишљење аутора је да су овакви резултати били и за очекивати.

Релативно висок степен политичког ризика карактеристика је земаља у транзицији, што се и може видети на основу вредности овог показатеља за анализиране земље. Благо силазна путања вредности ове променљиве током читавог посматраног периода карактерише само Мађарску, која се као што смо установили издвојила од осталих земаља у смислу да има веће износе одлазећих инвестиција. Остале земље из узорка не одступају значајније током анализираних година, али се примећује благо циклично кретање.

Земље у транзицији могу превазићи ограничења у виду недостајућих ресурса, извора финансирања, технологије и недовољност домаћег тржишта приливом страног капитала, а када је он у форми М&А онда тај период превладавања ограничења може бити значајно краћи. При томе, страни инвеститори приликом доношења одлуке да инвестирају свој капитал у транзициону економију не морају нужно бити вођени дугорочним развојним циљевима, већ повод могу бити и краткорочни и шпекулативни мотиви. У тим случајевима резултат је експлоатација циљних компанија.

Резултати регресионе анализе, дакле, показују да је хипотеза 2, по којој постоји позитивна веза између нивоа политичког индекса и прилива капитала по основу међународних М&А, на конкретном узорку потврђена.

ц) Бруто друштвени производ

Бруто друштвени производ по глави становника је такође статистички значајан показатељ према резултатима регресионе анализе. Негативан предзнак указује на инверзну везу ове варијабле са износом међународних М&А мереним у односу на бруто друштвени производ. Као и у случају тржишне капитализације, опадањем вредности друштвеног бруто производа по глави становника расте вредност улазних М&А у односу на бруто друштвени производ.

Višić²⁵⁹ је анализирајући М&А у транзиционим економијама у периоду од 1990. до 2010. године закључила да су земље које су имале најниже износе бруто друштвеног

²⁵⁹Višić, J., (2012). *Evidence of Fire-Sale M&A in European Transition Countries*, Managing Global Transitions Volume 10 · Number 4 · 325-340.

производа по становнику (пored највиших каматних стопа и инфлације, најгоре резултате у делу управљања) остваривале највећи прилив страних директних инвестиција у форми М&А, и обрнуто, земље које су имале супротне карактеристике наведених параметара имале су знатно нижи прилив М&А. Та ситуација се у одређеној мери мења од 2010. године, али још увек ниски износи друштвеног бруто производа по глави становника значе већи прилив М&А.

На први поглед резултати ове студије, као и истраживања које је спровела Višić, могу изгледати контрадикторно - лошији параметри у пословном окружењу привлаче виши ниво иностраних М&А. Могуће објашњење је у различитим приступима које земље у транзицији имају када је у питању прелазак на тржишни систем привређивања. Словенију, на пример карактерише највиши износ друштвеног бруто производа по глави становника и најнижи прилив страних директних инвестиција у форми М&А што може бити резултат протекционистичке политике Словеније усмерене на њене банке и предузећа, чиме је она штитила своје привредне субјекте у току транзиционог процеса од „потенцијалне опасности“ зване страни капитал. У сваком случају, анализа земаља у транзицији у наведеном периоду наводи на закључак да земље које су стимулисале инвестициону климу имају нижи ниво долазних М&А, док страни инвеститори експлоатишу неповољно пословно окружење и повећавају своје инвестиције у земљама са ниским нивоом друштвеног бруто производа по глави становника. Након 2010. године ситуација се у одређеној мери мења у смислу да инвеститори полако усмеравају фокус на циљне компаније које су у окружењу здравије инвестиционе климе.

Може се закључити да хипотеза 3 по којој постоји позитивна корелациона веза између per capita бруто друштвеног производа и нивоа иностраних М&А није потврђена на анализираном узорку земаља.

д) Стопа раста бруто друштвеног производа

Регресиона анализа која као зависну променљиву посматра апсолутни износ М&А, као статистички значајну детерминанту показује и стопу раста друштвеног бруто производа (што није случај када се као зависно променљива посматра износ М&А у односу на друштвени бруто производ). Позитиван предзнак добијених резултата говори да повећање стопе привредног раста доприноси расту укупног износа М&А.

Globerman & Shapiro²⁶⁰ указују да брз економски раст може да допринесе настанку поремећаја на улазним и излазним тржиштима у смислу да се створи потенцијална могућност за остварење надпросечног профита за инвеститоре који идентификују могућности и располажу ресурсима који ће им омогућити да их искористе. Стога би економски раст могао имати позитиван утицај на прилив капитала, али негативан утицај на одлив капитала, јер тржиште које се развија не привлачи само стране инвеститоре, већ и домаће фирме усмерава на локално инвестирање. Међутим, резултати ове анализе, као и истраживања Globerman & Shapiro, су показали да економије које остварују брз привредни раст привлаче стране директне инвестиције, што се не мора увек доминантно реализовати у форми мерџера и аквизиција.

Закључујемо да је хипотезом 4 постављена позитивна корелациона веза између ове варијабле и прилива M&A потврђена, и то у случају када се као зависно променљива посматра апсолутна вредност међународних мерџера и аквизиција.

е) Стопа инфлације

Стопа инфлације као независна променљива представља меру макроекономске стабилности и индикатор монетарне политике, и посматрано са аспекта значаја ове променљиве логично је било очекивати њену значајност за привлачење ино-улагања у форми M&A. Међутим, резултати анализе су показали да је утицај стопе инфлације на прилив M&A статистички ирелевантан за посматрани узорак транзиционих економија у анализираном периоду.

У посматраном десетогодишњем периоду анализирани земље су уложиле значајне напоре и успеле да стабилизују ниво инфлације, што са своје стране доприноси стварању повољне инвестиционе климе. Међутим, према резултатима анализе овај фактор није од значаја при доношењу одлуке о инвестирању, а сличне закључке налазимо и у другим емпиријским истраживањима. Višić²⁶¹ је анализирајући опредељујуће факторе који утичу на појачану M&A активност усмерену према транзиционим економијама такође закључила да ова варијабла не утиче на доношење одлуке о инвестирању, иако су транзиционе земље успеле да је доведу до нивоа који доприноси стварању повољне инвестиционе климе. Напротив, у ситуацијама где су

²⁶⁰ Globerman, S., & Shapiro, D. (2005). *Assessing international mergers and acquisitions as a mode of foreign direct investment*. Governance, multinationals and growth, 68-99.

²⁶¹ Višić, J., (2012). *Evidence of Fire-Sale M&A in European Transition Countries*, Managing Global Transitions Volume 10 · Number 4 · 325-340.

вредности ове променљиве биле значајне и доприносиле стварању неповољне инвестиционе климе, долазне М&А инвестиције су бележиле значајне нивое.

Могући закључак који се намеће јесте да степен инфлације у земљи-домаћину као променљива која се независно посматра није статистички значајна за доношење одлуке о локацији инвестиционог капитала у форми М&А јер ова променљива представља само један аспект инвестиционе климе. Поред тога различите анализе показују да стварање повољних инвестиционих услова неће нужно привући страни капитал у форми М&А, већ на ту одлуку утичу и бројни други фактори, пре свега мотиви стицатељске компаније.

Статистичка значајност ове варијабле која је постављена хипотезом 5 није потврђена резултатима анализе. Потврђена је једино негативна природа корелационе везе при независном посматрању утицаја инфлације на прилив М&А.

ф) Индекс хуманог развоја

Хумани капитал представља један од значајних подстицаја економског раста и развоја земље при чему је од значаја да вештина радне снаге одговара нивоу технолошког развоја. Резултат анализе показао је да постоји позитивна корелација између индекса хуманог развоја и прилива М&А у односу на БДП *per capita*, што значи да раст индекса хуманог развоја повећава прилив М&А, међутим ова веза није статистички значајна.

Анализирајући развој хуманог капитала у земљама у развоју Ogunade²⁶² је закључио да ове земље треба да примењују изнијансиран приступ развоју хуманог капитала посматрајући однос вештине радне снаге и ниво технолошког развоја, и у том случају он ће бити фактор конкурентности земље на светском тржишту. Анализирајући однос између хуманог капитала и економског развоја, Appleton & Teal²⁶³ наводе чињеницу да и физички и људски капитал директно утичу на производне способности привреде, али овај однос не може бити најзначајнији. Више се треба усмерити на допринос развоја хуманог капитала развоју укупног физичког капитала и нивоу конкурентности који они дефинишу за националну економију.

²⁶² Ogunade, A. O. (2011). *Human Capital Investment in the Developing World: an Analysis of Praxis*. Доступно на веб сајту: http://www.uri.edu/research/lrc/research/papers/Ogunade_Workforce_Development.pdf

Независно посматрано, индекс хуманог развоја није статистички значајна варијабла за прилив М&А. Иако је природа корелационе везе потврдила постављену хипотезу, закључујемо, као и у случају осталих варијабли које нису статистички значајне, да ниво хуманог развоја представља саставни део инвестиционе климе земље и у том односу даје свој сразмерни допринос, али, изоловано посматрано нема јачину која би навела инвеститоре да доносе одлуке у вези са међународном М&А активношћу. Оно што се може закључити јесте да степен развоја хуманог капитала, као и усклађен однос између вештина којима располаже радна снага и степена технолошког развоја приликом преузимања предузећа, може допринети већој упослености домаће радне снаге, што са своје стране даје одређени допринос укупном привредном развоју.

Резултати регресионе анализе, дакле, показују да хипотеза б, по којој постоји позитивна веза између индекса хуманог развоја и прилива капитала по основу међународних М&А, на конкретном узорку није потврђена.

г) Индекс корупције

Интензитет корупције је мера у којој се јавна моћ користи у приватне сврхе, и обухвата ситне али и крупне корупционе активности. Анализа ове независне променљиве показала је да она није статистички значајна за доношење одлуке о инвестирању када се посматра независно у односу на друге варијабле. Природа везе између индекса корупције и прилива М&А је негативна (виши ниво корупције повлачи виши прилив иностраних М&А), али није статистички значајна на анализираном узорку земаља.

De Beule ²⁶⁴ оцењује да контрола корупције не даје посебно значајне резултате и да ниво корупције у земљи инвестирања за инвеститоре не представља неки значајан проблем. Са друге стране, владавина закона и њихова примена су значајни јер инвеститори желе да њихова инвестиција буде сигурна, као и да могу слободно располагати оствареним профитом. Višić & Škrabić ²⁶⁵ закључују да су владавина права и контрола корупције у статистички значајној и позитивној корелацији, као и да показују позитивну корелацију и за прилив М&А. Међутим, такође указују и на чињеницу да су земље у транзицији које су биле укључене у анализу још увек у процесу прилагођавања

²⁶³ Appleton, S., & Teal, F. (1998). *Human capital and economic development*. African Development Bank Group. Доступно на веб сајту: <http://213.154.74.164/invenio/record/14919/files/appleton-ERP-39.PDF>

²⁶⁴ De Beule, F. (2010). *Locational determinants of internationalization*: доступно на веб сајту: <https://lirias.kuleuven.be/bitstream/123456789/290153/1/Filip>

²⁶⁵ Višić, J., & Škrabić, B. (2010). *Determinants of Incoming Cross-Border M&A: Evidence from European Transition Economies*, International Conference on Economic Modeling - Ecomod 2010.

конкуренцији и тржишним условима привређивања па су овакви резултати и били очекивани.

Ниво корупције је једна од детерминанти инвестиционе климе једне земље и посебно је значајна за транзиционе економије. Поред тога што резултат анализе не показује статистичку значајност ове варијабле, и природа њене везе са приливом М&А не говори у прилог хипотези која је постављена у оквиру дисертације. Закључак да веза између нивоа индекса корупције и вредности улазних међународних М&А није статистички значајна може се објаснити тиме да она представља саставну компоненту инвестиционог амбијента једне земље и сразмерно свом учешћу дефинише политички ризик који опредељујуће делује на одлуке инвеститора. Међутим, када се самостално посматра индекс корупције има негативну корелацију са приливом М&А, а политички ризик – где ниво корупције представља једну од компоненти – насупрот очекивању позитивну корелациону везу. Овај у најмању руку занимљив резултат може се објаснити специфичношћу положаја транзиционих економија који дефинише њихов ниво развијености у условима преласка на тржишни систем привређивања, али и специфичним мотивима инвеститора у ситуацији када су ове земље у улози домаћина за прилив страних директних инвестиција. Резултати емпиријских истраживања великим делом указују да се инвеститори у овом случају воде краткорочним мотивима профитабилности, што са своје стране подразумева прихватање сразмерне висине ризика.

Сходно резултатима регресионе анализе, дакле, хипотеза 7, по којој постоји позитивна веза између индекса корупције и прилива капитала по основу међународних М&А, у конкретном истраживању није потврђена.

ЗАКЉУЧАК

Глобализација светске трговине и стварање јединственог глобалног тржишта интензивирали су инвестиционе активности учесника кроз стране директне инвестиције. Проток инвестиционог капитала на релацији између развијених и земаља у развоју има посебан значај јер је великим делом утицао на повећање нивоа привредне активности економија у развоју и у транзицији, и омогућио овим економијама да постану активни учесници светског тржишта. Погодан облик за реализацију инвестиционих активности у последњих неколико деценија постали су прекогранични мерџери и аквизиције. Бројни су разлози који су историјски посматрано утицали на интензивирање М&А активности. У ситуацији када је услов успешног пословања, али и опстанка на тржишту укључивање у глобалне токове, а време најзначајнији ограничавајући фактор, логична је одлука предузећа да путем спајања и припајања скрате период неопходан за улазак на глобално тржиште. Даље, развој глобалног тржишта пратила су дешавања која су од учесника тражила промену у дотадашњем понашању, а прилагођавање новим захтевима био је услов не само напретка, већ и опстанка на тржишту. Интензиван развој технике и технологије и конкурентност предузећа уско су повезани и приморавају на брзу реакцију у смислу овладавања новим знањима и вештинама како би се обезбедио конкурентан производ.

Стране инвестиције у форми мерџера и аквизиција помажу циљним компанијама из земље увознице капитала да превазиђу многобројна ограничења, као што су приступ финансијским изворима, застарела технологија, zasiћеност/недовољност домаћег тржишта, споро прилагођавање променама тржишних услова. Са друге стране, мултинационалне компаније које се налазе у улози предузећа-стицатеља, су не ретко при реализацији међународних М&А вођене шпекулативним мотивима и остварењем краткорочних циљева. Могући негативни ефекти на инострано циљно предузеће огледају се, у тим случајевима, у распродаји имовине, смањењу броја запослених, slabим пословним перформансама у пост-аквизиционом периоду. Али, ако се пође од тога да мерџери и аквизиције, као облици страних директних инвестиција генерално,

било путем директних или индиректних канала, имају позитиван ефекат на економски развој земље седишта циљног предузећа, циљ креатора политике је развој подстицаја за привлачење ове врсте инвестиција.

Прелазак на тржишни систем привређивања и остваривање привредног раста у земљама у транзицији прати увођење корпоративног управљања, што суочава ове земље са бројним проблемима у овој области чије решавање условљава позитивне ефекте новог начина пословања. Дисперзија власништва као карактеристика тржишног система привређивања, и преношење управљачке функције на менаџерску структуру доноси агенцијски проблем, чије решавање активира различите интерне и екстерне механизме контроле, од којих највећи значај има тржиште корпоративне контроле. Реметећи фактори успешног функционисања овог тржишта су асиметричност информација, ултимативност деловања, као и високи трансакциони трошкови. У мери у којој се успешно превазиђу проблеми контролинга и трошкови контроле држе на одговарајуће ниском нивоу, власницима капитала је обезбеђено профитабилно пословање. Чињеница да је привредни раст било које националне економије практично немогућ без укључивања у међународне токове пословања додатно усложњава наведени проблем.

Институционални инвеститори у потрази за новим изворима профита у циљу скраћења периода повраћаја уложених средстава неретко прибегавају инвестирању путем прекограничних М&А, што земљама у транзицији доноси могућност остварења привредног раста у краћем периоду, али са друге стране намеће и потребу решавања бројних проблема корпоративног управљања, такође у кратком временском периоду. М&А доводе до промена у власничкој структури, а тиме и до промена у корпоративној контроли, које су даље повезане са променама пословних стратегија компанија. Компаније које не одговоре адекватно на изазове које доноси окружење ризикују своју независност, а могуће и опстанак на тржишту.

Историјски посматрано активности М&А су цикличног карактера. Сваки од таласа настао је у складу са нивоом привредних активности датог периода, и стварао обележја у форми настанка монопола, олигопола, конгломерата, доминације пријатељских, непријатељских или стратегијски заснованих преузимања, и омогућавао спремним компанијама да искористе тренутне тржишне околности и екстерним растом повећају своју величину. Ове активности су узроковале настанак бројних стратегија одбране које

су примењивали менаџери компаније или и сами власници, а у зависности од негативних или позитивних резултата потенцијалног преузимања. Улога и значај стратегије М&А као форме екстерног раста преузећа видљива је из последњег таласа ових активности, који од 1995. године, уз јачи или слабији интензитет активности практично траје до данас.

Мотиви прекограничних М&А предмет су истраживања и анализе бројних научних студија. Из различитих ставова стручне јавности који су резултат теоријских и емпиријских становишта, својом значајношћу издваја се дуални поглед на мотиве М&А: са једне стране ове активности су резултат пасивног одговора привредних субјеката на промене које се дешавају у окружењу, док је други аспект посматрања заснован на стратегијском приступу овим активностима, који је опредељен узимањем у обзир бројних субјективних и објективних фактора. Јачање конкурентске позиције и раст тржишног учешћа као мотиви произилазе из потребе прилагођавања променама у глобалном окружењу и условима које диктирају мултинационалне компаније као најзначајнији актери. Остварење синергетског ефекта, ефекти економије обима, смањење информационих и трансакционих трошкова, приступ потребним ресурсима и технологији, превладавање недостатака који произилазе из неефикасности тржишта капитала, такође су мотиви прекограничних М&А. За транзиционе економије М&А имају велики значај јер представљају значајан део укупне активности консолидовања. Један од предуслова за остварење позитивних перформанси М&А свакако је и добар *due diligence* процес. У оквиру овог процес стичатељска компанија анализира све аспекте пословања потенцијалне циљне компаније (финансијски, правни, организациони), као и њене претходне перформансе, чиме се снижава ризик од неуспеха и показују будући изгледи за успех инвестиционог подухвата.

Као значајна форма страних инвестиција последњих неколико деценија издвојили су се М&А које мултинационалне компаније примењују у циљу стицања стратешке имовине, побољшања конкурентске предности и повећања удела на глобалном тржишту. У зависности од услова које диктира спољно окружење и ситуација на светском тржишту, као и од услова који карактеришу потенцијалне циљне економије, стичатељске компаније могу бити мотивисане краткорочним циљевима остварења профитабилности, или дугорочним стратешким циљевима у односу на циљну економију. У зависности од преференција једног или другог циља, по свему судећи стичатељске компаније се опредељују за инвестициону локацију. Велика је вероватноћа

да би нормални услови пословања дали приоритет дугорочној стратешкој оријентацији која би донела дугорочну профитабилност и корист и стицатељској и циљној компанији. Међутим, када су циљне земље транзиционе економије, које карактерише велики број предузећа у друштвеној својини, бројни проблеми макроекономске природе који ометају привредни развој и хронични недостатак капитала који је нужно надоместити привлачењем страних инвестиција, тада је ситуација значајно другачија.

Неспорно је да стратешки приступ реализацији екстерног раста мултинационалних компанија путем М&А може донети позитивне резултате и стицатељској и циљној компанији. Дугорочна оријентација и усмереност на раст и развој аквизираног предузећа доносе и дугорочну профитабилност. Са друге стране, одрживи привредни раст транзиционих економија, које сада већ нису у почетној фази транзиције, треба да буде утемељен на здравој инвестиционој клими која ће поред страних успети да анимира и домаће инвеститоре. Можда би таква ситуација резултирала доминацијом других облика страних инвестиција као што су гринфилд или заједничка улагања, али сигурно је да би и М&А у таквом привредном окружењу донели профитабилне постаквизиционе периоде.

Аспект посматрања детерминанти прекограничних М&А, што је и тема ове дисертације, говори да се, као резултат бројних емпиријских истраживања издвајају три групе опредељујућих фактора: (1) фактори на нивоу предузећа – који обухватају мултинационална искуства, производну диверсификацију и међународну стратегију компанија, (2) фактори на нивоу привредног сектора – који обухватају интензитет развоја технологије и динамику развоја привредног сектора, и (3) фактори на нивоу државе – као што су величина и раст тржишта земље домаћина, културолошке разлике између земаља стицатељске и циљне компаније, као и политичко, институционално и правно окружење. Интензитет утицаја сваког појединачног фактора зависи од специфичности сваког појединачног инвестиционог подухвата, као и од специфичности реаговања М&А као облика страних инвестиција на деловање појединих фактора. Националне, културне, законске и пословно-обичајне различитости могу у одређеном смислу представљати препреку стицатељској, али и циљној компанији за реализацију М&А. Остварење позитивних перформанси може, у превладавању ових препрека, донети комбиновање стратегијског и опортунистичког приступа, који подразумева дефинисање најбољих стратегија за искоришћавање шанси које се пружају компанији у одређеном тренутку.

Емпиријска анализа која је спроведена у оквиру дисертације донела је веома занимљиве, на први поглед неочекиване резултате. Анализирана је улазна М&А активност у шест земаља – Републици Србији и земљама у окружењу - Хрватској, Словенији, Мађарској, Румунији и Бугарској, у десетогодишњем периоду, од 2003. до 2012. године. Као примарна зависна променљива дефинисан је прилив М&А у односу на *per capita* бруто друштвени производ, а као независно променљиве: износ БДП, стопа раста БДП, тржишна капитализација, стопа инфлације, индекс корупције, индекс политичког ризика и индекс хуманог развоја. Полазиште дефинисаних хипотеза било је да подешавање дефинисаних варијабли у циљу формирања стимулативног инвестиционог окружења доноси и већи прилив инвестиционог капитала у форми М&А. Разлог за овакво полазиште био је значај страних инвестиција за развој привреде не само једне националне економије већ и региона, па је у њихово привлачење често укључена и примена разних политичких и економских мера, а све у циљу формирања повољног инвестиционог окружења.

Када су краткорочни циљеви остварења профитабилности стичатељске компаније у првом плану, тада М&А могу имати негативну конотацију са циљем експлоатације циљних компанија и реализацијом преузимања предузећа које је у тешкоћама испод тржишне цене. У светлу овог објашњења треба посматрати и добијене резултате истраживања. Наиме истраживањем су потврђене хипотезе 2 и 4, по којима низак ниво индекса политичког ризика (раст политичког ризика), као и пад стопе раста *per capita* бруто друштвеног производа, утичу на смањење прилива страних директних инвестиција у виду мерџера и аквизиција. Истраживање је указало на тржишну капитализацију као још једну статистички значајну детерминанту иностраних М&А, која је, за разлику од постаљене хипотезе 1, у негативној релацији са приливом инвестиција по основу иностраних М&А.

Резултати истраживања анализираних узорка дакле указују да земље које су формирале стимулативну инвестициону климу имају нижи ниво долазних прекограничних М&А, док су инвеститори са друге стране више усмерени на неповољно инвестиционо окружење. Сагласно краткорочном циљу остварења профитабилности, инвеститори прихватају висок ниво ризика који прати неповољно и нестабилно инвестиционо окружење. Латентна опасност коју носи висок прилив страног капитала у форми М&А јесте власничко реструктурирање и преузимање стратешких предузећа једне

националне економије од стране иностраних стицатељских компанија. Међутим, када је привреда у транзицији и када постоји хроничан недостатак капитала који доводи у питање не само развој већ некада и опстанак привреде, било која форма страног капитала представља спасоносно решење. Да би земља могла размишљати о негативностима високих износа страног капитала, она мора имати здраву инвестициону климу, која ће поред страних мотивисати и домаће инвеститоре на улагања у привреду конкретне земље.

ЛИТЕРАТУРА

Књиге и монографије:

1. Денчић-Михајлов К. (2009б). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*. Ниш: Економски факултет;
2. Myers, В., & Brealey, R. А. (2000). *Principles of corporate finance*, The McGraw–Hill Companies.
3. Петровић, Е. & Денчић-Михајлов К. (2010). *Међународно пословно финансирање – специјална питања и проблеми*. Ниш: Економски факултет
4. Поповић, N., Јашко, О., & Прокић, S. (2010). *Menadžment interorganizacionih odnosa-outsourcing, strateške alijanse, merdžeri i akvizicije*. Fond Srpski ekonomski centar – Institut ekonomskih nauka, Beograd.
5. Porter, M. E. (1980). *Competitive strategies: Techniques for analyzing industries and competitors*. The Free Press, New York.
6. Porter, M. E. (2008). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. SimonandSchuster. Com
7. Тодоровић М., (2010), *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду, Београд.
8. Вуњак, Н. и Ковачевић, Љ., (2003). *Финансијско тржиштеберзе и брокери – савремени финансијски трендови*, Суботица.

Академски чланци:

1. Akin, M. S. (2009). *How Is the Market Size Relevant as a Determinant of FDI in Developing Countries? A Research on Population and the Cohort Size*, 425-429.
2. Alcalde, M. D. H. (2010), *Building Product Diversification Strategy through R&D Contractual Agreements*. Paper to be presented at the Summer Conference 2010 on "Opening Up Innovation: Strategy, Organization and Technology" at Imperial College London Business School, June 16 - 18, 2010
3. Aminian, N., Campart, S., & Pfister, E. (2005, September). *Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions–European and Asian Evidence*. In International Conference at the University of Le Havre (Vol. 28).

4. Ang, J., & Mauck, N. (2011). *Fire sale acquisitions: Myth vs. reality*. *Journal of Banking & Finance*, 35(3), 532-543.
5. Appleton, S., & Teal, F. (1998). *Human capital and economic development*. African Development Bank Group. Доступно на веб сајту: <http://213.154.74.164/invenio/record/14919/files/appleton-ERP-39.PDF>
6. Bae, S. C., Hendershott, R. J., & Jo, H. (2000). *Choosing an Organizational Form: Leveraged Buyouts Versus Leveraged Recapitalizations*. Working Papper.
7. Bartholdy, P. D. J. (2009). *Shareholder wealth effects of mergers and acquisitions: An empirical investigation of short-term performance in the European market*. Aarhus School of Business, University of Aarhus, Denmark
8. Barkema, H. G., & Vermeulen, F. (1998). *International expansion through start-up or acquisition: A learning perspective*. *Academy of Management journal*, 41(1), 7-26.
9. Black, B. (2000). *The First International Merger Wave (and the fifth and last US wave)*, *University of Miami Law Review*, 54, 799-818. Preuzeto 24. Februara 2013. sa sajta http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=231101
10. Bena, J., & Hanousek, J. (2006). Rent extraction by large shareholders: Evidence using dividend policy in the Czech Republic. Dostupno na veb sajtu: <http://eprints.lse.ac.uk/24510/1/dp556.pdf>
11. Berle A., Means G. *The Modern Corporation and Private Priperty*, New York, 1932.
12. Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). *The determinants of foreign direct investment into European transition economies*. *Journal of comparative economics*, 32(4), 775-787.
13. Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. (2000). *Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences*. *Strategic Management Journal*, 21(1), 89-97.
14. Bruner, R., (1999). Translink Deal Review.
15. Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). *Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids*. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.
16. Carleton, R. J. (1997). *Cultural due diligence*. *Training*, 34(11), 67-75.
17. Chen, C., Lu, H., & Sougiannis, T. (2008). *Managerial empire building, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs*. *Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs* (October 25, 2008).
18. Davis-Friday, P. Y., & Skaife, A. H. (2008). *International Financial Reporting and the Likelihood of Being a Target in a M&A*. Unpublished paper, Baruch College and University of Wisconsin–Madison.

19. De Beule, F. (2010). *Locational determinants of internationalization*: доступно на веб сајту: <https://lirias.kuleuven.be/bitstream/123456789/290153/1/Filip>
20. Денчић-Михајлов К. (2009). Управљање међународним инвестицијама у условима глобалне кризе, *Зборник радова са XIII Конгреса Савеза рачуновођа и ревизора Републике Српске „Финансије, рачуноводство и ревизија у условима глобалне кризе“*, Бања Врућица, Теслић, 211-228.
21. Денчић-Михајлов, К. Звездановић, М. (2009). *Емисија права као стратегија превентивне одбране од непријатељског преузимања предузећа*, Школа бизниса.
22. Денчић-Михајлов, К. (2011). *Преузимање предузећа у условима постојања конкурентских понуда*, ТЕМЕ, (3), 1033-1052.
23. Денчић-Михајлов, К., Попов, Ј. (2013). Утицај међународних мерцера и аквизиција на квалитет корпоративног управљања у Републици Србији, *Зборник радова са XVIII Интернационалног научног скупа SM 2013 „Корпоративно управљање у функцији одрживог развоја“*, одржаног на Палићу 18. Априла 2013.године, Економски факултет Суботица, издање на CD-у.
24. Denčić-Mihajlov, K., & Popov, J. (2013). *Reflections of the economic and financial crisis on multinational companies: The case of transfer prices*. Strategic Management, 18(1), 27-36.
25. Drašković, V., & Jovović, R. (2009). Globalizacija u ekonomskom kontekstu.
26. Ђорђевић, С. (2012). *Значај и улога механизма корпоративног управљања у подизању нивоа ефикасности менаџмента*, Школа бизниса, 1/2012, стр. 51-62.
27. Egan, B. F. (2011). *Asset Acquisitions: Assuming and Avoiding Liabilities*. Penn St. L. Rev., 116, 913.
28. Elango, B. (2003). *The effects of host country factors on the internationalization of the US reinsurance industry*. Journal of Insurance Issues, 26(2), 93-113.
29. Evenett, S., (2004). *The Cross-Border Merger and Acquisitions Wave of the late 1990s*, NBER Working Papers, No 965. Preuzeto 24. Februara 2013. sa sajta <http://www.nber.org/chapters/c9545.pdf> , str. 411-412
30. Faccio, M., & Masulis, R. W. (2005). *The choice of payment method in European mergers and acquisitions*. The Journal of Finance, 60(3), 1345-1388.
31. Fama, E. F. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm*. The Journal of Political Economy, 288-307.
32. Fauver, L., Houston, J., & Naranjo, A. (2003). *Capital market development, international integration, legal systems, and the value of corporate diversification: A cross-country analysis*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(1), 135-158.

33. Fischel, D. R. (1978). *Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers*. Tex. L. Rev., 57, 1.
34. Finkelstein, S. (1997). *Interindustry merger patterns and resource dependence: A replication and extension of Pfeffer (1972)*. Strategic Management Journal, 18(10), 787-810.
35. Fishman, M. J. (1989). *Preemptive bidding and the role of the medium of exchange in acquisitions*. The Journal of Finance, 44(1), 41-57.
36. Forte, R. (2013). *Multinational Firms And Host Country Market Structure: A Review Of Empirical Literature (No. 497)*. Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto.
37. Goar, M. . (1969). *An Economic Disturbance Theory of Mergers*. The Quarterly Journal of Economics, 83(4), 624-642.
38. Globerman, S., & Shapiro, D. (2005). *Assessing international mergers and acquisitions as a mode of foreign direct investment*. Governance, multinationals and growth, 68-99.
39. Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). *The effects of mergers: an international comparison*. International Journal of Industrial Organization, 21(5), 625-653.
40. Harzing, A.W. (2002) *Acquisitions versus greenfield investments: International strategy and management of entry modes*, Strategic Management Journal, vol. 23, March, pp. 211-227
41. Harrison, J. S., Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., & Ireland, R. D. (2001). *Resource complementarity in business combinations: Extending the logic to organizational alliances*. Journal of Management, 27(6), 679-690.
42. Haapalainen, V., & Skog, N. (2011). *Growth Strategies of Multinational Companies: Jewelry Retail Industry*. Dostupno na veb sajtu: http://theseus17-kk.lib.helsinki.fi/bitstream/handle/10024/26219/haapalainen_valerie_skog_nan.pdf?sequence=1
43. Haleblan, J. J., Kim, J. Y. J., & Rajagopalan, N. (2006). *The influence of acquisition experience and performance on acquisition behavior: Evidence from the US commercial banking industry*. Academy of Management Journal, 49(2), 357-370.
44. Haubrich, J. G., & Thomson, J. B. (1998). *Large shareholders and market discipline in a regulated industry: a clinical study of Mellon Bank (No. 9803)*. Federal Reserve Bank of Cleveland.
45. Haq, K., (2007). *Human Development Index and Its Relevance for Developing countries*, Speech at the Foreign Service Academy, Feb. 1, 2007.

46. Hennart, J. F., & Reddy, S. (1997). *The choice between mergers/acquisitions and joint ventures: The case of Japanese investors in the United States*. Strategic Management Journal, 18(1), 1-12.
47. Hennart, J. F., & Park, Y. R. (1993). *Greenfield vs. acquisition: The strategy of Japanese investors in the United States*. Management science, 39(9), 1054-1070.
48. Hitt, M. A., King, D., Krishnan, H., Makri, M., Schijven, M., Shimizu, K., & Zhu, H. (2009). *Mergers and acquisitions: Overcoming pitfalls, building synergy, and creating value*. Business Horizons, 52(6), 523-529.
49. Hyun, H. J., & Kim, H. H. (2010). *The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model*. The World Economy, 33(2), 292-310.
50. Izushi, H., & Huggins, R. (2004). Empirical analysis of human capital development and economic growth in European regions. Impact of education and training. Third report on vocational training research in Europe: background report. Luxembourg: EUR-OP.
51. Intriligator, M. D. (2004). *Globalization of the world economy: potential benefits and costs and a net assessment*. Journal of Policy Modeling, 26(4), 485-498.
52. Jensen, M. C., & Ruback, R. S. (1983). *The market for corporate control: The scientific evidence*. Journal of Financial economics, 11(1), 5-50.
53. Jensen, M. C. (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. The American economic review, 323-329.
54. Kamaly, A. (2007). *Trends and determinants of mergers and acquisitions in developing countries in the 1990s*. International Research Journal of Finance and Economics, 8, 16-30.
55. Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2007). *Governance matters VI: aggregate and individual governance indicators*. World bank policy research working paper, 4280.
56. Klein, M., Peek, J., & Rosengren, E. (2000). *Troubled banks, impaired foreign direct investment: the role of relative access to credit (No. w7845)*. National bureau of economic research.
57. Конкуренентност привреде Србије, (2003), *Jefferson Institute*, Београд
58. Kong, X., & Zhao, K. Cross-border Mergers and Acquisitions As a Dynamic Learning Process from A Foreign Culture: A Review of Current Research. Supported by Funding Project for Academic Human Resource Development in Institutions of Higher Learning Under the Jurisdiction of Beijing Municipality(PHR200907134).
59. Larrain, B., & Tapia, M. (2012). *Controlling Shareholders and Firm Value (No. 428)*.dostupno na veb sajtu:

http://www.finance.uc.cl/economia_puc/images/stories/FinanceUC/conferences/5th/larraintapia_may2013.pdf

60. Landau report, (2004), preuzeto sa sajta

<http://www.diplomatie.gouv.fr/en/IMG/pdf/LandauENG1.pdf>

61. Lang, L. H., & Stulz, R. M. (1993). *Tobin's q, corporate diversification and firm performance* (No. w4376). National Bureau of Economic Research.

62. Luypaert, M., & Huyghebaert, N. (2007). *Determinants of growth through mergers and acquisitions: An empirical analysis*. 25th Erasmus finance day, Rotterdam (The Netherlands). Working paper.

63. Larsson, R., & Finkelstein, S. (1999). *Integrating strategic, organizational, and human resource perspectives on mergers and acquisitions: A case survey of synergy realization*. *Organization Science*, 10(1), 1-26.

64. Lewellen, W., Loderer, C., & Rosenfeld, A. (1989). *Mergers, executive risk reduction, and stockholder wealth*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(04), 459-472.

65. Martin, J. D., & Sayrak, A. (2003). *Corporate diversification and shareholder value: a survey of recent literature*. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 37-57.

66. Martynova, M. V., & Renneboog, L. (2005). *Takeover waves: triggers, performance and motives*. Tilburg University.

67. Martynova, M., Oosting, S., & Renneboog, L. (2006). *The long-term operating performance of European mergers and acquisitions*. ECGI-Finance Working Paper, (137).

68. Martynova, M., & Renneboog, L. (2006). *Mergers and acquisitions in Europe*. ECGI-Finance Working Paper, (114).

69. Mitchell, M. L., & Mulherin, J. H. (1996). *The impact of industry shocks on takeover and restructuring activity*. *Journal of financial economics*, 41(2), 193-229.

70. Moon, P., & Bates, K. (1993). *Core analysis in strategic performance appraisal*. *Management Accounting Research*, 4(2), 139-152.

71. Manne, H. G. (1965). *Mergers and the market for corporate control*. *The Journal of Political Economy*, 73(2), 110-120.

72. Meyer, K. E., & Thu Tran, Y. T. (2006). *Market penetration and acquisition strategies for emerging economies*. *Long Range Planning*, 39(2), 177-197.

73. Mody, A., & Negishi, S. (2000). *The role of cross-border mergers and acquisitions in Asian restructuring*. World Bank, Jul.

74. Moeller, S., & Schlingemann, F. (2004). *Are cross-border acquisitions different from domestic acquisitions? Evidence on stock and operating performance for US acquirers*. *Journal of Banking and Finance*.

75. Neto, P., Brandão, A., & Cerqueira, A. (2010). *The Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions and Greenfield Investments*. IUP Journal of Business Strategy, 7.
76. Nordhaus W. D., *The Political Business Cycle*, The Review of Economic Studies, Oxford University, Vol. 42, No. 2, (Apr, 1975), pp. 169-190.
77. Ogunade, A. O. (2011). *Human Capital Investment in the Developing World: an Analysis of Praxis*. Доступно на веб сајту: http://www.uri.edu/research/lrc/research/papers/Ogunade_Workforce_Development.pdf.
78. O'Donnell, S., & Blumentritt, T. (1999). *The contribution of foreign subsidiaries to host country national competitiveness*. Journal of International Management, 5(3), 187-206..
79. OECD Principles of Corporate Governance – 2004 Edition. Dostupno na veb sajtu: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32361945.pdf>
80. Ovtchinnikov, A. V. (2013). *Merger waves following industry deregulation*. Journal of Corporate Finance. Vol. 21, June 2013, pages 51-76.
81. Park, J., Konana, P., Gu, B., Kumar, A., & Raghunathan, R. (2010). *Confirmation bias, overconfidence, and investment performance: Evidence from stock message boards*. McCombs Research Paper Series No. IROM-07–10.
82. Петровић, Е. Денчић-Михајлов, К. Радовић, О., (2008), Оцена и управљање ризиком земље у глобалним токовима капитала, *Зборник радова са Научног скупа са међународним учешћем „Инострани капитал као фактор развоја земаља у транзицији“ Универзитет у Крагујевцу, Економски факултет*, стр 211-221.
83. Попов Ј. (2011). *Избегавање међународног двоструког опорезивања*, Необјављен магистарски рад, Економски факултет Суботица, Универзитет у Новом Саду.
84. Porter, M. E. (1996). *From competitive advantage to corporate strategy. Managing the multibusiness company: Strategic issues for diversified groups*, New York, 285-314.
85. Porter, M.E., (1986). *Changing patterns of international competition*, California Management Review, Vol. 28 No. 2, 1986, pp. 9-40.
86. Porter, M. E. (2000). *How competitive forces shape strategy*. Harvard Business Review, 137-145.
87. Попов Ј. (2011). *Избегавање међународног двоструког опорезивања*. Необјављен магистарски рад, Економски факултет, Суботица, Универзитет у Новом Саду.
88. Sun, Q., Tong, W., & Yu, Q. (2002). *Determinants of foreign direct investment across China*. Journal of international money and finance, 21(1), 79-113.
89. Ravenscraft, D. J. (1987). *The 1980s merger wave: An industrial organization perspective*. The merger boom, 17, 37.

90. Rajneesh N., Portelli B., *Foreign Direct Investment and Economic Development: Opportunities and Limitations from a Developing Country Perspective*, MERIT-Infonomics, September 2004, презето ca cajra <http://www.merit.unu.edu/publications/rmpdf/2004/rm2004-009.pdf>.
91. Ravenscraft, D. J., & Scherer, F. M. (1987). *Life after takeover*. The Journal of Industrial Economics, 147-156.
92. Rhodes-Kropf, M., & Viswanathan, S. (2004). *Market valuation and merger waves*. The Journal of Finance, 59(6), 2685-2718.
93. Roll, R. (1986). *The hubris hypothesis of corporate takeovers*. Journal of business, 197-216.
94. Rossi, S., & Volpin, P. F. (2004). *Cross-country determinants of mergers and acquisitions*. Journal of Financial Economics, 74(2), 277-304.
95. Rothaermel, F. T., Kotha, S., & Steensma, H. K. (2006). *International market entry by US internet firms: an empirical analysis of country risk, national culture, and market size*. Journal of Management, 32(1), 56-82.
96. Rozkwitalska, M. (2012). *Human Resource Management strategies for overcoming the barriers in cross-border acquisitions of Multinational Companies: the case of multinational subsidiaries in Poland*. Social Sciences, 77(3), 77-87
97. Rugman, A. M., & Verbeke, A. (2004). *A perspective on regional and global strategies of multinational enterprises*. Journal of International Business Studies, 35(1), 3-18.
98. Scalera, F., & Dumitrescu, C. (2012). *Perception and Facts on the Activity of Multinational Enterprises*. International Journal of Business Management and Economic Research, 3(1), 417-424.
99. Schularick, M., & Steger, T. M. (2008). *The Lucas Paradox and the quality of institutions: then and now* (No. 2008/3). Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin.
100. Scharfstein, D. S., & Stein, J. C. (1990). *Herd behavior and investment*. The American Economic Review, 465-479.
101. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). *Large shareholders and corporate control*. The Journal of Political Economy, 461-488.
102. Sharma, M., & Thistle, P. D. (1996). *Is acquisition of market power a determinant of horizontal mergers?*. Journal of Financial and Strategic decisions, 9(1), 45-55.
103. Skaife, H. A., & Wangerin, D. D. (2013). *Target Financial Reporting Quality and M&A Deals that Go Bust*. Contemporary Accounting Research, 30(2), 719-749.

104. Slangen, A. H., & Hennart, J. F. (2008). *Do multinationals really prefer to enter culturally distant countries through greenfields rather than through acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy*. *Journal of International Business Studies*, 39(3), 472-490.
105. Sun, Q., Tong, W., & Yu, Q. (2002). *Determinants of foreign direct investment across China*. *Journal of international money and finance*, 21(1), 79-113.
106. Stiebale, J. (2012). *Cross-Border M&A and Innovative Activity: Firm-Level Evidence*.
Доступно на веб сајту:
http://www.econstor.eu/bitstream/10419/62027/1/VfS_2012_pid_705.pdf
107. Stiglitz, J. E. (1989). *Financial markets and development*. *Oxford Review of Economic Policy*, 5(4), 55-68.
108. Stigler, G.j. (1950). *Monopoly and Oligopoly by Merger*. *The American Economic Review*.
109. Stančić, P., Čupić, M., & Stančić, V. (2012). *A Choice of Performance Measurement System in the Shareholder Value Oriented Company*. *Economic Themes*, 50(1).
110. Šimović, H., & Mihelja Žaja, M. (2010). *Poticaži u sustavu poreza na dobit u Hrvatskoj i zemljama regije*. *Računovodstvo i financije*, 56(5), 60-67.
111. Tallman, S., & Li, J. (1996). *Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms*. *Academy of Management Journal*, 39(1), 179-196.
112. Thomas, D. E., & Grosse, R. (2001). *Country-of-origin determinants of foreign direct investment in an emerging market: the case of Mexico*. *Journal of International Management*, 7(1), 59-79.
113. UNCTAD, *World Investment Report 2003: FDI Policies for Development: National and International Perspectives, Annexes*, United Nations: New York and Geneva, 2003,
114. UNCTAD, *World Investment Report 2000 (WIR 2000) – Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, UN, New York and Geneva
115. UNCTAD, G. (2013). *World investment report*.
116. Višić, J., (2012). *Evidence of Fire-Sale m&a in European Transition Countries*, *Managing Global Transitions Volume 10 · Number 4 · 325-340*.
117. Walter, I. (2004). *Mergers and Acquisitions in Banking and Finance: What Works, What Fails, and Why?*. OUP Catalogue.
118. Wang, J. (2008). *The Macro Determinants of M & A Timing in China*. *International Journal of Business and Management*, 3(9), P141-146.

119. Wang, D., & Moini, H. *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Some Evidence from Danish Firms* преузето са веб-сајта: http://vbn.aau.dk/files/74813307/Motives_for_Cross_border_Mergers_and_Acquisitions_.pdf
120. Wangerin, D. (2012). *The consequences of M&A due diligence for post-acquisition performance and financial reporting*. Available at SSRN 2118836.
121. Williamson, O. E. (1998). *The institutions of governance*. American Economic Review, 88(2),75-79.
122. Yang, Q., Mudambi, R., & Meyer, K. (2007). *Asymmetries between 'traditional' and reverse knowledge flows in multinational firms: A study of acquisitions in transition economies*.
123. Закон о рачуноводству и ревизији („Службени гласник РС”, бр. 46/06и111/09)
124. Opportunities Across High-Growth Markets: Trends in Cross-Border M&A, преузето са веб-сајта http://www.bakermckenzie.com/files/Uploads/Documents/Publications/FINALHGM_April22.pdf
125. Clifford Chance European M&A: On the road to recovery?, (2013). Преузето са веб-сајта http://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/PDFs/CC_EIU_Report_2013.pdf
126. A yen for global growth: The Japanese experience in cross-border M&A, преузето са веб-сајта http://www.mckinsey.com/insights/asia-pacific/a_yen_for_global_growth_the_japanese_experience_in_cross-border_m_and_38a

Web sajтови:

1. <http://www.worldbank.org/en/country/serbia/overview>
2. <http://www.worldbank.org/en/country/bulgaria/overview>
3. <http://www.worldbank.org/en/country/romania/overview>
4. <http://www.thomaswhite.com/world-markets/hungary-emerging-economic-power-in-central-and-eastern-europe/>
5. <http://www.worldbank.org/en/country/croatia/overview>
6. <http://www.oecd.org/economy/surveys/slovenia-2013.htm>
7. <http://globaledge.msu.edu/countries/slovenia/economy>
8. <http://www.prsgroup.com/ICRG.aspx>
9. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/15504/80511.pdf?sequence=1>

10. <http://www.transparency.org/cpi2013/results>
11. <http://siepa.gov.rs/sr/index/investirajte/poreski-sistem.html>
12. http://kushnirs.org/macroeconomics/gdp/gdp_hungary.html
13. <http://www.internetworldstats.com/europa.htm#hu>
14. <http://countryeconomy.com/gdp/slovenia>
15. UNCTAD, <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>
16. UNCTAD <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx>
17. <http://www.prsgroup.com/PDFS/PRSIndex.pdf>
18. http://www.belex.rs/trgovanje/pregled_godisnji/1953
19. <http://zse.hr/default.aspx?id=44325>
20. <http://www.bvb.ro/TradingAndStatistics/GeneralStatistics.aspx>
21. [http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595,](http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595)
22. [http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReportsOfIssuers,](http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReportsOfIssuers)
23. <http://www.bse-sofia.bg/?page=FinancialReports>
24. http://bse.hu/topmenu/trading_data/stat_hist_download/periodical_statistics/stat_fig.html?pagenum=13
25. http://hdr.undp.org/sites/default/files/hdr_2006_summary_en.pdf
26. http://hdr.undp.org/sites/default/files/reports/269/hdr_2009_en_complete.pdf
27. <http://data.un.org/DocumentData.aspx?q=HDI&id=327>
28. UNCTAD <http://unctadstat.unctad.org/TableViewer/tableView.aspx?ReportId=37469>
29. http://www.transparentnost.org.rs/index.php?option=com_content&view=article&id=82&Itemid=29
30. <http://cpi.transparency.org/cpi2012/>
31. <http://www.unctad-docs.org/files/UNCTAD-WIR2012-Annexes-Tables-en.pdf>
32. <http://mrshearingbusinessstudies.weebly.com/ma-examples.html>

БИОГРАФИЈА

Јелена Ж. Попов рођена је у Оџацима, 29.12.1968. године. Високо образовање стекла је на Универзитету у Новом Саду. Економски факултет у Суботици, смер Унутрашња и спољна трговина, уписала је 1996. године, а звање дипломирани економиста стекла 2001. године. Последипломске студије уписала је на Економском факултету у Суботици, на смеру Финансијски менаџмент. Звање магистра економских наука стекла је 2011. године одбравивши магистарску тезу под називом „Избегавање међународног двоструког опорезивања“.

Мр Јелена Попов је тренутно запослена у Пореској управи - Филијала Нови Сад 2, на радном месту *виши порески инспектор канцеларијске контроле*. Обављала је и следеће послове: *руководилац одељења извоза – увоза у Индустрији текстила и синтетике Итес Лола Рибар ад Оџаци, порески инспектор канцеларијске контроле у Министарству финансија – Пореска управа, Филијала Нови Сад, помоћник директора за финансијске послове у Туристичкој организацији Града Новог Сада.*

Ауторка је више радова објављених на научним скуповима и у часописима националног значаја. Удата је и мајка двоје деце.