



UNIVERZITET U NOVOM SADU
EKONOMSKI FAKULTET U SUBOTICI

STUDIJSKI PROGRAM: MENADŽMENT I BIZNIS

**Finansijski aspekti poslovnog
restrukturiranja preduzeća u zemljama
Jugoistočne Evrope**

DOKTORSKA DISERTACIJA

Mentor:
Akademik prof. dr Nenad Vunjak

Kandidat:
Jelena Andrašić

Subotica, 2016. godine

POSVETA

I na kraju, a opet na samom početku, ostaje ona stranica koju je najteže napisati. Koliko god puta da napišete, izbrišete, pa ponovo napišete, ne možete naći reči da na pravi način izrazite šta osećate. Teško je staviti na papir sve te godine, sate, potisnuta osećanja i razmišljanja zašto je moralo biti tako.

Kako godine prolaze, a prošlo je već deset dugih godina, kroz sve te lepe slike života, teško je odupreti se misli zašto i Vaša lica nisu na njima. Otišli ste dovoljno stari da kažete njih dvoje će biti dobro, a opet jako mladi da već dugo nedostajete.

Kažu da vreme leči sve. I zaista je tako. Sada imam Luku, Dunju, Ninu i divnog muža. Brat je i dalje za mene ostao, kako moj muž voli da kaže, četvrto dete.

Posle svih tih godina borbe i dana kada je bilo jako teško, sada mogu da kažem da sam srećna u životu.

Samo Vi nedostajete. Uvek ćete nedostajati.

Dovoljno sam odrasla da znam da to ne mogu, niti sam mogla da promenim, ali opet kako vreme prolazi i kako gledam njih kako rastu, žao mi je što niste mogli da ih vidite.

Život čine lepi i teški momenti, sve prođe u životu, ali Vaša mlada i lepa lica ostaće zauvek utisnuta u mom srcu i sve što radim u životu, radiću kao da me uvek Vi gledate.

Sada kad sam i sama majka, znam težinu Vaše uloge u životu mene i brata. Zato na ovaj način želim da Vam kažem hvala što sam danas to što jesam. Želim da Vam kažem hvala što kad ste odlazili ste me ostavili na tom putu za koji ste znali da je dobar put.

Želim da zauvek ostanete tu, makar na ovim belim stranicama, kad već ne možete u prvim redovima. Želim da na ovaj način podelim sa Vama ovaj rad, jer sam ja možda pružila određeni naučni doprinos, ali, Vi ste onaj najvažniji, životni....

Uvek ću Vas voleti i nositi u srcu!

Mami i tati

**UNIVERZITET U NOVOM SADU
EKONOMSKI FAKULTET U SUBOTICI**

KLJUČNA DOKUMENTACIJSKA INFORMACIJA

Redni broj: RBR	
Identifikacioni broj: IBR	
Tip dokumentacije: TD	Monografska dokumentacija
Tip zapisa: TZ	Tekstualni štampani materijal
Vrsta rada (dipl., mag., dokt.): VR	Doktorska disertacija
Ime i prezime autora: AU	Jelena Andrašić
Mentor (titula, ime, prezime, zvanje): MN	Akademik prof.dr Nenad Vunjak Redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Subotici, Univerziteta u Novom Sadu
Naslov rada: NR	Finansijski aspekti poslovnog restrukturiranja preduzeća u zemljama Jugoistočne Evrope
Jezik publikacije: JP	Srpski jezik
Jezik izvoda: JI	srpski
Zemlja publikovanja: ZP	Srbija
Uže geografsko područje: UGP	Autonomna Pokrajina Vojvodina
Godina: GO	2016
Izdavač: IZ	Autorski reprint
Mesto i adresa: MA	Subotica 24 000 Segedinski put 9-11

Fizički opis rada: FO	Broj poglavlja: 5/ stranica: 240/ tabela 102/ grafikona 4 / prikaza: 5 / referenci: 187/ priloga: 6
--------------------------	---

Naučna oblast: NO	Ekonomija
Naučna disciplina: ND	Finansije
Predmetna odrednica, ključne reči: PO	Poslovno restrukturiranje, merdžeri i akvizicije, modeli poslovnog restrukturiranja, ciljna preduzeća, determinante razvoja zemalja Jugoistočne Evrope
UDK	
Čuva se: ČU	Biblioteka Ekonomskog fakulteta u Subotici Matica Srpska
Važna napomena: VN	
Izvod: IZ	Doktorska disertacija se bavi problematikom poslovnog restrukturiranja preduzeća. Poslovno restrukturiranje, kroz merdžere i akvizicije promovise se u nezaobilazan prosek eksternog povezivanja mnogih preduzeća. Ključna pokretačka snaga pri restrukturiranju preduzeća odnosi se na promene u okruženju koje primoravaju preduzeća da njihov menadžment razmišlja globalno i da se prilagođava svim turbulentnim uslovima poslovanja. Teorijskim osvrtom u prvom delu disertacije pružaju se teorijske osnove za shvatanje problematike istraživanja. Analizom karakteristika ciljnih preduzeća koja su bila „mete“ preuzimanja na tržištu Srbije, predviđaju se buduća ciljna preduzeća i postakvizicione performanse preuzetih preduzeća, i ispituju se merila performansi interesnih grupa u procesima preuzimanja preduzeća. Na osnovu analize determinanti razvoja u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope ispituje se uzročno-posledična veza između modela restrukturiranja i privrednog rasta. Pregledom vladajućih stavova o modelima restrukturiranja u određenim zemljama, kreira se optimalni model rasta između odabranih zemalja Jugoistočne Evrope. Na kraju, na osnovu saznanja o optimalnom modelu, definišu se budući pravci poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope.

Datum prihvatanja teme od strane Senata: DP	12.07.2012. godine
Datum odbrane: DO	
Članovi komisije: (ime i prezime / titula / zvanje / naziv organizacije / status) KO	predsednik: član: član:

University of Novi Sad
Faculty of Economics Subotica
Key word documentation

Accession number: ANO	
Identification number: INO	
Document type: DT	Monograph documentation
Type of record: TR	Textual printed material
Contents code: CC	Doctoral dissertation
Author: AU	Jelena Andrašić
Mentor: MN	Nenad Vunjak, PhD. Full Professor Faculty of Economics, University of Novi Sad
Title: TI	Financial aspects of business restructuring firms in South Eastern Europe
Language of text: LT	Serbian
Language of abstract: LA	eng. / srp.
Country of publication: CP	Serbia
Locality of publication: LP	Autonomous Province of Vojvodina
Publication year: PY	2016
Publisher: PU	Author's reprint
Publication place: PP	Subotica 24 000 Segedinski put 9-11

Physical description: PD	Chapters:5/pages:240/tables:102/charts:4/figures:5/references:187/appendix:6
Scientific field SF	Economy
Scientific discipline SD	Finance
Subject, Key words SKW	Business restructuring, mergers and acquisitions, restructuring of business models, target companies, determinants of development of the countries of South Eastern Europe
UC	
Holding data: HD	Library of the Faculty of Economics Subotica Matica Srpska
Note: N	
Abstract: AB	The doctoral dissertation deals with the issue of business restructuring. Business restructuring through mergers and acquisitions to promote the inevitable fusing external growth of the company. The key driving force in restructuring of the company are changes in the environment that are forcing companies to their management thinks globally and adapt to all the turbulent business conditions. Theoretical reference in the first part of the thesis provides the theoretical basis for understanding the problems of research. By analyzing the characteristics of the target companies that were takeover targets in the Serbian market, predict the future target companies and enterprises future performance commitments, and examined performance measures of stakeholders in the process of downloading. Based on the analysis of the determinants of development in selected countries of South East Europe examines the causal link between the model of restructuring and economic growth. A review of the ruling attitude of models of restructuring in certain countries, creates optimal growth model between selected countries in South East Europe. Finally, based on knowledge of the optimum productive model that defines the future directions of business restructuring in the function of external growth in selected countries

	of South Eastern Europe.
Accepted on Senate on: AS	12.07.2012.
Defended: DE	
Thesis Defend Board: DB	president: member: member:

Sadržaj:

UVOD	13
I DEO: TRŽIŠTE KORPORATIVNE KONTROLE	19
1. Uloga korporacije u savremenim tržišnim uslovima privređivanja	19
2. Agencijski problem i agencijski troškovi	21
3. Korporativno upravljanje i interni mehanizmi rešavanja problema korporativnog upravljanja.....	23
4. Eksterni mehanizmi rešavanja agencijskog problema - tržište korporativne kontrole.	26
II DEO: POSLOVNO RESTRUKTURIRANJE KAO STRATEŠKA ODLUKA U FUNKCIJI EKSTERNOG RASTA PREDUZEĆA	28
1. Rast kao strateška odluka preduzeća	28
2. Značaj poslovnog restrukturiranja preduzeća	29
3. Oblici poslovnog restrukturiranja preduzeća u funkciji eksternog rasta preduzeća.....	31
4. Izbor metoda eksternog rasta preduzeća.....	37
5. Merdžeri i akvizicije.....	41
5.1. Oblici kombinovanja preduzeća.....	44
5.2. Motivi merdžera i akvizicija	46
5.3. Izbor ciljnog preduzeća u zavisnosti od izabranog motiva.....	50
5.4. Vrste preuzimanja preduzeća.....	51
6. Strategije i taktike odbrane od neprijateljskog preuzimanja.....	54
7. Dezinvestiranje.....	56
III DEO: FINANSIJSKA ANALIZA PREDUZEĆA U POSTUPKU POSLOVNOG RESTRUKTURIRANJA.....	60
1. Procena vrednosti preduzeća u postupku poslovnog restrukturiranja	60
2. Metode procene vrednosti preduzeća	63
2.1. Pregled najčešćih metoda procene vrednosti preduzeća.....	63
2.2. Pregled pomoćnih metoda procene vrednosti preduzeća	66
2.3. Teorija vrednovanja opcija i portfolio analiza kao dopunske metode.....	68

2.4.	Pregled uticaja izbora metoda procene na utvrđivanje visine premije.....	69
2.5.	Cost-benefit analiza.....	74
2.6.	Due diligence	75
3.	Oblici finansiranja preduzeća u postupku poslovnog restrukturiranja.....	77
3.1.	Finansiranje M&A putem akcijskog kapitala	77
3.2.	Finansiranje merdžra i akvizicija gotovinom.....	78
3.3.	Finansiranje putem banaka	78
3.4.	Finansiranje merdžra i akvizicija putem konvertibilnih hartija od vrednosti	80
3.5.	Analiza izbora oblika finansiranja pri utvrđivanju cene preuzimanja.....	80
3.6.	Analiza uticaja poreskih olakšica na izbor oblika finansiranja preduzeća	82
IV DEO: POSLOVNO RESTRUKTURIRANJE NA NERAZVIJENOM TRŽIŠTU KORPORATIVNE KONTROLE - PRIMER REPUBLIKE SRBIJE.....		83
1.	Vlasničko restrukturiranje preduzeća kao osnov za sprovođenje poslovnog restrukturiranja u Srbiji.....	83
2.	Pravna regulative poslovnog restrukturiranja u Srbiji.....	85
3.	Horizontalne integracije kroz strane direktne investicije, medijumi finansiranja i najzastupljeniji oblik preuzimanja preduzeća.....	88
4.	Poslovno restrukturiranje u bankarstvu	92
5.	Poslovno restrukturiranje kao mera za prevazilaženje posledica ekonomske krize.....	96
6.	Kritički osvrt na poslovno restrukturiranje u Srbiji.....	99
7.	Analiza finansijskih izveštaja ciljnog preduzeća	102
7.1.	Analiza finansijskih izveštaja ciljnog preduzeća na primeru Srbije	105
8.	Analiza finansijskih izveštaja preduzeća kupca.....	111
8.1.	Analiza finansijskih izveštaja preduzeća kupca na primeru Srbije.....	113
9.	Merila performansi poslovnog restrukturiranja	124
9.1.	Faktori neuspeha poslovnog restrukturiranja preduzeća	127
9.2.	Merila performansi interesnih grupa na primeru Srbije	128
V DEO: POSLOVNO RESTRUKTURIRANJE U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EVROPE		140

1. Komparativni pregled poslovnog restrukturiranja u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope i Republici Srbiji	140
1.1. Globalni tokovi poslovnog restrukturiranja	140
1.2. Poslovno restrukturiranje u zemljama Jugoistočne Evrope	143
1.3. Međusobni oblici poslovnog restrukturiranja	148
2. Faktori eksternog okruženja zemalja Jugoistočne Evrope.....	150
2.1. Privredni i pravni ambijent	150
2.2. Ekonomski i tržišni ambijent	156
2.3. Konkretni primer finansijskog restrukturiranja preduzeća u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope	158
3. Poslovno restrukturiranje privrede kroz strane direktne investicije u funkciji eksternog rasta.....	164
4. Optimalan model poslovnog restrukturiranja u zemljama Jugoistočne Evrope	170
Zaključak	182
Literatura	191
PRILOZI.....	204

Apstrakt: Doktorska disertacija se bavi problematikom poslovnog restrukturiranja preduzeća. Poslovno restrukturiranje, kroz merđžere i akvizicije promovise se u nezaobilazan proces eksternog povezivanja mnogih preduzeća. Ključna pokretačka snaga pri restrukturiranju preduzeća odnosi se na promene u okruženju koje primoravaju preduzeća da njihov menadžment razmišlja globalno i da se prilagođava svim turbulentnim uslovima poslovanja. Teorijskim osvrtom u prvom delu disertacije pružaju se teorijske osnove za shvatanje problematike istraživanja. Analizom karakteristika ciljnih preduzeća koja su bila „mete“ preuzimanja na tržištu Srbije, predviđaju se buduća ciljna preduzeća i postakvizicione performanse preuzetih preduzeća, i ispituju se merila performansi interesnih grupa u procesima preuzimanja preduzeća. Na osnovu analize determinanti razvoja u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope ispituje se uzročno-posledična veza između modela restrukturiranja i privrednog rasta. Pregledom vladajućih stavova o modelima restrukturiranja u određenim zemljama, kreira se optimalni model rasta između odabranih zemalja Jugoistočne Evrope. Na kraju, na osnovu saznanja o optimalnom modelu, definišu se budućí pravci poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope.

Abstract: The doctoral dissertation deals with the issue of business restructuring. Business restructuring through mergers and acquisitions to promote the inevitable fusing external growth of the company. The key driving force in restructuring of the company are changes in the environment that are forcing companies to their management thinks globally and adapt to all the turbulent business conditions. Theoretical reference in the first part of the thesis provides the theoretical basis for understanding the problems of research. By analyzing the characteristics of the target companies that were takeover targets in the Serbian market, predict the future target companies and enterprises future performance commitments, and examined performance measures of stakeholders in the process of downloading. Based on the analysis of the determinants of development in selected countries of South East Europe examines the causal link between the model of restructuring and economic growth. A review of the ruling attitude of models of restructuring in certain countries, creates optimal growth model between selected countries in South East Europe. Finally, based on knowledge of the optimum productive model that defines the future directions of business restructuring in the function of external growth in selected countries of South Eastern Europe.

UVOD

Značaj istraživanja: Značaj restrukturiranja preduzeća proizilazi na osnovu potrebe preduzeća za što boljim tržišnim pozicioniranjem u promenljivim uslovima tržišnog poslovanja. „Pojam restrukturiranje je veoma složen fenomen i sadrži veći broj pojedinačnih aktivnosti koje podrazumevaju spajanja, udruživanja, kupovinu i preuzimanje drugih organizacija, odbranu od pokušaja preuzimanja, zajednička ulaganja, kreiranje strategijskih alijansi, prodaju organizacionih delova, napuštanje poslova, dezinvestiranje u pojedine delatnosti ili segmente poslovanja, razdvajanje ili cepanje organizacije, promene poslovnog portfolia, ponude proizvoda i usluga, izmene strukture kapitala i finansijske strukture, privatizaciju i druge aktivnosti na promeni strukture vlasništva, promene u domenu kontrole nad preduzećem (otkup akcija, LBO, ESOP, itd), čitav niz organizacionih promena, kao što su smanjivanje broja organizacionih ili upravljačkih nivoa (downsizing), promene tehničko-tehnološke prirode, nove marketing strategije, itd.”¹

Restrukturiranje predstavlja jedan kompleksan proces koji podrazumeva brojne strategije koje preduzeće može da preduzima u toku svog poslovanja, a sve u cilju poboljšanja njegovih poslovnih i finansijskih performansi. Radikalne promene koje prate proces restrukturiranja preduzeća uglavnom su usmerene ka integrisanju svih funkcija preduzeća u cilju zajedničkog definisanja uzroka problema u poslovanju, kao i definisanja mera za njegovo prevazilaženje.

„Preciznije, restrukturiranje u makroekonomskom smislu se odvija u dva glavna pravca – u ohrabrivanju preduzetništva zasnovanog na privatnom vlasništvu i sveukupnoj restauraciji preduzetništva u tranzicionim ekonomijama. Drugo, sastoji se u privatizaciji društvenih i državnih preduzeća i kreiranju novog privatnog biznisa. U mikroekonomskom smislu, restrukturiranje preduzeća se odnosi na povećanje efikasnosti kroz već pomenute promene u organizacionoj strukturi, operacijama i finansijskoj kontroli, kao i uvođenje marketing koncepta kao kritičnog elementa i poslovne funkcije restrukturiranog preduzeća.“²

Poslovno restrukturiranje predstavlja užu pojam i obuhvata sa jedne strane strategije ekspanzije, koje se realizuju kroz merđžere, akvizicije, zajednička ulaganja i strategijske alijanse. Sa druge strane, se odnose na strategije kontrakcije, koje se realizuju kroz dezinvestiranje, reorganizaciju i druge oblike poslovne dekompozicije preduzeća. U okviru ove doktorske disertacije biće izvršena analiza finansijskih aspekata poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta preduzeća. Dakle, akcenat će biti stavljen samo na strategije rasta, odnosno ekspanziju preduzeća.

¹Erić, D. D., & Stošić, I. S. (2013). *Korporativno restrukturiranje*. Beograd: Čigoja štampa, str.5

²Samonis, V. (1998). *Enterprise Restructuring and Foreign Investment in the Transforming East*. The Haworth Press, Inc, u: Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.18

Poslovno restrukturiranje, kroz merđžere i akvizicije promovirše se u nezaobilazan proces eksterne ekspanzije mnogih preduzeća na svetu, jer su brze i radikalne promene u okruženju (tehnologija, inovacije, deregulacija, globalizacija, promene makroekonomskih pokazatelja) naterale preduzeća da preduzimaju različite postupke kako bi se prilagodile tržištu i opstale u turbulentnom okruženju. Danas je poslovno restrukturiranje preduzeća jedna od ključnih strategija ostvarivanja rasta mnogih velikih i finansijski snažnih preduzeća u postizanju svojih strateških ciljeva. Preduzeća kroz širenje (merđžere i akvizicije) poslovanja treba da dovedu do poboljšanja performansi preduzeća, a samim tim i do povećanja vrednosti preduzeća.

Predmet istraživanja doktorske disertacije se odnosi na finansijske aspekte poslovnog restrukturiranja preduzeća u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope u periodu od 2001. Do 2014. godine. Finansijska analiza poslovnog restrukturiranja će biti usmerena u više pravaca. Prvo, nakon teorijskog pregleda vladajućih stavova koji uređuju oblast tržišta korporativne kontrole i poslovnog restrukturiranja, potrebno je izvršiti detaljnu finansijsku analizu preduzeća uključenih u procese poslovnog restrukturiranja. Finansijska analiza će biti usmerena na tri segmenta: procenu vrednosti preduzeća, oblike finansiranja i merila performansi preduzeća.

Drugo, što se tiče tržišta Srbije potrebno je razgraničiti procese vlasničkog od procesa strateškog restrukturiranja kompanija, jer završetkom procesa vlasničkog restrukturiranja kroz proces privatizacije i pretvaranje državne i društvene svojine u privatnu, stvoren je prvi preduslov za privlačenje stranih investitora na tržište Srbije i promenu vlasničke strukture preduzeća kroz procese preuzimanja preduzeća putem tržišta kapitala. Početkom XXI veka nakon izvršene privatizacije mnogih državnih preduzeća došlo je do povećanja stranih ulaganja u privredu Srbije. Slobodno se može reći da je došlo do početka prvog “talasa” merđžera i akvizicija na tržištu Srbije. Period ekonomsko-finansijske krize i “talasa” koji je usledio nakon kolapsa hipotekarnog tržišta SAD-a i bankrota mnogih velikih finansijskih institucija doveo je do povlačenja stranih investitora zbog povećanog rizika od ulaganja. Samim tim, važno jenapraviti presek stanja domaće privrede i sagledati koje su to ključne determinante razvoja koje utiču na povećanje oblika poslovnog restrukturiranja. Tranzicija srpske privrede podrazumeva brojne reforme kako mikro tako i makroekonomskog ambijenta, dok restrukturiranje predstavlja njen nezaobilazan proces ka jačanju privatnog sektora i približavanja preduzeća tržišnim uslovima privređivanja.

Treće, na osnovu komparativne analize odabranih zemalja Jugoistočne Evrope i Republike Srbije, poseban doprinos doktorska teza treba da se traži u pravcu objašnjenja razlika (prednosti i nedostataka) u oblasti poslovnog restrukturiranja preduzeća, kako bi se izveli zaključci o najbitnijim eksternim i internim faktorima koji uređuju oblast poslovnog restrukturiranja i utiču na njihov intenzitet. Kriterijumi istraživanja su usmereni na analizu eksternog okruženja, odnosno pravnog, privrednog i tržišnog amijenta odabranih zemalja kao i na analizu međusobnih oblika poslovnog restrukturiranja između odabranih zemalja. Sagledavanje ključnih determinanti razvoja i razlika u razvijenosti i institucionalnoj udaljenosti između odabranih zemalja, treba da posluži kao osnova za kreiranje optimalnog pravca rasta između odabranih zemalja.

Pitanja koja se u ovom delu istraživanja postavljaju:

1. Koja su bila ciljna preduzeća na tržištu Srbije, odnosno kakve su imali karakteristike?
2. Da li se budući targeti (tj. ciljna preduzeća) mogu predvideti na osnovu karakteristika već preuzetih preduzeća na tržištu Srbije?
3. Da li preduzeća kupci ostvaruju bolje ili lošije performanse u postakvizicionom periodu na tržištu Srbije?
4. Do kog stepena razvoja je stigao proces tranzicije u Srbiji?
5. Koji su najznačajniji podsticajni i ograničavajući faktori koji utiču na proces poslovnog restrukturiranja preduzeća u Srbiji?
6. Koji su najznačajniji eksterni faktori koji utiču na intenzitet poslovnog restrukturiranja u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope?
7. Da li institucionalne razlike između odabranih zemalja imaju ključnu ulogu u međusobnim oblicima poslovnog restrukturiranja?
8. Koji su bili oblici finansiranja preduzeća u postupku poslovnog restrukturiranja?
9. Koja su bila merila performansi poslovnog restrukturiranja?
10. Šta dalje preduzeti u delu finansijskog restrukturiranja radi ostvarivanja rasta vrednosti preduzeća?

Obrazloženje o potrebama istraživanja: Na osnovu rezultata koje je dala praksa u procesima poslovnog restrukturiranja preduzeća na američkom tržištu, zatim rezultata procesa preuzimanja na evropskom tržištu, potrebno je izvršiti analizu postojećih uslova poslovanja u kojem se sprovodilo poslovno restrukturiranje. Nakon toga, neophodno je definisati uslove za uspešnu primenu strategije eksternog rasta kroz procese poslovnog restrukturiranja preduzeća u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope.

Ciljevi istraživanja: Cilj istraživanja je usmeren na kreiranje optimalnog modela poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta preduzeća u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope. Kreiranje optimalnog modela na uzorku od nekoliko odabranih zemalja Jugoistočne Evrope (Srbija, Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Hrvatska, Makedonija i Slovenija) treba da pruži odgovor: da li je optimalniji model rasta za odabrane zemlje delimični model koji se realizuje kroz strategijske alijanse i zajednička ulaganja kao njihove pod oblike ili pun model koji se realizuje kroz merđžere i akvizicije.

Hipoteze istraživanja:

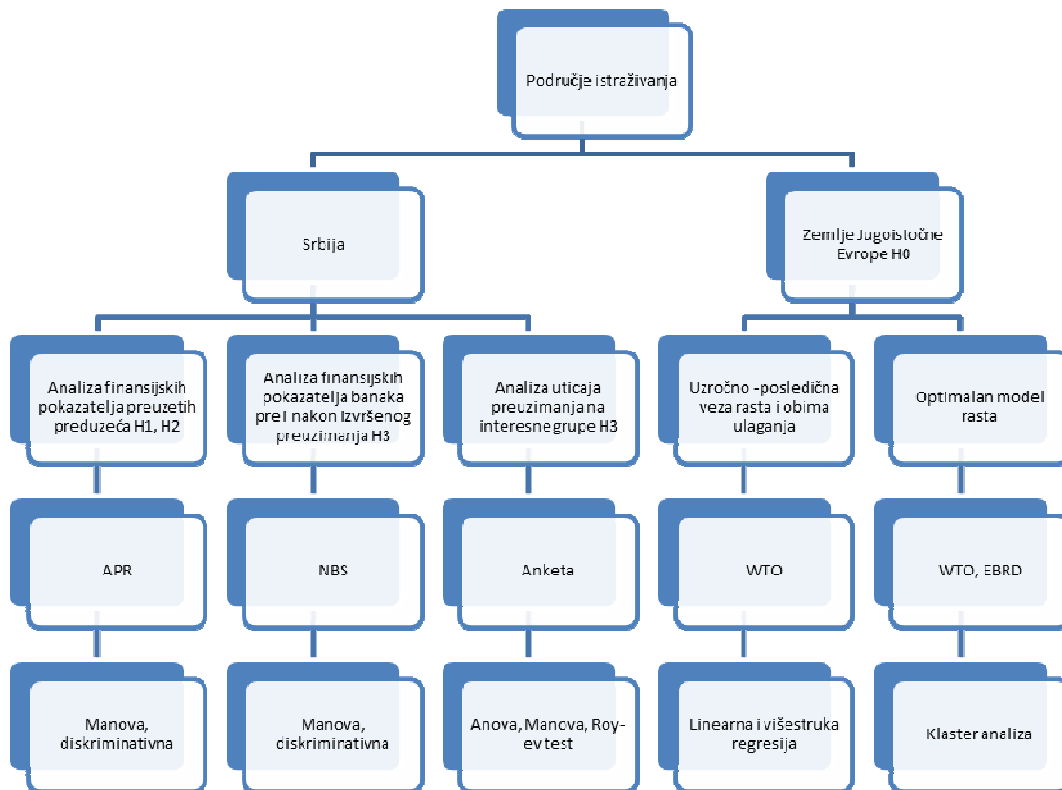
H0: Optimalan model poslovnog restrukturiranja u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kao pravac rasta je strategijska poslovna alijansa, tj. delimični model.

H1: Potencijalni kandidati za preuzimanje su ona preduzeća koja imaju visoku efikasnost, visoku likvidnost, nizak stepen leveridža i nisku profitabilnost u poređenju sa prosekom privredne grane.

H2: Način finansiranja merđžera i akvizicija zavisi od izabranog pravca rasta.

H3: Poslovno restrukturiranja kroz merđžere i akvizicije doprinosi kreiranju vrednosti za preduzeće kupca.

Šematski prikaz br.1 Konceptualni okvir istraživanja³



Metodologija istraživanja: Predmet istraživanja, postavljeni ciljevi i hipoteze će biti testirani primenom više istraživačkih metoda: metod indukcije i dedukcije, metod analize i sinteze, statističko-matematički metod, kvalitativno-kvantitativne metode obrade podataka i metod anketiranja putem uputnika. Kao što je navedeno, na šematskom prikazu br.1 pored anketnog upitnika koristiće se i sekundarni podaci, uglavnom finansijski i statistički izveštaji iz prezentiranih baza podataka. U zavisnosti od toga da li su u pitanju parametrijski ili neparametrijski podaci primeniće se odgovarajuće metode obrade podataka, koje u prvom redu podrazumevaju: deskripciju podataka, klasifikaciju podataka, objašnjenje podataka, naučno predviđanje, odnosno prognozu podataka, kako bi se izveli odgovarajući zaključci u vezi istraživanja.

Naučni doprinos istraživanja: Doktorska teza pod nazivom: *Finansijski aspekti poslovnog restrukturiranja preduzeća u zemljama Jugoistočne Evrope* treba da nakon komparativne analize i poređenja rezultata istraživanja Republike Srbije sa rezultatima istraživanja odabranih zemalja pruži naučni doprinos u definisanju činjenica u vezi kreiranja optimalnog modela poslovnog restrukturiranja radi ostvarivanja eksternog rasta preduzeća. Nakon definisanja optimalnog modela naučni doprinos se ogleda u definisanju mera za kreiranje institucionalnog okvira koji bi omogućio primenu optimalnog modela. Doktorska teza pruža

³ Izvor: Autor doktorske disertacije

naučni doprinos i u delu informativne podrške menadžerima prilikom predviđanja budućih targeta, kao i kreatorima ekonomske i finansijske politike prilikom definisanja mera za povećanje atraktivnosti tržišta koje bi dovele do povećanja modela poslovnog restrukturiranja kroz eksternu ekspanziju preduzeća.

Kratak pregled sadržaja doktorske disertacije:

U prvom delu biće prikazana uloga korporacije u savremenim tržišnim uslovima privređivanja. Budući da korporacija u savremenim uslovima predstavlja mrežu ugovornih odnosa između različitih stejholdera, tj. interesnih grupa, pristupiće se analizi agencijskog problema koji se javlja između njih. Zatim, analizu internih i eksternih mehanizama koji se koriste u rešavanju agencijskog problema i problema korporativnog upravljanja.

U drugom delu vršiće se analiza poslovnog restrukturiranja kao strateške odluke u funkciji eksternog rasta preduzeća. Eksterni rast preduzeća se najčešće realizuje kroz merdzere i akvizicije ili njihove alternativne oblike, kao što su strategijske alijanse i zajednička ulaganja. U ovom delu istraživanja vršiće se analiza navedenih oblika eksternog rasta preduzeća i biće prezentiran pregled brojnih empirijskih studija koje su se bavile izborom modela restrukturiranja preduzeća u funkciji njegovog eksternog rasta. Analiza motiva i izbor ciljne kompanije u zavisnosti od izabranog motiva, strategije i taktike odbrane od neprijateljskog preuzimanja, koje predstavljaju veoma bitne "poluge" u procesima poslovnog restrukturiranja preduzeća, biće takođe prezentirane u drugom delu istraživanja.

U trećem delu doktorske disertacije prikazaće se finansijska analiza preduzeća u postupku poslovnog restrukturiranja. Finansijska analiza će biti usmerena u tri pravca: Prvo, vršiće se procena vrednosti preduzeća kroz analizu finansijskih izveštaja preduzeća kupca i ciljnog preduzeća, kao i metoda procene vrednosti preduzeća. U ovom delu istraživanja biće prikazano empirijsko istraživanje autora doktorske disertacije o karakteristikama ciljnih preduzeća koja su bila predmet neprijateljskog napada na tržištu Srbije, kroz analizu finansijskih izveštaja ciljnih preduzeća. Zatim testiraće se hipoteza o uticaju procesa preuzimanja na performanse preduzeća u postakvizicionom periodu. Drugo, vršiće se analiza oblika finansiranja preduzeća u postupku poslovnog restrukturiranja. Treće, biće prezentiran kratak pregled merila performansi poslovnog restrukturiranja kao i rezultata istraživanja o merilima finansijskih performansi interesnih grupa primenom anketnog upitnika.

U četvrtom delu istraživanja, analiziraće se poslovno restrukturiranje na tržištu Srbije. Nakon "pada" Berlinskog zida 1989. godine otpočela je tranzicija u svim bivšim socijalističkim državama. Međutim, zbog raspada SFRJ i događaja koji su usledili nakon toga, tranzicija u Srbiji je prekinuta. Tranzicija u Srbiji je ponovo započela 2000. te godine. Nakon čitave jedne decenije unutrašnjih i spoljašnjih ograničenja, njena situacija je bila mnogo gora od one koja je postojala 1989. godine kada je tranzicija prvi put započeta. Druga faza je otpočela radikalno (donošenjem niza zakona svojstvenih tržišnoj privredi), a sve u cilju obezbeđivanja makroekonomske stabilnosti, deregulacije, liberalizacije, regulisanja odnosa sa međunarodnim finansijskim institucijama i privlačenja stranih investicija. Budući da jedan od

ključnih pokretača procesa tranzicije predstavlja privatizacija, u ovom delu istraživanja, prvo će se analizirati procesi vlasničkog preuzimanja preduzeća kroz proces privatizacije državnih i društvenih preduzeća, a kasnije i procesa merdžera i akvizicija putem tržišta kapitala. Poseban aspekt će biti stavljen na prehrambenu industriju, trgovinsku delatnost i banke koje su naročito bile zahvaćene procesima preuzimanja. Svetska ekonomsko-finansijska kriza je na najsvikovitiji način pokazala koliko je tržište postalo globalno, pa će se samim tim pristupiti i analizi procesa poslovnog restrukturiranja pre i nakon nastanka svetske ekonomsko-finansijske krize. Analizom eksternog ambijenta, definisaće se podsticajni i ograničavajući faktori koji utiču na obim poslovnog restrukturiranja u Srbiji.

U petom delu istraživanja analiziraće se poslovno restrukturiranje u funkciji eksternog rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope. Budući da će se vršiti analiza više zemalja, pristupiće se analizi sa makroekonomskog aspekta, sagledavanjem faktora koje utiču na izbor između punog i delimičnog modela eksternog rasta. S obzirom da determinante razvoja zemlje imaju jednu od najvažnijih uloga u procesima privlačenja stranog kapitala, pristupiće se detaljnoj analizi uzročno-posledične veze između oblika restrukturiranja i determinanti rasta. Zatim će se ispitati uticaj institucionalnih determinanti na međusobne oblike poslovnog restrukturiranja između odabranih zemalja, kako bi došlo do kreiranja optimalnog modela poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope.

I DEO: TRŽIŠTE KORPORATIVNE KONTROLE

1. Uloga korporacije u savremenim tržišnim uslovima privređivanja

U svom istraživačkom radu autori Jensen & Meckling, 1976⁴ baveći se teorijom firme sa stanovišta menadžerskog ponašanja, agencijskih troškova i vlasničke strukture, definišu privatnu korporaciju kao jednostavnu formu ugovornih odnosa između različitih interesnih grupa, odnosno stejholdera. Stejholderi predstavljaju lica koja polažu određena prava na novčane tokove preduzeća i na imovinu preduzeća. Akcionari kao vlasnici preduzeća poseduju samo rezidualna prava na novčane tokove preduzeća i imovinu preduzeća. Njihova prava se namiruju nakon namirenja prava ostalih interesnih grupa. U ostale interesne grupe se ubrajaju: akcionari, poverioci, zaposleni, menadžeri, država i društvena zajednica.

U savremenim tržišnim uslovima privređivanja, da bi korporacija opstala, treba da se prilagodi sve turbulentnijim uslovima poslovnog okruženja. Samim tim jedna od ključnih performansi korporacije jeste definisanje cilja koji želi korporacija da ostvari. Posmatrajući korporaciju kroz formu ugovornih odnosa između različitih interesnih grupa nameće se pitanje: kako definisati cilj, a da pri tome sve interesne grupe budu zadovoljne.

Ukoliko bi preduzeće težilo da zadovolji sve interesne grupe, pred menadžere bi se postavio nemogući zadatak. „Potrošači žele niske cene, visok kvalitet i kompletnu uslugu. Zaposleni žele visoke plate, visok kvalitet uslova rada i razne druge pogodnosti uključujući odmore, medicinsku zaštitu i penzije. Investitori žele nizak rizik i visok prinos. Šira društvena zajednica želi visoke doprinose, izdatke koji će biti u korist zajednice u celini, povećane lokalne investicije, stabilnu zaposlenost, pri čemu ova teorija, ne nudeći nikakve putokaze kako da menadžeri obezbede neophodni kompromis između navedenih suprotstavljenih interesa, zahteva da menadžeri donesu smislenu odluku koja će, pri tom, biti u skladu sa interesima svih interesnih grupa. Nameće se zaključak da je nemoguće vršiti istovremenu maksimizaciju u više dimenzija i da smisljeno ponašanje zahteva samo jednu ciljnu funkciju.”

⁵ Jedini cilj koji bi mogao da zadovolji sve interesne grupe mogao bi se odnositi na maksimiziranje tržišne vrednosti preduzeća.

Vrednost preduzeća određuje se preko četiri faktora: (1) sposobnosti preduzeća da generiše novčani tok po osnovu izabranih investicija, (2) diskontnom stopom putem koje se očekivani

⁴Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

⁵Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly* 12, 235-256. in: Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.7

prinosi izabranih investicija svode na sadašnju vrednost, (3) vremenskog perioda nastanka tih novčanih tokova, (4) troškom kapitala kao minimalnom zahtevanom stopom prinosa.⁶

Da bi preduzeće uvećalo svoju vrednost, budući novčani tokovi izabranih investicija koji se putem odgovarajuće diskontne stope svode na sadašnju vrednost treba da odbace prinose veće od zahtevane minimalne stope prinosa (trošak kapitala), koja meri rizičnost izvora finansiranja koje koristi ciljno preduzeće. Na osnovu toga, može se zaključiti da preduzeće može povećati vrednost ukoliko određenim odlukama i merama utiče na promenu tri ključne varijable vrednosti: neto novčani tok, visinu diskontne stope i visinu troška kapitala.

Međutim, ukoliko se korporacija posmatra kroz akcionare kao njene jedine vlasnike, koji angažuju menadžere da u njihovo ime vrše upravljanje korporacijom onda se ovaj cilj može suziti na maksimiziranje vrednosti akcionara. Najbolja mera koja reprezentuje ovaj cilj jeste tržišna cena akcije, jer ona u sebi inkorporira sve raspoložive informacije. Tržišne cene akcija se stalno ažuriraju, ukazujući investitorima na promene koje se dešavaju u preduzeću. One često negativno utiču na preduzeća naglim padom cena akcija ukoliko "loše informacije" skrivaju ili ih objavljuju sa zakašnjenjem. Brojne studije su potvrdile uticaj same najave spajanja određenog preduzeća na tržišnu cenu akcija.

Kritičari teorije o efikasnosti tržišta ističu da cene akcija ne sadrže u sebi sve raspoložive informacije, već da često menadžeri šalju tržištima „obmanjujuće, netačne i nepotpune” informacije, ističući često i pri tome asimetrične informacije, što sve zajedno utiče na činjenicu da investitori mogu doneti pogrešne odluke. Takođe, mnogi kritičari optužuju finansijska tržišta da su „kratkovida” i da u najvećoj meri apsorbuju kratkoročne, trenutne informacije. Dalje ih optužuju, da često i kad su informacije dostupne, i tačne, finansijska tržišta ne apsorbuju informacije na pravi način.

Budući da se analizira korporativno preduzeće, ostvarivanje navedenih ciljeva je u uskoj povezanosti sa tri ključna principa korporativnih finansija: (1) investicionim principom, (2) principom finansiranja, i (3) dividendnim principom. S tim u vezi, osnovni cilj preduzeća jeste da postavi takvu strukturu kapitala koja će obezbediti najniže troškove finansiranja. Zatim, da se opredeli za takve investicione projekte koji će obezbediti najvišu stopu prinosa kako bi došlo do povećanja vrednosti preduzeća. Isto se dalje reflektuje na rast tržišne cene akcija, samim tim i na rast dividende, što sve zajedno šalje pozitivan signal tržištu i investitorima o dobrim finansijskim prilikama preduzeća. Sve tri navedene odluke (investicione, finansijske i odluke o dividendi) treba da budu tako koncipirane i međusobno uslovljene da njihova primena dovede do povećanja vrednosti preduzeća, i stvaranja vrednosti za akcionare kao vlasnike dotičnog preduzeća.

⁶ Opširnije videti kod Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice*, 2nd. John Wiley&Son, Inc.

2. Agencijski problem i agencijski troškovi

Kao što je napred navedeno, korporacija predstavlja „ugovorni lanac” odnosa između različitih interesnih grupa. Svaka od tih grupa (akcionari, poverioci menadžeri, zaposleni, država i društvena zajednica) imaju svoje interese u preduzeću. Ostvarivanje interesa jedne grupe može biti realizovano na štetu druge grupe. Iz tih razloga mogu nastati konflikti koji mogu da izazovu značajne troškove u preduzeću. Takvi troškovi se u ekonomiji nazivaju agencijskim troškovima.

Prvi početnici koji su se bavili 1976.godine teorijom agencijskih troškova, strukturom vlasništva i menadžerskim ponašanjem su pomenuti autori Jensen & Meckling.⁷ Navedeni autori u svojoj empirijskoj studiji ističu da je ključ za smanjenje agencijskih troškova, upravo usklađivanje interesa menadžera sa interesima akcionara, odnosno mogućnost da i članovi upravljačkog odbora (CEO) imaju učešće u akcionarskom kapitalu preduzeća. Određena istraživanja novijeg datuma takođe potvrđuju ovu tezu (Offenberg, 2009).⁸

Karakteristično je, da menadžeri mogu doneti odluke koje će maksimizirati njihovu sopstvenu korist, ne vodeći računa o interesima akcionara, što može uticati na pad tržišne cene akcija. Takođe, ukoliko su vesti „loše”, ili preduzeće ostvaruje slabije rezultate, zbog opasnosti da će biti smenjeni interno ili eksterno, menadžeri, mogu tržištu poslati „lažne”, obmanjujuće ili nepotpune informacije, što kasnije opet negativno može da utiče na tržišnu cenu akcije preduzeća. Treba istaći da menadžeri mogu izvršiti pribavljanje dodatnih izvora finansiranja što će povećati rizik preduzeća, i može dovesti u otežanu poziciju postojeće poverioce preduzeća. Preduzeće može stvoriti kroz zagađenje životne sredine značajne posledice za društvo, a kroz izbegavanje plaćanja ili odlaganje plaćanja svojih zakonskih obaveza kroz poreze i doprinose, i značajne troškove za državu. Svi ovi konflikti, prouzrokuju agencijske troškove, i preduzeće mora pronaći mehanizme za njihovo smanjenje, suzbijanje ili pomirenje različitih interesa u preduzeću.

Akcionari mogu stimulisati menadžere da razmišljaju isto kao oni, nudeći im kompenzacije za dobre rezultate, ili nagrađujući ih opcijama za kupovinu određenog broja akcija, pri čemu i oni postaju delom vlasnici preduzeća. Poverioci se mogu zaštititi ukoliko prilikom pozajmljivanja novčanih sredstava unesu klauzulu koja zabranjuje preduzeću da se dodatno zadužuje, (preko određenog nivoa finansijskog rizika). Država i društvena zajednica mogu stvoriti dodatne troškove preduzeću ukoliko zbog ne ispunjavanja svojih obaveza i zbog prouzrokovanja određenih troškova budu trpeli i troškove sudskog postupka.

Agencijski troškovi nastaju zbog toga što više osoba (principala) angažuju druge osobe (agente) da donose odluke i vrše određene radnje u njihovo ime, pri čemu im je prethodno dato ovlašćenje. Često menadžeri (agenti) donose odluke koje su na štetu akcionara

⁷Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.

⁸Offenberg, D. (2009). Firm size and the effectiveness of the market for corporate control. *Journal of Corporate Finance* 15, 66-79.

(principala) vodeći računa isključivo o svojim interesima. Zbog postojanja agencijskog problema akcionari su zainteresovani da vrše monitoring i disciplinovanje menadžera.⁹

U teorijskim raspravama su najčešće prisutna dva mehanizma za disciplinovanje menadžera:

- (1) interni mehanizmi kroz korporativno upravljanje,
- (2) eksterni mehanizmi kroz tržište korporativne kontrole.

U najvećem broju slučajeva interno disciplinovanje menadžera vrši se putem borda direktora (upravnog odbora), dok se eksterno disciplinovanje vrši putem ponude za neprijateljsko preuzimanje preduzeća.

Kako je već istaknuto, preduzeća se razlikuju po tome dali je vlasništvo koncentrisano ili nije koncentrisano. Odnosno, dali je raspršeno, pri čemu se nalazi u rukama većeg broja akcionara, ili je skoncentrisano na nekoliko krupnih akcionara. I jedna i druga struktura vlasništva ima svoje prednosti, kao i potencijalne probleme. Kod difuznog vlasništva, prisutan je „free-rider” problem (problem „besplatne vožnje”), dok kod koncentrisanog vlasništva može da se javi ne zainteresovanost krupnih akcionara ukoliko poseduju akcije više preduzeća i žele da ulažu vreme i napor za monitoring i kontrolu menadžera.

Interno disciplinovanje menadžera može biti otežano zbog pomenutog “free-rider” problema (problema „besplatne vožnje”). „Free-rider” problem nastaje ukoliko akcionari poseduju određeno vlasništvo u preduzeću koje nije procentualno značajno, pa samim tim nisu zainteresovani da troše vreme i napor za monitoring i disciplinovanje menadžera. Akcionari očekuju da će ostvariti koristi, jer će drugi akcionari čije je procentualno učešće u vlasništvu veće isto učiniti umesto njih. Problem nastaje ako više akcionara razmišlja na takav način.

Autor Eisenhardt¹⁰ smatra da moralni hazard predstavlja drugo lice „free-rider” problema koji se najčešće javlja kada je vlasništvo u preduzeću difuzno. Problem moralnog hazarda se upravo javlja zbog činjenice da ukoliko ne postoji zainteresovanost za praćenje rada menadžera, tada menadžeri, svesni da neće snositi posledice svojih postupaka često mogu da donesu odluke koje nisu u najboljem interesu akcionara, ili ne ulažu napor kako bi preduzeće ostvarivalo bolje rezultate od postojećih.

Statički i dinamički model moralnog hazarda polazi od definisanja optimalne strukture kapitala, gde je polazna pretpostavka, da ukoliko postoji dominantni (veliki) akcionar, postoji veća motivacija za monitoringom menadžmenta, što sve zajedno doprinosi povećanju vrednosti preduzeća. Budući da se vlasnički udeo akcionara menja, a samim tim se i menja pozicija dominantnog akcionara potrebno je ovu analizu posmatrati i dinamički, uvođenjem vremenskih serija, jer dinamika vlasničke strukture ima vrlo značajan uticaj na vrednost kompanije, a samim tim i na promenu tržišne cene akcije preduzeća.¹¹

⁹Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360

¹⁰Eisenhardt, K. (1989). Agency-theory: An assessment and review. *Academy of Management Review* 14, 57-74.

¹¹ O statičkom i dinamičkom modelu moralnog hazarda opširnije videti kod Urošević dr Branko: *Kvantitativne metode u korporativnim finansijama*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009.godine, str.121-129

Takođe i eksterno disciplinovanje menadžera može biti otežano, ukoliko menadžeri znaju da će u slučaju realizacije neprijateljske ponude biti smenjeni, pa da bi sprečili preuzimanje uvode mere kao što su: „zelena pošta”, „zlatni padobran”, „otrovna pilula”¹² koje ili onemogućavaju preuzimanje i čine ga skupljim, ili obezbeđuju visoke kompenzacije menadžerima u slučaju da dolazi do preuzimanja preduzeća.

3. Korporativno upravljanje i interni mehanizmi rešavanja problema korporativnog upravljanja

Korporativno upravljanje u svom najužem smislu predstavlja interni mehanizam putem kojeg akcionari vrše monitoring i kontrolu menadžera. Akcionari to najčešće vrše putem odbora direktora, punomoći od strane akcionara, i od akcionara koji poseduju velike blokove akcija. Ti akcionari su najčešće predstavljeni kao institucionalni investitori.

Brojni autori (Gompers, Ishii, & Metrick, 2003),¹³(Black, Jang, & Kim, 2004),¹⁴(Baek, Kang, & Park, 2004),¹⁵(Klapper & Love, 2004),¹⁶(Bris & Cabolis, 2002)¹⁷ istraživali su kvalitet korporativnog upravljanja i ostvarene performanse preduzeća, odnosno doveli su u vezu kvalitet korporativnog upravljanja sa sledećim faktorima: (1) kretanjem tržišne cene akcija, (2) Tobin Q raciom, (3) P/E koeficijentom, (4) ostvarenim rezultatima, itd. Opšti zaključak navedenih autora glasi: da preduzeća sa slabijim, odnosno lošijim korporativnim upravljanjem imaju niži Tobin Q racio, nižu tržišnu cenu akcija, nizak P/E racio, kao i lošije poslovne rezultate u poređenju sa kontrolnom grupom preduzeća.

Autori Humphery-Jenner & Powell¹⁸ su analizirali 17.647 preuzimanja u okviru 45 zemalja i došli do zaključka, da velika preduzeća u zemljama gde je slabije tržišno upravljanje zarađuju značajno veće povrate pri najavi preuzimanja i imaju veće šanse da povećaju svoje operativne performanse nego u zemljama sa jakim tržišnim upravljanjem. Takođe, dokazano je da ove firme sklapaju brže poslove i da su akvizicije većinom prijateljskog karaktera. Dalje, autori su zaključili da političke veze takođe igraju bitnu ulogu kod sklapanja poslova i da ove koristi uglavnom prisvajaju velike firme. Autori zaključuju, da postoji veza između korporativnog upravljanja i veličine preduzeća.

¹² O merama i taktikama preuzimanja biće više reči u drugom poglavlju

¹³Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118, 107-155.

¹⁴Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2004). *Does Corporate Governance Predict Firms Market Values? Evidence from Korea*. University of Texas School of Law (SSRN).

¹⁵Baek, J.-S., Kang, J.-K., & Park, K. S. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 71, 265-313.

¹⁶Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging markets. *Journal of Corporate Finance* 10, 703-728.

¹⁷Bris, A., & Cabolis, C. (2002). *Corporate Governance Convergence by Contract: Evidence from Cross Border Mergers*. Yale No.02-32.

¹⁸Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance* 26, 57-77.

Interni mehanizmi kontrole se koriste u slučaju da menadžeri ne upravljaju preduzećem na optimalan način, odnosno ako preduzeće ostvaruje lošije performase od onih za koje akcionari smatraju da bi mogle biti ostvarene.

Kao što je već napomenuto, fenomen korporativno upravljanje je usko povezan sa agencijskim problemom, jer samo razdvajanje vlasništva i kontrole navodi na uspostavljanje određenih mehanizama putem kojih oni koji imaju vlasništvo vrše kontrolu nad onima koji su izabrani da donose odluke u njihovo ime. Često, interesi menadžera se ne poklapaju sa interesima akcionara i u takvim uslovima je teško obezbediti da menadžeri stave svoje interese u drugi plan i da uvek postupaju u skladu sa interesima akcionara.

Među najpoznatije interne mehanizme putem kojih se vrši disciplinovanje i monitoring menadžera spadaju: odbor direktora, skupština akcionara, i disciplinovanje od strane krupnih akcionara (koji poseduju velike blokove ili kontrolne pakete akcija).

Odbor direktora čine izabrani predstavnici akcionara koji prihvataju odgovornost za izbor, disciplinovanje, smenu i otpuštanje menadžera, kao i CEO (chief executive officer)-generalnog direktora preduzeća. Odbor direktora na ovaj način vrši nadzor nad radom imenovanih menadžera, snosi odgovornost za rezultate poslovanja i često, donosi one odluke koje su statutom preduzeća propisane, a koje ne mogu doneti samostalno imenovani menadžeri.

„Sposobnost odbora direktora da disciplinuje menadžere i učini ih odgovornima prema interesima akcionara je, takođe, oslabljena sledećim faktorima:

- (1) Mnoga lica koja su imenovana za članove odbora direktora ne mogu provesti puno vremena obavljajući poverene dužnosti, delom zbog drugih preuzetih obaveza, a delom zbog toga što su mnogi od njih članovi odbora direktora drugih akcionarskih društava.
- (2) Čak i oni direktori koji iskoriste svoje vreme pokušavajući da razumeju interno funkcionisanje preduzeća, obeshrabreni su nedostatkom vlastite ekspertize o mnogim pitanjima, naročito onima koja se odnose na računovodstvena pravila i tenderske ponude, te se zbog toga oslanjaju na eksterne stručnjake.
- (3) Iako većina direktora nije iz preduzeća, ona nisu nezavisni jer izvršni direktor preduzeća ima glavnu reč o tome ko će biti član odbora direktora.
- (4) Izvršni direktori određenih preduzeća su rado bili birani za članove odbora direktora drugih preduzeća, što dovodi do mogućeg konflikta interesa kada izvršni direktori različitih preduzeća sede jedan drugom u odboru direktora tih preduzeća.
- (5) Mnogi direktori imaju malo ili simbolično učešće u akcijskom kapitalu korporacija kojima upravljaju, što im onemogućava da saosećaju sa problemima akcionara kada cene akcija opadaju.”¹⁹

Da bi preduzeće bilo što efikasnije, u odboru direktora je poželjno da pored izabranih akcionara sede i nezavisni članovi (kao spoljni direktori) budući da nisu vlasnici preduzeća i da nisu u sukobu interesa sa ostalim interesnim grupama u preduzeću. Njih jedino interesuju

¹⁹Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice*, 2nd. John Wiley&Son, Inc, str.17

ostvareni rezultati preduzeća. Što je odbor direktora sastavljen od manje članova (Faleye, 2003),²⁰ i što je više nezavisnih članova u njemu, na taj način je njegova efikasnost u disciplinovanju menadžera veća (Weisbach, 1988).²¹ Ovakav stav je u saglasnosti sa istraživanjima (Monks, 2002)²² o uticaju broja direktora na mehanizam kontrole. Suprotno ovim navodima, (Koke, Dherment-Ferere, & Renneboog, 2001)²³ na istraživanju sprovedenom na tržištima Belgije, Francuske, Nemačke i Velike Britanije, ističu da je bord efikasniji ukoliko je sastavljen od više članova. Međutim autori ističu da spoljni direktori povećavaju efikasnost disciplinovanja menadžera na tržištima Belgije i Francuske, što nije slučaj u Nemačkoj i Velikoj Britaniji gde spoljni direktori više podržavaju menadžere. Navedeni autori dalje zaključuju, za sve zemlje, da uloga krupnih akcionara u poređenju sa ostvarenim rezultatima preduzeća nije statistički značajna.

Odbor direktora je zadužen za praćenje rezultata rada izabranih menadžera, a samim tim je zadužen i za određivanje njihovih kompenzacija. Motivisanim menadžerima je svakako u interesu da postupaju u skladu sa interesima akcionara. Međutim, često se postavlja pitanje: da li dve strane, odbor direktora i izabrani menadžeri, jednako vrednuju rezultate rada i definisane kompenzacije, ili je to dodatni izvor sukoba interesa i nezadovoljstva u preduzeću. Sistem kompenzacija treba da bude tako postavljen da stimuliše menadžere na dodatno zalaganje, odnosno da pored ugovorenog iznosa zarade postoje jasno definisani bonusi, nagrade, učešće u dobitku i drugi stimulansi koji dodatno motivišu menadžere na ostvarivanje ciljeva preduzeća i smanjenje agencijskog problema.

Skupština akcionara se najčešće održava jednom godišnje. Treba istaći, da u preduzećima u kojima je veoma difuzno vlasništvo često postoji nezainteresovanost akcionara za njihovo prisustvo. Skupština akcionara može doneti odluku o smeni članova odbora direktora, a nakon toga i izvršnih menadžera, samostalno ili preko punomoćnika. Međutim, skupština akcionara ne predstavlja toliko efikasan i popularan mehanizam za disciplinovanje menadžera. Isto je prisutno upravo zbog difuznog vlasništva da manjinski akcionari nisu mnogo zainteresovani da troše svoje vreme i napor za praćenje rezultata rada menadžera (zbog prisutnog "free-rider" problema). Isto tako i skupštine akcionara su uglavnom retke i u velikim preduzećima slabo posećene. Ovaj problem se smanjuje ukoliko postoji kumulativni sistem glasanja koji omogućava manjinskim akcionarima da kumuliraju svoje glasove i utiču na određene odluke preduzeća, ili su prisutni krupni akcionari u vlasničkom kapitalu preduzeća.

Krupni akcionari obuhvataju akcionare koji poseduju "blokove" akcija u preduzeću koja njima omogućavaju određena kontrolna prava, a samim tim i mogućnost uticanja i donošenja određenih odluka u preduzeću. U ulozi krupnih akcionara najčešće se nalaze institucionalni

²⁰Faleye, O. (2003). *Are Large Board Poor Monitors? Evidence from CEO Turnover*. Radni materijal SSRN.

²¹Weisbach, M. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431-460.

²²Monks, R. A. (2002). Creating Value Through Corporate Governance. *Corporate Governance Vol. 10*, 116-123.

²³Koke, J. F., Dherment-Ferere, I., & Renneboog, L. (2001). *Corporate Monitoring by Blockholders in Europe: Empirical Evidence of Managerial Disciplining in Belgium, France, Germany and the UK*. <http://ssrn.com>: ZEW Discussion Paper No. 01-24.

investitori koji poseduju „blokove” akcija u mnogim preduzećima, kreirajući na taj način optimalni portfolio preduzeća.

Pored institucionalnih investitora, u ulozi krupnih akcionara često se nalaze banke, što je naročito prisutno na evropskom tržištu gde preduzeća u većoj meri koriste finansiranje po osnovu dugova, odnosno bankarskih kredita (Edwards & Nibler, 2000),²⁴(Morck, Nakamura, & Shivdasani, 2000),²⁵(Koke, Dherment-Ferere, & Renneboog, 2001).²⁶

4. Eksterni mehanizmi rešavanja agencijskog problema-tržište korporativne kontrole

Ukoliko se interni mehanizmi kontrole pokažu kao neuspešni postoji još jedan mehanizam za disciplinovanje menadžera, a to je tržište korporativne kontrole. Tržište korporativne kontrole predstavlja eksterni mehanizam za disciplinovanje menadžera, za koji mnogi teoretičari smatraju da je jedini mehanizam za rešavanje agencijskog problema između različitih interesnih grupa.

Ukoliko se interni mehanizmi kontrole (odbor direktora, skupština akcionara i krupni akcionari) pokažu kao ne efikasni, a menadžment preduzeća pri tome ostvaruje „loše” rezultate, takva preduzeća mogu postati „mete” neprijateljskog preuzimanja. Smatra se da su ciljna preduzeća, na tržištu korporativne kontrole, ona preduzeća koja ostvaruju lošije performanse od tržišnog proseka, pa samim tim napadači kao motiv za preuzimanje pored sinergije koja se najčešće navodi kao motiv preuzimanja, očekuju i vrednost kontrole koja će se pojaviti smenom lošeg menadžementa, pod uslovom da se preduzećem ne upravlja na optimalan način. Vrednost kontrole se kreira na osnovu razlike između sadašnje procene vrednosti preduzeća i procene kakva bi se ostvarila da se preduzećem upravlja na optimalan način. Postavlja se pitanje: kako meriti vrednost kontrole i ko su „mete” neprijateljskog preuzimanja. U svom istraživanju (Palepu, 1986)²⁷ poredi ciljna i ne-ciljna preduzeća i ističe da su ciljna preduzeća kao mete neprijateljskog preuzimanja bila manje veličine od ne ciljnih preduzeća. Autor North²⁸ ističe da su „mete” neprijateljskog preuzimanja ona preduzeća kod kojih direktori(menadžeri) imaju manje učešće u kapitalu preduzeća. Autor Weir²⁹ ističe da su ciljna preduzeća pretežno ona koja ulažu u „loše” investicione projekte, odnosno, imaju slobodna novčana sredstva, ali slabe investicione mogućnosti.

²⁴Edwards, J., & Nibler, M. (2000). Corporate Governance in Germany: the Role of Banks and Ownership Concentration. *Economic Policy Vol.15, No.31*, 237-267

²⁵Morck, R., Nakamura, M., & Shivdasani, A. (2000). Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan. *Journal of Business Vol.73.No.4*.

²⁶Koke, J. F., Dherment-Ferere, I., & Renneboog, L. (2001). *Corporate Monitoring by Blockholders in Europe: Empirical Evidence of Managerial Disciplining in Belgium, France, Germany and the UK*. <http://ssrn.com: ZEW Discussion Paper No. 01-24>.

²⁷Palepu, K. G. (1986). Predicting takeover targets. A methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8, 3-35.

²⁸North, D. S. (2001). The Role of Managerial Incentives in Corporate Acquisitions: The 1990s Evidence. *Journal of Corporate Finance* 7, 125-149.

²⁹Weir, C. (1997). Corporate Governance, Performance and Take-Overs: An Empirical Analysis of UK Mergers. *Applied Economics* 29, 1465-1475.

Samo postojanje tržišta korporativne kontrole i pretnje da preduzeće može biti “meta” neprijateljskog preuzimanja deluje disciplinujuće na postojeći menadžment. Međutim, menadžeri poseduju brojne taktike i mere odbrane od neprijateljskog preuzimanja kao što su: „otrovna pilula”, „zlatni padobran”, „ucene zelene boje”, kao i izmenene statuta preduzeća, što sve dodatno otežava preuzimanje potencijalnim napadačima preduzeća. Veći broj autora je došao do zaključka, da izmene u statutu preduzeća se odražavaju negativno ili minorno utiču na kretanje tržišne cene akcija ciljnog preduzeća.³⁰

Ono što dodatno komplikuje neprijateljsko preuzimanje odnosi se na izvore finansiranja. Od potencijalnih napadača se očekuje da obezbede velika finansijska sredstva za realizaciju preuzimanja i preuzimanje kontrolnog paketa akcija za koje nemaju odobrenje menadžera ciljnog preduzeća. Neprijateljska preuzimanja su naročito bila prisutna u okviru četvrtog talasa merdžera i akvizicija upravo zbog razvoja tržišta niskorangiranih obveznica „junk” gde su preduzeća mogla vrlo lako da dođu do finansijskih sredstava, ali uz prisutne velike rizike. Sprovođenje neprijateljskog preuzimanja podrazumeva vrlo često prikupljanje sredstava putem emisije hartija od vrednosti i uzimanjem bankarskih kredita što sve dodatno povećava finansijski rizik preduzeća, pa samim tim, potencijalni napadači moraju biti vrlo oprezni kod procenjivanja vrednosti kontrole kao motiva za njihovo preuzimanje.

Velik broj autora (Scharfstein, 1988),³¹(Andrade, Mitchell, & Stafford, 2001),³² (Jensen, 1986),³³ (Jensen&Ruback, 1983)³⁴ u svojim radovima ističu da neprijateljske ponude karakterišu znatno veći prinosi od prijateljskih ponuda, upravo zbog tog disciplinirajućeg mehanizma. Samim tim jako je važno pravilno proceniti vrednost kontrole i koristi koje se mogu ostvariti smenom menadžmenta ciljnog preduzeća. Da bi se kreirala vrednost, premija kontrole treba da utiče na vrednost kroz povećanje prihoda ili smanjenje troškova. Ukoliko vrednost nije pravilno utvrđena tada ona može dovesti do preplaćivanja transakcije preuzimanja i velikih gubitaka za kupca dotičnog preduzeća.

³⁰Videti opširnije u Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd Edition*. New Jersey: John Wiley&Sons, In., Hoboken, New Jersey, str.475

³¹Scharfstein, D. (1988). The disciplinary Role of Takeovers. *The Review of Economic Studies* Vol.55 , 185-199.

³²Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspective on Mergers. *Journal of Economics Perspectives* 15 , 103-120

³³Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 , 323-329.

³⁴Jensen, Michael C.; Ruback, Richard S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics* Vol.11 , 5-50.

II DEO: POSLOVNO RESTRUKTURIRANJE KAO STRATEŠKA ODLUKA U FUNKCIJI EKSTERNOG RASTA PREDUZEĆA

1. Rast kao strateška odluka preduzeća

U sve turbulentnijim uslovima privređivanja, uporedo sa procesima globalizacije, deregulacije i tehnološkog napretka, preduzeća su prinuđena da reaguju anticipativno, odnosno da donose one strateške odluke koje bi im obezbedile opstanak i razvoj, u sve konkurentnijem tržišnom ambijentu. Rast kao strateška odluka preduzeća u takvim uslovima postaje neminovnost, a izbor strategije nastupa na tržištu zavisi pre svega od internih mogućnosti preduzeća i faktora eksternog okruženja. S toga, izbor strategije nastupa predstavlja kompleksan proces koji podrazumeva, sagledavanje šansi i opasnosti, jakih i slabih strana preduzeća, definisanje faktora internog i eksternog okruženja, a sve to u funkciji realizacije postavljenog cilja preduzeća i poboljšanja njegovih poslovnih performansi.

Ključno pitanje za svako preduzeće glasi: koje aktivnosti treba interno razvijati zatim koje eksterno razvijati i koje su metode rasta za preduzeće bolje: interni (unutrašnji) rast ili eksterni (spoljašnji) rast. Unutrašnji rast je postepen i spor, dok je eksterni rast rizičniji, skuplji, ali s druge strane može da obezbedi visoke profite i prosperitet preduzeća. Mnoge tržišne prilike su trenutne i ako ih preduzeće odmah ne iskoristi i blagovremeno ne reaguje na njih, one postaju propuštene šanse.

Eksterni rast se najčešće realizuje kroz merdžere i akvizicije, ili njihove alternativne oblike, kao što su zajednička ulaganja i strategijske alijanse, a sve u cilju poboljšanja performansi preduzeća i uvećanja njegove vrednosti. Eksterni rast može biti realizovan i kroz greenfield investicije koje podrazumevaju direktna ulaganja na strano tržište, pri čemu strani ulagač gradi potpuno novi objekat. Ovaj oblik ulaganja predstavlja ekspanziju preduzeća na nova tržišta naročito onda kada preduzeće poseduje specifične resurse i kompetencije i kada želi da ostvari dobit u drugoj zemlji.

Postoje dva osnovna pravca rasta preduzeća, a to su ekspanzija i diverzifikacija. Ekspanzija se najčešće realizuje kroz horizontalne i vertikalne oblike kombinovanja preduzeća, dok se diverzifikacija realizuje kroz konglomeratske oblike kombinovanja preduzeća.

Ekspanzija podrazumeva:

- (1) penetraciju tržišta (dubinski razvoj postojećeg proizvoda na postojećem tržištu),
- (2) razvoj tržišta (razvoj i distribucija postojećeg proizvoda na novom tržištu),
- (3) razvoj proizvoda (razvoj i implementacija novog proizvoda na postojećem tržištu).

Diverzifikacija zapravo predstavlja ekspanziju preduzeća izvan oblasti poslovanja dotičnog preduzeća.

Tempo rasta preduzeća podrazumeva kontinuelan proces prilagođavanja preduzeća tržišnim uslovima privređivanja, odnosno praćenje preduzeća kroz njegov životni ciklus (početnu fazu, fazu rasta, razvoja i zrelosti). Tempo rasta preduzeća zapravo prikazuje kako se menja pozicija preduzeća u privrednoj grani u odnosu na njegove konkurente.

Pokretački faktori eksternog rasta preduzeća su sledeće promene u okruženju: globalizacija tržišta, deregulacija tržišta kapitala, privatizacija preduzeća, tehnološke promene, agresivnija uloga institucionalnih investitora, antimonopolska politika, unapređenje računovodstvene regulative, konsolidacija fiskalnog sistema, liberalizacija trgovine, itd.

„Globalizacija obuhvata sve oblike ekonomskog povezivanja nacionalnih privreda preduzeća preko svetskog tržišta, pri čemu su merđžeri i akvizicije njen najčešći pojavi oblik. Globalno okruženje "primorava" kompanije na koncentraciju putem spajanja, preuzimanja i drugih oblika integracija preduzeća.“³⁵Globalizacija tržišta podrazumeva spajanje odvojenih nacionalnih tržišta u jedno veliko globalno tržište. Ukidanje uvoznih barijera, smanjenje troškova koji nastaju ulaganjem u kompanije koje su nosioci visokih ulaganja u novu tehnologiju (istraživanje i razvoj, informaciona tehnologija, razvoj novih proizvoda, usvajanje menadžerskih metoda) predstavljaju važne pokretačke faktore za sve oblike poslovnog restrukturiranja preduzeća. Globalizacija je dovela do pojave globalnih kompanija i brisanja nacionalnih granica, sve veće konkurentnosti, kao i izloženosti preduzeća potencijalnim konkurentima (napadačima).

Otvaranju tržišta prethodio je proces deregulacije i privatizacije, naročito onih preduzeća u kojima je preovladavala državna svojina. Budući da je privatizacija preduzeća, jedan od stubova tranzicione ekonomije, ona zapravo predstavlja prvu fazu prelaska preduzeća na tržišni sistem privređivanja. Brisanjem nacionalnih granica i pretvaranjem državne i društvene svojine preduzeća u privatnu, povećava se konkurentnost tržišta, ali i izloženost preduzeća tržišnim mehanizmima, što sve dalje primorava preduzeća da razmišljaju globalno i da konstantno preispituju svoje strategijske odluke u promenljivom i diskontinuelnom okruženju.³⁶

Poslovno restrukturiranje preduzeća predstavlja neophodan uslov bez kojeg nema privrednog oporavka, rasta i razvoja preduzeća. Izbor strategija rasta, podrazumeva, sagledavanje kritičinih internih faktora uspeha preduzeća, konkurentske strukture privredne grane u kojoj preduzeće posluje, pozicije preduzeća u toj privrednoj grani i pokretačkih faktora koje diktira eksterno okruženje.

2. Značaj poslovnog restrukturiranja preduzeća

U savremenim uslovima poslovanja, jedna od bitnih karakteristika poslovanja svake kompanije odnosi se na brzinu reagovanja na promenljive uslove tržišnog okruženja. Ukoliko

³⁵ Mihajlov-Denčić, K. (2009). *Preuzimanje preduzeća: istorijski i konceptualni prikaz*. Niš: Ekonomski fakultet u Nišu, str. 23

³⁶ Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.17-18

su promene u tržišnom okruženju brze i kompleksne, utoliko se i od kompanija očekuje da ne vrše samo prilagođavanje promenama, već da deluju i anticipativno. Brze i kompleksne promene u strukturi ponude proizvoda i usluga, pored promena koje se odnose na cene, kvalitet, i tehnologiju, povezane su i sa promenama u vlasničkoj strukturi kompanija.³⁷

Značaj restrukturiranja preduzeća proizilazi iz potrebe preduzeća za što boljim tržišnim pozicioniranjem u promenljivim uslovima tržišnog poslovanja. „Pojam restrukturiranje je veoma složen fenomen i sadrži veći broj pojedinačnih aktivnosti koje podrazumevaju spajanja, udruživanja, kupovinu i preuzimanje drugih organizacija, odbranu od pokušaja preuzimanja, zajednička ulaganja, kreiranje strategijskih alijansi, prodaju organizacionih delova, napuštanje poslova, dezinvestiranje u pojedine delatnosti ili segmente poslovanja, razdvajanje ili cepanje oragnizacije, promene poslovnog portfolia, ponude proizvoda i usluga, izmene strukture kapitala i finansijske strukture, privatizaciju i druge aktivnosti na promeni strukture vlasništva, promene u domenu kontrole nad preduzećem (otkup akcija, LBO, ESOP, itd), čitav niz organizacionih promena, kao što su smanjivanje broja organizacionih ili upravljačkih nivoa (downsizing), promene tehničko-tehnološke prirode, nove marketing strategije, itd.”³⁸

Može se istaći da se restrukturiranje preduzeća kod zemalja koje su u tranziciji objašnjava kao proces koji vodi uspešnom poslovanju preduzeća. „Preciznije, restrukturiranje u makroekonomskom smislu se odvija u dva glavna pravca – u ohrabrivanju preduzetništva baziranog na privatnom vlasništvu i sveukupnoj restauraciji preduzetništva u tranzicionim ekonomijama i drugo, u privatizaciji društvenih i državnih preduzeća i kreiranju novog privatnog biznisa. U mikroekonomskom smislu, odnosi se na povećanje efikasnosti kroz već pomenute promene u organizacionoj strukturi, operacijama i finansijskoj kontroli, kao i uvođenje marketing koncepta kao kritičnog elementa i poslovne funkcije restrukturiranog preduzeća.“³⁹

Svetska ekonomska kriza je na „dramatičan” način pokazala u kojoj meri je ekonomija postala globalna. Ekonomska kriza, kao rezultat “kolapsa” hipotekarnog tržišta je počela u leto 2007.godine, a naglo se razvila tokom 2008.godine. Prvo se pojavila u Americi i ubrzo nakon njenog pojavljivanja proširila se na tržište Evrope i druge delove sveta. Njene posledice su različito osetile razvijene zemlje, nerazvijene zemlje i zemlje u tranziciji. Zbog nemogućnosti naplate potraživanja izazvane padom vrednosti nekretnina, lošeg boniteta dužnika kojima su odobravani hipotekarni krediti, došlo je do bankrota mnogih vodećih finansijskih institucija na američkom tržištu. Panika izazvana u finansijskom sektoru se ubrzo proširila i na realni sektor što je dovelo do smanjenja potrošnje i tražnje, a samim tim i do propadanja mnogih preduzeća koja nisu uspela da se izbore sa novonastalom situacijom na tržištu.

³⁷ Đurasinović, J., Milenković, N., & Ikončić, D. (2010). Strategija restrukturiranja kompanija u funkciji rasta i razvoja kompanija, XV Internacionalni naučni skup: *Učenje, inovacije i rast organizacija u kontekstu strategijskog upravljanja*. Subotica: Ekonomski fakultet u Subotici.

³⁸ Erić, D. D., & Stošić, I. S. (2013). *Korporativno restrukturiranje*. Beograd: Čigoja štampa, str.5

³⁹ Samonis, V. (1998). *Enterprise Restructuring and Foreign Investment in the Transforming East*. The Haworth Press, Inc, u: Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.18

Sveobuhvatnim delovanjem ekonomsko-finansijske krize gubici su bili sve veći, obuhvatili su veći broj učesnika finansijskog tržišta, došlo je do naglog pada vrednosti indeksa na svetskim finansijskim berzama. Gubici su nastajali i u trgovini sa finansijskim derivatima, tako da se kriza veoma brzo prenela sa tržišta SAD-a na tržište Evrope i druge delove svetskog tržišta.

Ekonomsko-finansijska kriza je uticala na smanjenje priliva novčanih sredstava, što je dalje uticalo na usporavanje privrednog rasta, zatvaranje mnogih preduzeća, otpuštanje velikog broja radnika i naravno do naglog pada životnog standarda stanovništva. Banke su bile suočene sa smanjenom tražnjom za kreditima u periodu velikih otpuštanja i bankrota mnogih preduzeća, kao i nemogućnosti naplate odobrenih kredita. U realnom sektoru došlo je do naglog smanjenja tražnje stanovništva, čiji pad su najviše osetile industrijske grane, naročito građevinska industrija i industrija proizvodnje automobila, pri čemu prehrambena industrija nije pretrpela tako ogromne gubitke.⁴⁰

U uslovima ekonomsko-finansijske krize dolazi do povećanja rizika. Rizici kao što su politička nestabilnost (konflikti, korupcija, nedefinisana struktura vlasništva), i ekonomsko-finansijska nestabilnost (fluktuacija deviznog kursa, promene kamatne stope, recesija, inflacija) predstavljaju veoma bitne poluge u izgradnji poverenja investitora i kreiranja ambijenta za koji jesu, ili nisu zainteresovani strani investitori. U takvim uslovima eksterni rast postaje glavni pokretač privrednog razvoja, jer bez rasta i razvoja preduzeća nema ni privrednog oporavka zemlje. Preduzeće predstavlja stub čije reforme bitno utiču na tržišne uslove privređivanja i razvoj tržišta kapitala. S toga, izbor metoda rasta, odnosno strategije nastupa na finansijskom tržištu u velikoj meri utiče na promenu pozicije konkretnog preduzeća i ostalih učesnika globalnog tržišta.

3. Oblici poslovnog restrukturiranja preduzeća u funkciji eksternog rasta preduzeća

Poslovno restrukturiranje u funkciji eksternog rasta preduzeća najčešće se izjednačava sa pojmovima merdžera i akvizicija. Međutim, poslovno restrukturiranje preduzeća obuhvata čitav niz strategija koje preduzeće može da preduzme kako bi poboljšalo svoje poslovne, posebno finansijske performanse.

Poslovno restrukturiranje u funkciji eksternog rasta preduzeća ne treba izjednačavati sa pojmovima koji se odnose na strane direktne investicije. Strane direktne investicije obuhvataju oblike ulaganja kapitala van granica jedne zemlje, pa se stoga i privatizacija preduzeća smatra prekograničnom M&A aktivnošću.

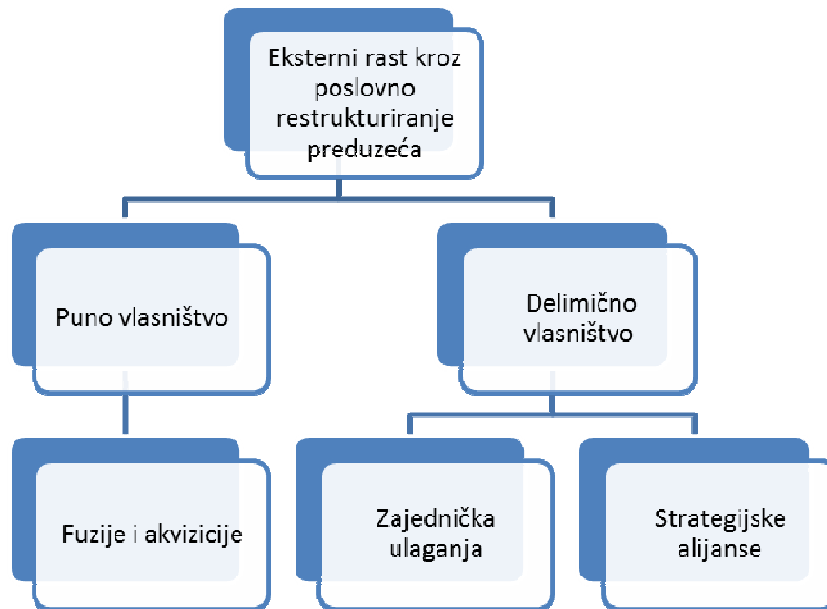
Najšira definicija direktnih stranih investicija obuhvata pet glavnih oblika investicija: „greenfield investicije (nova preduzeća), braunfield investicije (proširenje ili reinvestiranje u

⁴⁰ Đurasinović, J., & Milenković, N. (2012). Uticaj direktnih stranih investicija na proces restrukturiranja privrede Srbije. XVII Internacionalni naučni skup: *Strategijski menadžment i prevazilaženje ekonomsko-finansijske krize*. Subotica: Ekonomski fakultet u Subotici.

postojeće podružnice ili lokacije u inostranstvu), fuzije&akvizicije (M&A), privatizacija i investicija u vlasništvo, i novi oblici investicija (zajednička ulaganja, strateško udruživanje, licenciranje i drugi ugovori o ortačkim društvima).⁴¹

Pojam poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta preduzeća, u ovoj doktorskoj disertaciji, kada je reč o mikroekonomskom aspektu, obuhvataće sve navedene pojmove osim greenfield investicija, jer one obuhvataju otvaranje novih preduzeća, a ne restrukturiranje postojećih preduzeća.

Šematski prikaz br.2 Eksterni rast kroz poslovno restrukturiranje preduzeća⁴²



Akvizicije podrazumevaju neprijateljsku transakciju preuzimanja drugog preduzeća (ciljnog preduzeća), pri čemu kupljeno preduzeće prestaje da postoji kao samostalni entitet i postaje sastavni deo preduzeća kupca. Različiti motivi pokreću ovakav oblik poslovnog restrukturiranja preduzeća, među kojima se posebno izdvajaju: motivi poslovne i finansijske sinergije, motiv kontrole i rast tržišnog učešća. Uspešno sprovedena akvizicija donosi obostranu korist i za preduzeće kupca i za ciljno preduzeće. Realizacijom sinergetskih efekata ostvaruju se koristi za preduzeće kupca, a za ciljno preduzeće koristi nastaju kroz premiju koja se plaća prilikom preuzimanja kao i očekivanim rastom tržišne cene akcija nakon izvršenog integrisanja, prilivom kapitala, znanja, resursa, kao i priliva menadžerskih i marketinških veština.

U početnoj fazi tranzicije, akvizicije su se odvijale u obliku privatizacije postojećih državnih i društvenih preduzeća, tj. učestvovanja stranih investitora u privatizaciji domaćih preduzeća. Privatizacija predstavlja osnovu uspostavljanja tržišnih odnosa i tržišnih uslova privređivanja, odnosno početni uslov tranzicije preduzeća. Brownfield predstavlja investiciju gde strano preduzeće započinje poslovanje na mestu (zgradi, objektu, postrojenju) koje je i ranije služilo

⁴¹ Centar za liberalno-demokratske studije (2008). *Greenfield strane direktne investicije u Srbiji*. Beograd, str.14

⁴² Izvor: Autor doktorske disertacije

proizvodnji ili drugoj poslovnoj aktivnosti i gde već postoji određena infrastruktura. Brownfield investicija predstavlja, akviziciju povezanu sa restrukturiranjem preduzeća.

Fenomen blizak akviziciji i potpunom sticanju vlasništva odnosi se na parcijalnu akviziciju preduzeća. Parcijalna akvizicija podrazumeva sticanje od 10-95% vrednosti kapitala preduzeća. Parcijalna akvizicija je ishod pregovora između sticaoca i druge strane koja želi da zadrži neki uticaj na budućnost preduzeća. Parcijalne akvizicije se predlažu kada postoje asimetrične informacije, zbog veće institucionalne udaljenosti zemlje domaćina i zemlje sticaoca, kada je rizik ulaganja u određenu zemlju visok i kada je veća neizvesnost u poslovanju preduzeća. Budući da se ovi argumenti u potpunosti slažu sa argumentima koji idu u prilog zajedničkim ulaganjima, jedan broj autora izjednačava parcijalne akvizicije sa zajedničkim ulaganjima. Međutim, između ovih pojmova treba praviti razliku, jer kroz zajedničko ulaganje nastaje novo preduzeće, dok parcijalna akvizicija podrazumeva ulaganje u postojeće bez sticanja kontrole tako da je naročito pogodna za privatizaciju državnih preduzeća visokog industrijskog značaja.⁴³

Kreatori politike mogu smatrati parcijalne akvizicije korisne da se ublaži ekonomski i društveni uticaj na prenos vlasništva u velikim firmama, koje su predmet značajnih strukturnih promena. Postoje razni modaliteti sprovođenja parcijalne akvizicije. Činjenica je, da jedno preduzeće može da učestvuje u parcijalnoj akviziciji, dok može i više malih privatnih vlasnika da zajednički učestvuje u parcijalnoj akviziciji, deleći učešće u vlasništvu.⁴⁴ Dakle, reč je o zajedničkoj kupovini postojećeg preduzeća. Ovaj model restrukturiranja je naročito pogodan za privatizaciju državnih preduzeća koja zahtevaju visoka investiciona sredstva.

Zajedničko ulaganje (joint venture) podrazumeva ulaganje preduzeća iz dve zemlje, pri čemu je najčešće jedna od tih zemalja, zemlja u kojoj se osniva zajedničko preduzeće, dok druga zemlja na taj način ulazi na strano tržište.⁴⁵ Zajedničko ulaganje podrazumeva zajedništvo u vlasništvu, odlučivanju, kontroli, raspodeli dobiti pa samim tim i zajedništvo u gubicima i podeli rizika. Iz tih razloga joint venture je naročito pogodan za zemlje u kojima postoje visoke barijere ulaska, ili nepovoljna politika lokalne Vlade prema drugim oblicima ulaganja. Opredeljujući se za zajedničko ulaganje, kompanija koja tim putem ulazi na strano tržište izbegava rizik nedovoljnog poznavanja stranog tržišta, vladajućih uslova konkurencije, odgovarajućeg menadžmenta, potrebnih znanja i iskustava. Pored ušteda u kapitalu i sopstvenim resursima ovaj model podrazumeva i podelu rizika i oslanjanje na drugo preduzeće koje osniva zajedničko preduzeće na domaćem tržištu, poznajući mnogo bolje prilike ulaganja od drugog partnera, tj. preduzeća iz druge zemlje.

⁴³Jakobsen, K., & Meyer, K. E. (2008). Partial Acquisition: The Overlooked Entry Mode. In J. H. Dunning, & P. Gugler, *Foreign direct investment, location and competitiveness, Progress in International Business Research 2* (pp. 203-226) Elsevier Science

⁴⁴Lopez Duarte, C., & Canal-Garcia, E. (2004). The Choice Between Joint Ventures and Acquisitions in Foreign Direct Investments: The Role of Partial Acquisitions and Accrued Experience. *Thunderbird International Business Review* Vo.46 (1), 39-58.

⁴⁵Videti više Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej, str.275

Strategijske alijanse podrazumevaju kooperativne dugoročne odnose između strateških partnera koji su formirani radi ostvarivanja određenih zajedničkih strateških ciljeva. „Strategijske alijanse postoje kada se kombinuju aktivnosti lanca vrednosti najmanje dve organizacije sa sličnom strukturom kompatibilnih ciljeva radi postizanja održive konkurentske prednosti.”⁴⁶ One podrazumevaju deljenje poslovnih aktivnosti-resursa, kompetencija, sposobnosti, unapređenja tehnologije, razmene know-how, distribucije, razvoja, kako bi se pojačala konkurentska pozicija preduzeća i značajno smanjili transakcioni troškovi (troškovi pregovaranja, monitoringa, zaključivanja ugovora).

Strategijske alijanse su naročito pogodne na onim tržištima na kojima postoje visoke zablude ulaska i visoka ograničenja lokalnih vlasti prema stranim ulaganjima, koja podrazumevaju potpuno vlasništvo i kontrolu. Takođe, ovaj model ulaska je pogodan na tržište koje strani ulagač ne poznaje dovoljno i naročito ako se organizaciona klima i kultura dve zemlje značajno razlikuje. Iz ovoga se može zaključiti, da razlozi osnivanja strateških alijansi korespondiraju sa razlozima osnivanja zajedničkih ulaganja, što je i logično, jer se i zajednička ulaganja smatraju posebnim oblikom na vlasništvu bazirane strateijske alijanse.⁴⁷

Izbor između vlasničkih ili nevlasničkih strateijskih alijansi zavisi od strategije rasta preduzeća.⁴⁸ Ukoliko je motiv ekspanzija kroz srodnu diverzifikaciju, tada preduzeća češće biraju zajednička ulaganja. Ukoliko je motiv ekspanzija kroz nepovezanu diverzifikaciju, tada preduzeća biraju druge oblike strateške (nevlasničke) internacionalizacije (kroz licence, franšize, ko-marketing, dugoročnu saradnju, itd.)

„Strateške alijanse su aranžmani koje dve ili više kompanija zaključuju u cilju koordinacije u poslovanju. Bitna karakteristika strateških alijansi jeste da se ne formira nova kompanija već se kordiniraju akcije na osnovu ugovora postojećih kompanija. Stvaranje poslovne alijanse između dve ili više kompanija znači da se konkurencija između njih zamenjuje kooperacijom. Mnogi smatraju da će u 21.veku intelektualna svojina i upravljanje znanjem biti dominantno jezgro kompetencije mnogih firmi”⁴⁹

Tabela br.1 Komparativni pregled M&A, zajedničkih ulaganja i strateških alijansi⁵⁰

M&A	Zajednička ulaganja	Ostale poslovne alijanse
Omogućavaju 100% kontrolu	Ukrštanje u uskom, precizno definisanom segmentu	Korisne za kreiranje kompleksnih sistema više preduzeća
Ne mora se obezbeđivati konsenzus učesnika	Uobičajeno uključuje samo dva preduzeća	Brišu granice između preduzeća
Manje fleksibilne	Ograničen rizik	Mala potrebna sredstva

⁴⁶Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str. 96

⁴⁷Peng, W. M. (2006). *Global Strategy*. Thomson South-Western

⁴⁸Ortiz-de-Urbina-Criado, M., Montoro-Sanchez, A., & Mora-Valentin, E.-M. (2014). Impact of growth strategy on mode of governance in alliances. *International Business Review* 23 , 838-848.

⁴⁹Ćirović, M. (2004). *Fuzije i Akvizicije*. Novi Sad: Prometej a.d. Bečej. str.171

⁵⁰Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. (Prema Weston i dr. (2001, str.432 M&A, zajednička ulaganja i alijanse) Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.129

Visoka potrebna sredstva za finansiranje	Omogućavaju zajedničku proizvodnju jedinstvenih proizvoda	Dozvoljavaju preduzećima da se fokusiraju na kompetentnosti u jezgru biznisa
Rizične	Kombinuju se poznati resursi	Teško merenje doprinosa učesnika i sledstvenih prava u koristima
Često se stiče više nego što je potrebno	Zahtevaju interakciju top menadžmenta	Teško je predvideti konsekvence
Mogu zahtevati prilagođavanje različitih sistema menadžmenta	Retko se koristi na novim tržištima ili tehnologijama	Partneri se obično značajno više razlikuju po veličini u odnosu na zajednička ulaganja
Zahtevaju kombinovanje i harmonizaciju informacionih sistema	Jasno ugovorno definisana učešća partnera u ulaganjima i kasnijim koristima	Ograničeno vreme trajanja
Zahtevaju kombinovanje različitih korporativnih kultura	Često su internacionalne	Mogu otići u smeru koji inicijalno nije planiran
Zahtevaju brzu i efektivnu integraciju	Tenzije: Svako preduzeće želi da nauči što više, a da ne uloži previše	Zahtevaju prilagodljivost na promene i nova znanja za upravljanje u vremenu
Omogućavaju sinizavanje troškova		Posebno podesna za internacionalnu saradnju- zaobilaze potencijalne zabrane kod internacionalnih M&A
Mogu biti internacionalne		

Na osnovu prezentirane tabele, može se uočiti da kooperativni aranžmani kao što su zajednička ulaganja i strategijske alijanse proizvode značajno niži rizik od modela restrukturiranja u punom vlasništvu kao što su fuzije i akvizicije, ali sa druge strane modeli u punom vlasništvu omogućavaju 100% kontrolu vlasnicima i koncentrisanije upravljanje što dalje može da dovede do snižavanja troškova poslovanja.

Strategijske alijanse kombinovanjem različitih poslovnih aktivnosti utiču na redefinisane „granice” u lancu vrednosti preduzeća, pa s tim poseban značaj u razvoju strategijskih alijansi imaju vertikalne alijanse koje predstavljaju značajnu konkurenciju vertikalnoj integraciji preduzeća, jer utiču na značajno smanjenje već pomenutih transakcionih troškova.⁵¹ Vertikalna integracija predstavlja čisto tržišnu transakciju gde jedno preduzeće kupuje drugo preduzeće s kojim saraduje kroz sukcesivne faze procesa poslovnih aktivnosti. Vertikalne alijanse ne zahtevaju velika kapitalna ulaganja, kao što to zahteva kupovina drugog preduzeća. Ključni element kod stvaranja vertikalnih alijansi jeste izbor strateškog partnera i izgradnja dugoročnih poslovnih odnosa sa učesnicima lanca vrednosti.

„S obzirom na način nastanka lokalnih lanaca snabdevanja sastavljenih pretežno od malih i srednjih preduzeća, navode se njihova dva glavna tima:

- (1) Lanci snabdevanja koji predstavljaju deo lanaca velikih kompanija. Ovi lanci snabdevanja uključuju male firme koje su stvorile velike korporacije u funkciji strategije rasta i koje su u njihovom delimičnom vlasništvu. Velike korporacije stvaraju ovakve lance snabdevanja sa ciljem da uđu u proizvodnju delova veće dodate

⁵¹ Geyskens, J. I., Steenkamp, E. J.-B., & Kumar, N. (2006). Make, Buy, or Ally: A Transaction Cost Theory Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, Vol.49, No.3, 519-543.

vrednosti u okviru postojećeg tržišta, zatim da smanje uvoznu zavisnost, da omoguće ulazak na novo tržište ili da minimiziraju poreske obaveze.

- (2) Lanci snabdevanja sastavljeni od preduzeća sa lokalnog područja. Ovi lanci snabdevanja uključuju mala i srednja preduzeća nastala od bivših poslovnih jedinica velikih korporacija koje su ranije bile odgovorne za proizvodnju input-a, poluproizvoda, delova i komponenti. Međutim, ove novonastale spin-off firme generalno posmatrano, nisu rezultat strategije rasta velikog preduzeća, već strategije dezinvestiranja.”⁵²

Tabela br.2 Determinante razlika između oblika poslovnog restrukturiranja preduzeća⁵³

Eksterni rast	Kapital	Rizik	Kontrola	Politika vlade	Vreme
Zajednička ulaganja	Nisko	Nizak (ograničen)	Slaba (podeljena)	Liberalnija	Ograničeno
Strateške alijanse	Nisko	Nizak	Zajednička	Liberalnija	Ograničeno
M&A	Visoko	Visok (politički i ekonomski)	Potpuna (100%)	Strožija	Neograničeno sa mogućnošću promene

Na osnovu prezentirane tabele može se izvesti zaključak, da zajednička ulaganja i strategijske alijanse imaju gotovo iste karakteristike. Isto je u skladu sa mišljenjem većeg broja autora, da zajednička ulaganja predstavljaju na vlasništvu zasnovanu strategijsku alijansu. Strateške alijanse predstavljaju dogovor između dva ili više preduzeća o zajedničkom upravljanju imovinom i postizanju zajedničkih strateških ciljeva. Neki savezi podrazumevaju stvaranje zajedničkih preduzeća, pa samim tim zajednička ulaganja predstavljaju vlasničke strateške alijanse.⁵⁴

Treba istaći, da merdžeri i akvizicije generalno posmatrano predstavljaju rast u razvijenim tržišnim ekonomijama, a strategijske alijanse i zajednička ulaganja mnogo su više prisutne u manje razvijenim ekonomijama.⁵⁵ Može se zaključiti da, akvizicije i strategijske alijanse predstavljaju alternativne strategije, odnosno da izbor jedne znači da se odustalo od druge, a to znači da je kooperacija zamenila konkurenciju.⁵⁶

⁵²Bateman, M. (1998). Local Supply Chain Development in the Transition Economies: The Case of Kazakhstan. *Supply Chain Management Vol.3, No.2*, 79-88, u: Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.244

⁵³Izvor: Autor doktorske disertacije

⁵⁴Yin, X., & Shanley, M. (2008). Industry determinants of the "merger versus" alliance" decision. *Academy of Management Review*, Vol.33. No. 2, 473-491

⁵⁵Child, J., & Faulkner, D. (1998). *Strategies of Co-operation*. London: Oxford University Press

⁵⁶Dyer, J., Kale, P., & Singh, H. (2004). When to ally and when to acquire? *Harvard Business Review* 82 (7/8), 108-115.

4. Izbor metoda eksternog rasta preduzeća

Postoji veoma veliki broj empirijskih studija koje dovode u vezu različite faktore sa izborom metoda eksternog rasta preduzeća. U nastavku istraživanja prezentiraće se najznačajniji faktori koji utiču na izbor metoda rasta između: merdžera i akvizicija s jedne strane, i zajedničkih ulaganja i strategijskih alijansi sa druge strane. Ovakva podela je u skladu sa podelom strategija rasta između modela u punom vlasništvu (merdžeri i akvizicije) i modela u delimičnom vlasništvu (zajednička ulaganja i strategijske alijanse).

Izbor modela poslovnog restrukturiranja preduzeća, najčešće motivišu sledeće strategije: (1) strategija traganja za tržištem, (2) strategijom traganja za strategijski značajnom imovinom/resursima, (3) strategija traganja za efikasnošću, (4) strategija praćenja klijenata. Analizirajući pomenute strategije prilikom izbora modela eksternog rasta pri ulasku zapadnih evropskih zemalja u početnim godinama tranzicije na tržišta Centralne, Istočne i Jugoistočne Evrope, autori⁵⁷ u svom radu zaključuju, da investitori koji tragaju za tržištem češće biraju puno vlasništvo, jer su motivisani visokim tržišnim učešćem. To je u skladu sa ranijim istraživanjima koja su takođe ukazala da su investitori iz zapadnih zemalja uglavnom bili motivisani rastom tržišnog potencijala i potragom za novim klijentima.⁵⁸

Međutim, u zemljama u razvoju koje karakteriše visoka stopa rasta, poput Kine, Indije i Brazila, pritisci lokalne Vlade su bili toliko veliki da su zajednička ulaganja predstavljala jedini mogući način ulaska na tržište.⁵⁹ Otvaranjem procesa tržišno-orjentisane ekonomske reforme 1978.godine započeo je process privlačenja stranog kapitala na tržište Kine. Donošenjem Zakona o zajedničkim ulaganjima 1979.godine stvoren je određeni pritisak na strane investitore da koriste samo taj model ulaganja, jer je politika države bila usmerena na smanjenje uvoza i korišćenje lokalnih komponenti od lokalnih dobavljača koji su partneri u zajedničkom preduzeću. Nakon 1986.godine u Kini su u primeni i ostali modeli stranog ulaganja. U 1999. godini je kompletno strano vlasništvo pokrivalo 50% vrednosti firmi u svim oblicima stranih ulaganja.⁶⁰

Strategije traganja za resursima⁶¹ polaze od ključnih resursa, sposobnosti i kompetencija koje preduzeće može da razvije samostalno ili da iste obezbedi. Ukoliko preduzeće poseduje ključne resurse, sposobnosti i kompetencije, ono ne želi iste da deli sa drugim preduzećem, već želi da na novom tržištu prisvoji sve koristi koje dotični specifični resursi obezbeđuju. U takvim uslovima preduzeće bira one strategije eksternog rasta koje su rizičnije, kao što su

⁵⁷ Gill, A., Nakos, G., Brouthers, L. E., & Brouthers, K. D. (2006). Country-specific strategy and new venture formation in Central and East Europe. *International Business Review* 15, 1-13.

⁵⁸ Aulakh, P. S., & Kotabe, M. (1997). Antecedents and performance implications of channel integration in foreign markets. *Journal of International Business Studies* 28 (1), 145-175.

⁵⁹ Pan, Y. (2002). Equity Ownership in International Joint Ventures: The Impact of Source Country Factors. *Journal of international business studies* 33 (2), 375-384.

⁶⁰ Tseng, W., Zebregs, H. Foreign Direct Investment in China: Some Lessons from Other Countries, Washington DC: IMF Policy Discussion Paper PDP/02/3, februar 2002. preuzeto iz Ćirović, M. Fuzije i akvizicije, Prometej, Novi Sad, 2004. str.170

⁶¹ Opširnije videti u radu: Tarzi, S. (2005). Foreign Direct Investment into Developing Countries: Impact of Location and Government Policy". *The Journal of Social, Political and Economic Studies*, Vol.30, No.4, 497-516.

merdžeri i akvizicije, ali koje dugoročno mogu rezultirati boljim performansama preduzeća nego da je preduzeće izabralo neki od oblika kooperacije umesto konkurencije.

Ukoliko preduzeću nedostaju ključni resursi⁶²(prirodna bogatstva, jeftina i visoko obrazovana radna snaga, istraživanje i razvoj) koje ne može da razvije samostalno, a sa druge strane želi da smanji transakcione troškove i rizik u poslovanju, tada preduzeće bira neki od oblika kooperativnih aranžmana koji mu obezbeđuju transfer tehnologija, znanja i veština, kao što su zajednička ulaganja i strategijske alijanse. Postoji još jedna razlika između modela ulaska kada se govori o strategiji traganja za resursima. Autori Dyer, Kale, & Singh⁶³ predlažu akvizicije kada su u pitanju opipljivi resursi, dok saveze predlažu ukoliko su u pitanju neopipljivi resursi. Na osnovu iznetog može se zaključiti da u slučajevima kada kompanije poseduju vredne resurse, iste se opredeljuju za modele u punom vlasništvu. Ako se traga za vrednim resursima, tada se kompanije opredeljuju za modele u delimičnom vlasništvu.

U okviru strategije praćenja klijenata, zapadne zemlje su privlačile druge zapadne zemlje, jer su najčešće koristile njihove usluge. Strategija traganja za efikasnošću pogodna je za zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji kako bi one privukle strani kapital kroz neki od modela ulaganja, jer one pored niske cene rada nude stranim kompanijama i značajne poreske olakšice.

Pomenute strategije izbora metoda eksternog rasta su u skladu sa polazištima teorija koja su se bavila ovom oblašću. Veliki broj autora je proučavao strategije preduzeća u ekonomijama u razvoju sa stanovišta institucionalne teorije, teorije transakcionih troškova i resursno-bazirane teorije, objedinjujući teorijske postavke i empirijske studije velikog broja autora.⁶⁴

Strategija traganja za resursima je proizišla iz resurno-bazirane teorije koja ispituje značaj strategijski značajne imovine jednog preduzeća i stepena njene internacionalizacije.⁶⁵ Transakciona teorija polazi od mogućnosti umanjenja transakcionih troškova upravljanja, prilagođavanja i ostalih troškova koji se javljaju prilikom internacionalizacije preduzeća. Prema polazištima transakcione teorije, ukoliko je veća koncentracija industrije i ukoliko industrije poseduju visok stepen aktivnosti istraživanja i razvoja preferirani model restrukturiranja je kroz delimično vlasništvo. Isto tako, visok stepen oglašavanja i učešće ciljnih preduzeća u razvijenim regionima jedne zemlje preferiraju model restrukturiranja kroz delimično vlasništvo (zajedničko ulaganje ili strategijsku alijansu).⁶⁶ Ovo je u skladu sa istraživanjima koji su proučavali izbor modela restrukturiranja pri ulasku japanskih preduzeća

⁶²Brouthers, K. D., Brouthers, L. E., & Werner, S. (2001). R&D mode choices in Central and Eastern Europe. *Journal of Business Research* 52, 83-91.

⁶³Dyer, J., Kale, P., & Singh, H. (2004). When to ally and when to acquire? *Harvard Business Review* 82 (7/8), 108-115

⁶⁴Hoskisson, R. E., Eden, L., Chung, M. L., & Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of Management Journal* Vol.43 No.3, 249-267.

⁶⁵Eisenhardt, K. M., & Schoonhoven, C. B. (1996). Resource-based View of Strategic Alliance Formation: Strategic and Social Effects in Entrepreneurial Firms. *Organization Science* 7(2), 136-150.

⁶⁶Demirbag, M., Glaister, K. W., & Tatoglu, E. (2007). Institutional and transaction cost influences on MNEs' ownership strategies of their affiliates: Evidence from an emerging market. *Journal of World Business* 42, 418-434.

na tržište SAD-a.⁶⁷ Autori Yin & Shanley⁶⁸ su takođe došli do zaključka da će M&A biti verovatniji od strateških alijansi u kapitalno intenzivnim inustrijama, zatim industrijama koje karakteriše visok nivo know-how-a, gde je umerena koncentracija industrije, gde je slaba antitrustovska politika, i gde je to preferirani model ulaska. Strateške alijanse će biti preferirani model u industrijama koje zahtevaju specifične ljudske sposobnosti kroz znanja i veštine, gde je visok nivo neizvesnosti u poslovanju, gde je jaka antitrustovska politika, gde je to preferirani model ulaska, i gde su preduzeća koja rađe biraju strateške alijanse kao model rasta. Autori dalje navode da postoje industrije kao što su automobilska i industrija čelika u kojima postoji visoka koncentracija i jako antimonopolsko zakonodavstvo gde domaći ulagači preferiraju zajedničko ulaganje kao model organizacionog restrukturiranja

Institucionalna teorija predstavlja nastavak teorije transakcionih troškova koja objašnjava sposobnost preduzeća da proširi i poboljša svoju konkurentsku prednost. Veliki broj autora se bavio proučavanjem institucionalnih determinanti prilikom izbora modela ulaska (Meyer, Estrin, Bhaumik, & Peng, 2009),⁶⁹ (Brouthers, 2002),⁷⁰ (Casson & Mol, 2006).⁷¹

Prema polazištima institucionalne teorije, visok politički rizik, visok nivo korupcije u zemlji domaćinu, veća kulturna i jezička udaljenost uglavnom okreće preduzeća ka izboru modela restrukturiranja kroz delimično vlasništvo – zajednička ulaganja i strategijske alijanse.⁷² Pomenuto istraživanje je u skladu sa istraživanjem novijeg datuma koje su sprovedeli (Contractor, Lahiri, Elango, & Kundu, 2014)⁷³ analizirajući 1389 akvizicija u Indiji i Kini u jedanaestogodišnjem periodu. Došli su do zaključka, što je niža institucionalna udaljenost između zemlje sticaoca i zemlje targeta, veća je verovatnoća manjinskog sticanja od većinskog ili punog sticanja u zemljama u razvoju. I obrnuto, što je veća udaljenost veća je verovatnoća punog ili većinskog sticanja u zemljama u razvoju.

U novije vreme ističe se i značaj teorije učenja⁷⁴ i izbora oblika ulaganja. Istraživajući vezu između organizacionog učenja, odnosno prethodnog iskustva u M&A aktivnostima i budućih

⁶⁷Chen, Shih-Fen. S., & Hennart, Jean-Francois (2004). A hostage theory of joint ventures: why do Japanese investors choose partial over full acquisitions to enter the United States? *Journal of Business Research* 57 , 1126-1134.

⁶⁸Yin, X., & Shanley, M. (2008). Industry determinants of the "merger versus" alliance" decision. *Academy of Management Review* , Vol.33. No. 2, 473-491

⁶⁹Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K., & Peng, M. W. (2009). Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies. *Strategic Management Journal* 30 , 61-80.

⁷⁰Brouthers, K. D. (2002). Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance. *Journal of International Business Studies* 33 (29) , 203-221.

⁷¹Casson, M., & Mol, M. J. (2006). Strategic Alliances: A Survey of Issues from an Entrepreneurial Perspective in Shenkar, O., Reuer J.J., Handbook of Strategic Alliances. *Thousand Oaks: Sage Publications* , 17-37.

⁷²Demirbag, M., Glaister, K. W., & Tatoglu, E. (2007). Institutional and transaction cost influences on MNEs' ownership strategies of their affiliates: Evidence from an emerging market. *Journal of World Business* 42 , 418-434.

⁷³Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. (2014). Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review* 23 , 931-941.

⁷⁴ O teoriji učenja videti opširnije u: Zollo, M., Reuer, J. J., & Singh, H. (2002). Interorganizational Routines and Performance in Strategic Alliances. *Organization Science* 13 (6) , 701-713.

M&A aktivnosti, autori su došli do zaključka da iskustvo povećava verovatnoću daljih M&A aktivnosti. Naročito pozitivna korelacija između pozitivnog iskustva u određenoj zemlji sa ponovnim ulaganjem u tu zemlju.⁷⁵

Faktori lokacije⁷⁶ takođe predstavljaju važne faktore prilikom izbora modela eksternog rasta. Tako, visoka stopa rasta tržišta (najčešće izražena kroz stopu rasta domaćeg bruto proizvoda), visoka stopa rasta BDP per capita koja reprezentuje visoku konkurentnost, visoka otvorenost tržišta (kroz visoko učešće uvoza i izvoza u BDP-u) predstavljaju podsticajne faktore. Visok politički rizik, visoka neizvesnost, nerazvijena infrastruktura predstavljaju ograničavajuće faktore prilikom izbora modela eksternog rasta.

Šematski prikaz br.3 Puno VS Delimično vlasništvo⁷⁷



Prezentirana šema prikazuje, da izbor modela eksternog rasta kroz puno ili delimično restrukturiranje zavisi od većeg broja faktora. Uticaj faktora će biti detaljnije prikazan u petom poglavlju doktorske disertacije, kroz regresioni analizu uzročno-posledične veze između stranog ulaganja i rasta.

⁷⁵Collins, J. D., Holcomb, T. R., Certo, T. S., Hitt, M. A., & Lester, H. R. (2009). Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research* 62, 1329-1334.

⁷⁶ O faktorima lokacije videti u: Stefanović, S. (2008). Analitical framework of FDI determinants: Implementation of the OLI Model. *Facta Uneversitatis: Economics and Organization* Vo.5, No.3, 239-249.

⁷⁷Izvor: Autor doktorske disertacije

5. Merdžeri i akvizicije

Počeci integrisanja i restrukturiranja kompanija prvenstveno se vezuju za tržište SAD-a, gde se ovakvi oblici poslovnog dekomponovanja kompanija javljaju još početkom prošlog veka, dok se na tržištu Evrope sve do 1980.godine ne može govoriti o njihovom značajnijem prisustvu.

Tabela br.3, „Talasi“ fuzija i akvizicija na tržištu SAD-a⁷⁸

Talasi fuzija i akvizicija u SAD-u		
Prvi „talas“	1897.-1904. god.	Horizontalne fuzije i akvizicije
Drugi „talas“	1916.-1929. god.	Horizontalne i vertikalne fuzije i akvizicije
Treći „talas“	1965.-1969. god.	Konglomerati
Četvrti „talas“	1981.-1989. god.	Neprijateljske akvizicije, džank obveznice
Peti „talas“	1992.-2000. god.	Fokusiraje na strateški koncept razvoja
Šesti „talas“	2003.-2008. ⁷⁹ god.	Strateški razvoj

U prezentiranoj tabeli može se uočiti šest „talasa“ u vezi fuzije i akvizicije kompanija na tržištu SAD-a, gde se upravo i prvi put javljaju ovi oblici poslovnog integrisanja kompanija. Posebno je interesantan peti i šesti „talas“ fuzija i akvizicija koji stavlja naglasak na strateški razvoj preduzeća.

Prvi „talas“ se pojavio na tržištu nakon velike ekonomske depresije u SAD. Zbog integracija koje su najčešće zahvatile iste privredne grane, ovaj talas je poznat po stvaranju velikih monopola i giganata (USX Corporation (US Steel), DuPont Inc., Standard Oil, General Electric, Eastman Kodak, American Tobacco Inc., Navistar International. Treba istaći, da ni Šermanov antitrustovski zakon donet 1890. nije sprečio nastajanje giganata i veliku koncentraciju tržišta. Pred kraj prvog „talasa“ ostvaren je izrazito visok stepen koncentracije u američkoj privredi, pri čemu se procenjuje da su integracije u ovom periodu doprinele prestanku rada preko 3000 kompanija. Prvi „talas“ je završen krahom finansijskih berzi 1904.godine, nakon čega je došlo do zatvaranja vodećih finansijskih institucija i banaka, pri čemu su posledično izostala finansijska sredstva za finansiranje M&A.⁸⁰ Prvi „talas“ su obeležile horizontalne fuzije i akvizicije, koje su nastajale ukoliko su se integrisale kompanije koje se bave istom privrednom delatnošću. Jedan od osnovnih motiva takvog oblika spajanja kompanija bila je ekonomija obima i ekonomija širine, koja se izražava kroz povećanje obima proizvodnje i smanjenje fiksnih troškova, kao i korišćenja istih resursa i istih kanala distribucije pri proizvodnji i prodaji šire „palette“ proizvoda.

Drugi „talas“ su obeležile vertikalne integracije koje su nastajale integracijom kompanija koje se bave sukcesivnim fazama poslovne aktivnosti u vertikalnom lancu. Stoga se javljaju dva osnovna oblika vertikalnog spajanja tzv. spajanje unapred i spajanje unazad, u uslovima

⁷⁸ Opširnije videti u Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc., str.50-94

⁷⁹ U leto 2008.godine je izbila Svetska ekonomska kriza pa je došlo do usporavanja rasta putem M&A

⁸⁰ Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc., str.50

kada jedno preduzeće-proizvođač izvrši integraciju sa svojim glavnim izvorom snabdevanja-spajanje unazad, ili se integriše sa svojim glavnim kupcem-spajanje unapred. Dobitnik Nobelove nagrade Džordž Stigler je uporedio prvi i drugi „talas“ integracija istakavši da su prvi „talas“ karakterisale „integracije za monopol“, a drugi „talas“ su karakterisale „integracije za oligopol.“⁸¹Iz razloga što Šermanov Zakon nije dao značajne rezultate u sprečavanju monopola, ovaj „talas“ karakteriše jačanje antimonopolskog zakonodavstva, pa je s tim u vezi Kongres usvojio Klejtonov Zakon, koji je značajno poboljšao antimonopolske odredbe Šermanovog Zakona. S tim u vezi ovaj „talas“ ne karakteriše stvaranje velikog broja monopola, već oligopola. U ovom talasu su nastali: General Motors, IBM, John Deere i Union Carbide Corporation. „Između 1919. i 1930 godine nestalo je 12.000 industrijskih, rudarskih, građevinskih i bankarskih firmi“. ⁸² Ovaj „talas“ je najviše zahvatio sledeće privredne grane: crna metalurgija, naftni derivati, prehrambeni proizvodi, hemikalije, transportna oprema. Drugi „talas“ integracija je završen velikim padom berze 29.oktobra 1929.godine, koji je označio najveći pad berzanskog poslovanja u istoriji, sve do novog pada koji se dogodio oktobra 1987.godine.

Konglomeratske akvizicije, u okviru trećeg „talasa“ su bile motivisane diverzifikacijom koja nastaje kao rezultat integrisanja preduzeća čije su delatnosti nepovezane, tako da se na osnovu njihove kombinacije dolazilo do manje fluktuacije zajedničkog novčanog toka, što je produkovalo i nižu cenu kapitala, a samim tim i smanjenje ukupnog rizika za spojena preduzeća.„Donošenjem Keler-Kefauverovog Zakona iz 1950.godine kojim su pojačane antiintegracione odredbe Klejtonovog Zakona iz 1914.godine, otklonjen je nedostatak koji se odnosio na ne sprečavanje antikonkurentne akvizicije imovine neke firme. Željne ekspanzije, firme su bile okrenute jedinoj preostaloj mogućnosti, a to je stvaranju konglomerata.“⁸³Iako ovaj „talas“ karakterišu konglomeratske integracije, koncentracija u oblasti industrije nije povećana, i došlo je do prestanka sa radom 25.000 firmi..

Integracije nastale 60-tih godina 20-tog veka bile su motivisane visokim koeficijentima P/E. Koeficijenti predstavljaju odnos tržišne cene akcije podeljene sa zaradom po jednoj akciji. Ukoliko je razlika između P/E racia firme kupca i firme targeta veća u korist prvog, utoliko je veći motiv za integracije. Međutim, ukoliko tržište nastavi da vrednuje firmu kupca po istom P/E raciu i nakon integracije, neminovno dolazi do rasta cene akcija i zarade po akciji firme kupca. Zbog toga se firmi kupcu i isplati da nudi visoke premije pri preuzimanju preduzeća sa nižim P/E raciom.Pad berze 1969.godine, uticao je na smanjenje stope integracija smanjivanjem koeficijenta P/E što je označavalo i kraj ovog „talasa“.

Američko tržište je najviše uzdrmao početak četvrtog „talasa“, odnosno sve učestale neprijateljske akvizicije i pojava LBO fondova. Pojava LBO transakcija kao jednog od oblika restrukturiranja kompanija je vezana za 50-te godine prošlog veka i tržište SAD-a. Ipak, do

⁸¹Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc. str. 57

⁸²Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc., str.59

⁸³Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc., str.63

80-tih godina prošlog veka se ne može govoriti o značajnijim LBO transakcijama. U 80-tim godinama prošlog veka, došlo je do značajnog razvoja LBO transakcija što se može pripisati jednom broju ključnih faktora kao što su: razvoj tržišta niskorangiranih obveznica „junk bonds“, osnivanje vodećeg LBO specijaliste, preduzeća Kohberg, Kravis, Roberts & Co – KKR u Njujorku, kao i akvizicija preduzeća RJR Nabisco koju je realizovao pomenuti LBO specijalisti KKR u vrednosti od 24,6 mld USD.⁸⁴

Rast tržišta niskorangiranih obveznica tzv. „junk bonds“ je naročito ubrzalo procese vlasničkog preuzimanja kompanija uz visoko korišćenje duga, jer su upravo ove obveznice bile emitovane od strane kompanija koje su želele da izvrše preuzimanje pa su takve emisije bile emisije visokog rizika, ali i visokih prinosa. Iako su ove obveznice bile korišćene još početkom prošlog veka, njihovo najveće učešće vezuje se za osamdesete godine prošlog veka i tržište SAD-a zahvaljujući investicionoj kompaniji Drexel Burnham Lambert i njenoj ulozi market mejkera na tržištu ovih obveznica. Investicione kompanije su igrale ulogu kupaca kada su vlasnici ovih obveznica želeli da ih prodaju, odnosno ulogu prodavaca kada su investitori želeli da iste kupe.

Zbog prirode sredstava koje su se koristile za finansiranje integracija „korišćenja duga“, promenjen je odnos snaga na tržištu preuzimanja. Kompanije sticacoci su mogle da budu male firme koje planiraju da preuzmu velike kompanije, pa tako u ovom „talasu“ neke od najvećih američkih kompanija su postajale „mete“ neprijateljskih preuzimanja. Tokom ovog „talasa“, koji je karakterističan po neprijateljskim preuzimanjima, razvile su se broje taktike napada i taktike odbrane od neželjenih pripajanja. Ovaj „talas“ je okončan kolapsom tržišta niskorangiranih obveznica i velikom recesijom krajem 80-tih godina 20-tog veka. Ovaj period je označavao „talas“ megaintegracija, jer su neke od najvećih američkih kompanija postale ciljne kompanije i bile su preuzete.

Peti „talas“ fuzija i akvizicija kompanija se odnosi na usmeravanje na strateški razvoj kompanija i uvećanje njihove vrednosti. Zatim proces dekonglomeracije koji je podrazumevao rasformisanje prethodno realizovanih konglomerata koji su se prikazali kao neuspešni kao i proces bankrota mnogih LBO akvizicija koje zbog velikog pritiska duga nisu uspeli da opstanu. Tri glavne privredne grane u kojima su se odvijali M&A su bankarstvo i finansijske usluge (Citicorp-Travelers, Deutsche Bank-Banker Turst, Chase Manhattan-J.P.Morgan), telekomunikacije (Vodafone-Manesmann) i internet sektor (npr. Aol-TimeWarner brojne transakcije AT&T). Najčešće podsticaje za ovaj talas predstavljali su deregulacija finansijskih tržišta, tehnološki napredak, razvoj interneta i globalizacija. Ovaj „talas“ karakteriše okrupnjavanje, konsolidacija i stvaranje velikih kompanija koje posluju u istoj privrednoj delatnosti. Ovaj „talas“ je okončan zbog velikih skandala u domenu korporativnog upravljanja koji su se odigrali na američkom tržištu.

Ovaj „talas“ je trajao sve do 2000-te godine, nakon čega sledi početak novog šestog „talasa“ integracija čiji se početak vezuje za 2003.godinu. I ovaj „talas“ nastavlja trend prethodnog,

⁸⁴ Đurasinović, J., Milenković, N. (2010): LBO transakcije u funkciji restrukturiranja kompanija, Anali Ekonomskog fakulteta, Ekonomski fakultet u Subotici, str.239-248

petog „talasa“, usmeravajući se prvenstveno na strateški razvoj kompanije i sprovođenje postakvizicione strategije. Poseban naglasak je stavljen na pitanje korporativnog upravljanja zbog skandala kojim je i okončan peti „talas“ zbog čega je i donet Sarbanes-Oxley Zakon u SAD-u. Najzahvaćenije privredne grane ovog „talasa“ su finansijske usluge i bankarstvo, energetika i mediji. Glavni pokretači ovog „talasa“ bili su procesi globalizacije, deregulacije i tehnološkog napretka finansijskih tržišta. Ovaj „talas“ je završen 2008. godine, nastankom velike finansijske krize.⁸⁵

Integracije u Evropi takođe su se odvijale u „talasima“, ali sve do 1990.-tih godina prošlog veka njihovo učešće nije bilo značajno. Iako je prvi „talas“ započeo 1920.-te godine motivisan pre svega ekonomijom obima, drugi 1960.-te godine u kojem su uglavnom preovladavali horizontalni oblici kombinovanja, tokom trećeg talasa, od 1980. godine, sa američkog tržišta su „uvezena“ neprijateljska preuzimanja i leveridž kupovine. Iako je Londonska berza pretrpela pad 1987. godine, ovaj „talas“ se održao sve do 1989. godine.⁸⁶

Nakon stvaranja jedinstvenog Evropskog tržišta 1992. godine kada je i započeo četvrti evropski „talas“, M&A su postali sve češći oblik povezivanja i rasta kompanija. Tome je naravno doprineo rastući proces globalizacije, deregulacije, privatizacije koji se odvijao u tom periodu. Ovakav trend je doprineo da se krajem devedesetih godina M&A transakcije u Evropi približe po obimu onima koji su se u tom periodu dešavale na američkom tržištu. Najdominantniju ulogu u procesima preuzimanja na evropskom tržištu je imala Velika Britanija, a nakon nje slede Francuska i Nemačka, a kasnije i Švedska, Finska, Holandija i Irska.

5.1. Oblici kombinovanja preduzeća

Preduzeća mogu biti kombinovana kroz sledeće oblike integrisanja:

- (1) horizontalne integracije,
- (2) vertikalne integracije,
- (3) konglomeratske integracije.

Horizontalne integracije nastaju ukoliko se integrišu kompanije koje se bave istom delatnošću (preduzeća konkurenti), pa je jedan od osnovnih motiva takvog oblika spajanja upravo ekonomija obima i ekonomija širine, jer dolazi prvenstveno do povećanja obima proizvodnje i smanjenja fiksnih troškova, s obzirom da se isti raspoređuju na veći broj proizvoda. Smanjenje troškova je prisutno zbog korišćenja istih resursa i istih kanala distribucije pri proizvodnji i prodaji šire palete proizvoda. Najčešće su integracije prisutne u bankarstvu i naftnoj industriji. Horizontalne integracije su obeležile prvi „talas“ merđžera i akvizicija, pa budući da predstavljaju spajanja u okviru iste industrijske grane, taj „talas“ je obeležila velika

⁸⁵Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.129

⁸⁶Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.129

koncentracija industrije i stvaranje monopola. Pred kraj tog „talasa” je donet veći broj antimonopolskih Zakona.

Vertikalne integracije nastaju ukoliko dođe do integracije kompanija koje se bave sukcesivnim fazama poslovne aktivnosti u vertikalnom lancu. Javljaju se dva osnovna oblika vertikalnog spajanja tzv. spajanje unapred i spajanje unazad, odnosno, kada jedno preduzeće-proizvođač izvrši integraciju sa svojim glavnim izvorom snabdevanja-spajanje unazad, ili se integriše sa svojim glavnim kupcem-spajanje unapred. Vertikalne integracije dovode do povećanja tehničke efikasnosti, smanjenu transakcionih troškova, poboljšanja konkurentske prednosti, izrade specifičnih inputa i smanjenja neizvesnosti u snabdevanju.

Najčešće su ove integracije prisutne u naftnoj industriji i telekomunikacijama. Vertikalne integracije su obeležile drugi “talas” merdžera i akvizicija koji je karakterističan po stvaranju oligopola. Ozbiljni konkurenti ovakvom obliku integrisanja se pojavljuju vertikalne strategijske alijanse, koje su naročito pogodne za mala i srednja preduzeća, koja se na taj način integrišu u lance snabdevanja velikih kompanija, uz zadržavanje samostalnosti u svome poslovanju.

Ekspanzija kroz horizontalne i vertikalne oblike kombinovanja treba da dovede do ostvarivanja strategijskog fita.⁸⁷ „Strategijski fit je prisutan ukoliko preduzeća: mogu da dele tehnologiju, koriste slične metode proizvodnje, zajedničke kanale distribucije, zajedničke dobavljače i izvore sirovina, poseduju slične sposobnosti radne snage i sličnu ekspertizu menadžera (know-how),⁸⁸ imaju potrošačke koji se „preklapaju“ ili postoji bilo koja druga oblast gde postoje smislene prilike udruživanja u poslovnim lancima vrednosti. Iskorišćenje efekata strategijskog fita obezbeđuje se kroz aktiviranje fenomena sinergije, što bi trebalo da vodi jačanju konkurentske prednosti. Efekti strategijskog fita mogu se iskoristiti samo ukoliko postoje mogućnosti za transfer ekspertize, sposobnosti ili tehnologija, mogućnosti za kombinovanje povezanih aktivnosti u jedinstvenu, mogućnosti upotrebe zajedničke robne marke i sl.“⁸⁹

Konglomeratske akvizicije su motivisane diverzifikacijom koja nastaje kao rezultat integrisanja preduzeća čije su delatnosti nepovezane, pa na osnovu njihove kombinacije dolazi do manje fluktuacije zajedničkog novčanog toka što produkuje i nižu cenu kapitala, a samim tim dolazi i do smanjenja ukupnog rizika za spojena preduzeća. „Mete” su najčešće potcenjena preduzeća, preduzeća sa ograničenim kapitalom, ali dobrim mogućnostima za rast. Konglomeratske integracije su karakteristične za treći talas merdžera i akvizicija, i zbog velikog rizika koji prati ovakav oblik kombinovanja, jer je reč o spajanju u nepovezanim delatnostima. Kao izvori finansiranja se najčešće koriste zaduženja, i drugi oblici pozajmljenog kapitala.

⁸⁷Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management Review* 11, 145-163.

⁸⁸Meyer, K. E., & Estrin, S. (1997). Privatization acquisition and direct foreign investment: Who buys stateowned enterprises. *Economic Policy in Transitional Economies* 7, 159-172.

⁸⁹Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.119

5.2. Motivi merdžera i akvizicija

Najviše pominjani motiv merdžera i akvizicija u literature se odnose nasinergiju. Sinergija nastaje kao rezultat veće vrednosti kombinovanih preduzeća u odnosu na njihove pojedinačne vrednosti.

Sinergija kao rezultat spajanja se može predstaviti na sledeći način:⁹⁰

$$V (AB) > V (A) + V (B)$$

$V (AB)$ – vrednost preduzeća nastalog spajanjem preduzeća A i B

$V (A)$ – vrednost preduzeća A, koje posluje samostalno

$V (B)$ – vrednost preduzeća B, koje posluje samostalno

Sinergija omogućava integrisanoj kompaniji ostvarivanje neto akvizicione vrednosti koja treba da bude veća od troškova integrisanja i plaćene premije kako bi sama integracija bila opravdana.⁹¹

$$NAV=[Vab-(Va-Vb)]-(P+E)$$

NAV-neto akviziciona vrednost

P – premija plaćena za firmu B

E – troškovi akvizicije

Ono što svakako predstavlja rizik za preduzeće kupca, jeste činjenica da se premija i troškovi akvizicije plaćaju na početku posla, a da sinergetska dobit može da se ostvari tek u nekom budućem vremenu. Stoga se može desiti, da predviđena dobit ne bude ostvarena i da je kompanija kupac pretplatila ciljnu kompaniju. Rizik od preplaćivanja je naročito velik, kada tržište zbog asimetrije informacija i očekivanja da neko preduzeće može biti „meta“ preuzimanja, neposredno pre ponude za preuzimanje uveća tržišne cene akcija ciljnog preduzeća.⁹²

Sinergija, kao izvor stvaranja dodatne vrednosti može biti u obliku:

- (1) poslovne sinergije
- (2) finansijska sinergije.

Poslovna sinergija dovodi do povećanja prihoda i sniženja troškova, a sve to u funkciji rasta i razvoja kompanija. Faktori koji utiču na stvaranje poslovne sinergije su:⁹³

- (1) ekonomija obima,
- (2) ekonomija diverzifikacije,
- (3) savremenija tehnologija i novi proizvodi,

⁹⁰Ćirović, M. (2004). *Fuzije i Akvizicije*. Novi Sad: Prometej a.d. Bečej, str.22

⁹¹Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc, str.179

⁹²Durasinović, J., & Mileković, N. (2011). Analiza uticaja motiva merdžera i akvizicija kompanije na utvrđivanje cene akvizicije. *Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici*

⁹³Ćirović, M. (2004). *Fuzije i Akvizicije*. Novi Sad: Prometej a.d. Bečej, str.22

- (4) niži troškovi za istraživanje i razvoj novih proizvoda,
- (5) niži troškovi unakrsnog marketinga i osvajanja novih tržišta.

Poslovne sinergije su one sinergije koje dovode do povećanja prihoda i sniženja troškova, kroz ekonomiju obima i ekonomiju diverzifikacije gde se najčešće misli na sniženje fiksnih troškova ili eliminisanje onih troškova koji se dupliraju. Sniženje troškova po jedinici proizvoda se postiže i ukoliko preduzeće sa dobrim marketinškim sposobnostima izvrši akviziciju preduzeća sa dobrom ponudom proizvoda. Uštede mogu nastati iako preduzeće koje ima uspostavljenu mrežu distribucije proizvoda i prepoznatljiv zaštitni znak možeda kupi preduzeće koje još uvek nema prepoznatljiv imidž i svoj krug potroša. Sve to dalje dovodi do bolje cenovne konkurentnosti novoformirane kompanije, a samim tim i do njenog boljeg tržišnog pozicioniranja.

Ekonomija obima se može ostvariti na bilo kom segmentu lanca vrednosti preduzeća gde postoje mogućnosti za uštedu, odnosno eliminisanje aktivnosti koja se preklapaju. Ekonomija obima ima i svoja ograničenja. Smanjenje fiksnih troškova po jedinici proizvoda je moguće do određenog nivoa povećanja obima proizvodnje, nakon čega zbog povećane proizvodnje, dolazi do ponovnog rasta fiksnih troškova. Smanjenje fiksnih troškova kroz ekonomiju obima dovodi do smanjenja poslovnog rizika.

Ekonomija diverzifikacije je prisutna prilikom spajanja finansijskih institucija, odnosno izgradnje finansijskih konglomerata. Tipičan primer su banke i osiguravajuća društva kada se mogu iskoristiti prednosti unakrsne prodaje (npr. u bankarstvu, ekonomija diverzifikacije bi mogla da bude isto tako važna kao ekonomija obima u objašnjenju integracija i akvizicija).

Jačanje tržišne snage podrazumeva povećanje tržišnog učešća integrisane kompanije u datoj privrednoj grani (poboljšanje proizvodnog miksa, poboljšanje promocije, distribucije). Kao posledica ekonomije obima i ekonomije diverzifikacije integrisana kompanija može u uslovima tržišne konkurencije da obezbedi sebi znatnu prednost u odnosu na ostale kompanije koje samostalno posluju u datoj privrednoj grani. Veće tržišno učešće, dovodi do mogućnosti jačanja cenovne konkurentnosti i lakšeg osvajanja novih tržišta.

Osvajanje novih tržišta predstavlja kupovinu preduzeća sa prepoznatljivim brendom na inostranom tržištu. Ova poslovna strategija predstavlja mnogo lakšu varijantu ulaska na tržište od samostalnog angažovanja preduzeća na to tržište kroz interni rast (prevazilaženje ulaznih barijera koje nameću propisi te zemlje).

Finansijske sinergije predstavljaju sinergije koje s jedne strane dovode do snižavanja troškova finansiranja, tj. sniženje troškova kapitala i ušteda u sistemu oporezivanja, a sa druge strane dovode do povećanja slobodnih novčanih tokova u preduzeću.

Slobodni novčani tokovi predstavljaju iznos gotovine koji ostaje nakon podmirenja investicionih potreba preduzeća. Preduzeća koja imaju viškove novčanih sredstava, ali ne i dobre investicione mogućnosti treba da se spoje sa preduzećima koja posluju u onim granama koje karakterišu visoke stope rasta i koje imaju dobre prilike za ulaganje, pri čemu im nedostaju novčana sredstva. Na taj način se izbegava uništavanje viškova gotovine i njihovo ulaganje u projekte sa negativnom neto sadašnjom vrednošću. Druga alternativa za upotrebu

viškova gotovine jeste isplata dividende ili otkup akcija od preduzeća koje raspolaže viškom gotovine.

Preuzimanje preduzeća **sa niskim racionom zaduženosti** omogućava preduzeću kupcu veću sposobnost zaduživanja uz niže kamatne stope (koristi kao koleteral imovinu ciljnog preduzeća). Spajanjem preduzeća iz različitih privrednih grana dolazi do redukcije rizika usled smanjenja nestabilnosti u kretanju novčanih tokova. Što je niži koeficijent korelacije slobodnih novčanih tokova, to je mogućnost diverzifikacije rizika veća.

Ukoliko su za finansiranje akvizicije većim delom korišćena pozajmljena sredstva, to u velikoj meri izaziva **poreske uštede**, jer kamata u poreskom zakonodavstvu predstavlja poresku olakšicu koja na taj način umanjuje dobit za oporezivanje kompanije, a samim tim smanjuje i iznos poreza. Jedna od poreskih olakšica koja je propisana poreskim zakonom jeste olakšica da se neto operativni gubici u ciljnoj kompaniji mogu kompenzovati sa prihodima kompanije sticacima i na taj način preduzeće sticac može takođe umanjiti iznos poreza koji treba da plati. Poreska olakšica može da se pojavi i kod ponovne procene vrednosti osnovnih sredstava nakon izvršene integracije. Ukoliko dođe do povećanja vrednosti amortizacije kroz veći otpis osnovnih sredstava tada će doći do smanjenja poreza za novoosnovano preduzeće.

Do **smanjenja cene kapitala** dolazi usled smanjenja njegove dve komponente, smanjenje cene duga ili smanjenje cene sopstvenog kapitala. Povećanje zaduživanja kroz merdžere i akvizicije stvara veće poreske uštede, zbog odbitka kamate kao poreske olakšice, ali sa druge strane povećava finansijski rizik, pa je diskutabilno da li ovaj indikator može da dovede do smanjenja cene kapitala. Sa druge strane do smanjenja stope prinosa na sopstveni kapital dolazi ukoliko kombinovanjem kroz merdžere i akvizicije, preduzeće može da smanji nesistemski rizik. Smanjenje nesistemskog rizika kroz merdžere i akvizicije je opravdana ukoliko investitori ne mogu sami da smanje nesistemski rizik (ne poznaju dovoljno tržište, investicione prilike, prisutna je asimetrija informacija). Smanjenjem nesistemskog rizika došlo bi do smanjenja cene sopstvenog kapitala, a samim tim i cene kapitala preduzeća. Cena kapitala kroz merdžere i akvizicije se može redukovati kroz veću emisiju (u većim količinama) hartija od vrednosti kombinovanog preduzeća usled čega dolazi do smanjenja troškova veće količine emisije hartija od vrednosti.

Vrednost kontrole kao motiv merdžera i akvizicija javlja se u slučaju promene, odnosno zamene lošeg menadžmenta ciljnog preduzeća, novim menadžmentom s kojim će ciljno preduzeće preuzeto od strane drugog preduzeća ostvariti bolje poslovne performanse od onih koji su postojali dok je ciljno preduzeće poslovalo kao nezavisni entitet.

Često se pojedinim preduzećima ne upravlja na optimalan način, tako da su akcije tih preduzeća najčešće potcenjene. Upravo ta potcenjena preduzeća su na meti preuzimanja od strane jačih i većih preduzeća, koja dobrom procenom poslovnih mogućnosti ciljnog preduzeća i postavljanjem uspešnih menadžera mogu da dovedu do povećanja vrednosti preduzeća. To povećanje vrednosti zapravo dovodi do povećanja vrednosti kontrole. Korporativna kontrola je najčešće motiv neprijateljskih akvizicija, naročito ukoliko preduzeće kupac loše poslovne rezultate ciljnog preduzeća pripisuje postojećem menadžmentu

preduzeća, a ne faktorima tržišnog okruženja. Na taj način se smatra da može nakon integracije da dovede do povećanja novčanih tokova, povećanja stope rasta, smanji troškove finansiranja i ukupne troškove ciljnog preduzeća. Tržište korporativne kontrole predstavlja mehanizam za disciplinovanje neefikasnih menadžerskih timova.

Ostali motivi obuhvataju lične motive menadžera preduzeća kupaca koji proizilaze iz njihove potrebe za zadovoljenjem sopstvenih interesa (hubris hipoteza) i izgradnje poslovne imperije. Diverzifikacija i igra sa EPSom predstavljaju sumnjive motive spajanja preduzeća.

Hubris hipoteza predstavlja zadovoljenje interesa menadžera sticaoca. To zadovoljenje može da bude motiv nekih akvizicija, a ne samo loše vođenje ciljnog preduzeća od strane njegovog rukovodstva. Često sebični interesi pojedinih menadžera velikih i snažnih preduzeća, a ne ekonomski motivi mogu da budu uzroci pojedinih integracija. Autor Richard Roll (1986) izneo je jednu interesantnu hipotezu koja se odnosi na motive za preuzimanje preduzeća. On je ispitivao ulogu koju arogancija menadžera (hubris) u firmi kupca može da igra u nalaženju motiva za preuzimanje. Hipoteza o aroganciji pretpostavlja da menadžeri teže da kupuju firme iz svojih ličnih motiva i da u takvom slučaju čisto ekonomska korist od akvizicije firme nije jedina motivacija, a nije čak ni osnovna motivacija za akviziciju. Menadžeri, prema tvrdnji autora, nadređuju svoju sopstvenu procenu objektivnoj proceni koju daje tržište.⁹⁴ Oholost menadžera se tumači kroz aroganciju menadžera da oni vrše bolju procenu preduzeća (ciljnog) od tržišta i često preplate transakciju.

Karakteristično je da menadžeri, da li zbog **izgradnje poslovnog carstva**, menadžerskog ega ili potencijalne koristi (kroz veće kompenzacije) koje mogu da ostvare kroz velike akvizicije često donose odluke o integracijama koje su na štetu akcionara tj. preduzeća sticaoca. To se sve na kraju odražava na poslovne performanse samog preduzeća i često takva akvizicija se proglašava neuspešnom i dovodi do bankrotstva.

Diverzifikacija najčešće predstavlja motiv za integracije u nepovezanim privrednim delatnostima, odnosno najčešći uzrok nastanka konglomerata. Ulaganjem kapitala u preduzeće čija se delatnost razlikuje od delatnosti preduzeća ponuđača predstavlja veoma rizičan poduhvat. Investitori na finansijskom tržištu su izloženi sistemskom i nesistemskom riziku. Sistemski rizik se ne može izbeći odnosno diverzifikovati i to je rizik koji je vezan za sve hartije od vrednosti na tržištu (devizni kurs, inflacija, ratna dešavanja, politički rizik). Nesistemski rizik je vezan za konkretno preduzeće i moguće je isti diverzifikovati. Diverzifikacija je najčešće osporavani motiv kombinovanja u literaturi iz razloga što stopa prinosa na sopstveni kapital zavisi samo od sistemskog rizika kojeg nije moguće diverzifikovati, pa tako preduzeća koja ulaze u konglomeratsko kombinovanje i vrše diverzifikaciju svog portfolia neće biti nagrađena od strane tržišta većom tržišnom cenom akcija.

Može se izvesti zaključak, da mnogo veće koristi od diverzifikacije imaju akcionari pojedinačno, diverzifikacijom svog portfolia, umesto da to čini preduzeće umesto njih ulazeći u konglomeratska kombinovanja. Pojedinci lako mogu da menjaju strukturu svog portfolia kroz kupovinu i prodaju hartija od vrednosti. To nije slučaj sa preduzećima koja ako ulaze u

⁹⁴ Richard Roll, „The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers“, Journal of Business 59, no.2 (April 1986), str.197-216

konglomeratsku integraciju, jer je potrebno vreme da iz takvog posla izađu. Empirijske studije potvrđuju, da ovakva kombinovanja često rezultiraju ogromnim gubicima. Tada najčešće zbog sistemskog rizika prinosi akcionara ostaju na istom nivou ili dolazi do gubitaka. Najčešće korist od diverzifikacije imaju poverioci zbog preliivanja bogatstva sa akcionara na poverioce, kroz smanjenje nestabilnosti novčanih tokova, a samim tim i veće sigurnosti u pogledu isplate kamata od strane preduzeća.

Igra sa Eps-om predstavlja još jedan motiv koji je vezan za konglomeratski oblik kombinovanja. Koeficijent P/E predstavlja odnos tržišne cene akcije podeljene sa zaradom po jednoj akciji. Što je razlika između P/E racia firme kupca i firme targeta veća u korist prvog, veći je motiv za integracije, Ukoliko tržište nastavi da vrednuje firmu kupca po istom P/E raciu i nakon integracije, tada će neminovno doći do rasta cene akcija i zarade po akciji firme kupca, zbog toga se firmi kupcu i isplati da nudi visoke premije pri preuzimanju preduzeća sa nižim P/E raciom. Ovakva transakcija se najčešće plaćala zamenom akcija, a preduzeće ponuđač je zavaravao tržište iskazivanjem i dalje većeg P/E racia nakon izvršenog integrisanja. Ova „igra“ zavaravanja je mogla da traje dok tržište ne obori precenjeni P/E racio ciljnog preduzeća na prvobitni nizak nivo, što će rezultirati padom cene akcija kombinovanog preduzeća. Upravo pad berze 1969. godine je uticao na smanjivanje koeficijenta P/E i kraj „talasa“ koji je bio motivisan ovom „igrom“ zavaravanja tržišta.

5.3. Izbor ciljnog preduzeća u zavisnosti od izabranog motiva

Sumirajući prethodno navedeno vezano za motive koji pokreću merdzere i akvizicije može se izvesti zaključak:

- (1) Ukoliko je motiv preduzeća kupca poslovna sinergija, tada bi se izbor ciljnog preduzeća prvenstveno odnosio na preduzeća koja posluju u istoj privrednoj delatnosti, kako bi se smanjili troškovi kroz ekonomiju obima i eliminisanje onih aktivnosti koje se dupliraju, ili povećali prihodi kroz dubinsku penetraciju tržišta i rast tržišnog učešća.
- (2) Ukoliko je motiv preduzeća kupca finansijska sinergija, tada bi se izbor ciljnog preduzeća bi odnosio na ona preduzeća koja imaju nizak racio zaduženosti (ako je motiv veća sposobnost zaduživanja), dobre projekte, ali joj nedostaju novčana sredstva (ako je motiv ulaganje) i značajne prenosive neto operativne gubitke (ako je motiv poreska ušteda).
- (3) Ukoliko je motiv preduzeća kupca vrednost kontrole, tada bi se izbor ciljnog preduzeća odnosio na ona preduzeća koja ostvaruju lošije performanse od granskog proseka. Ta preduzeća najčešće imaju nižu profitabilnost u poređenju sa prosekom u privrednoj grani. Takođe, tržišne cene akcija tih preduzeća su isto ispod proseka privredne grane.
- (4) Ukoliko su motivi preduzeća kupca diverzifikacija, menadžerski ego i jeftina kupovina, tada bi se izbor ciljnog preduzeća odnosio na preduzeća koja posluju u nepovezanim delatnostima (konglomeratska sticanja) i potcenjena preduzeća čijim se akcijama trguje ispod procenjene vrednosti.

5.4. Vrste preuzimanja preduzeća

Najčešći načini osvajanja kontrole ciljnog preduzeća su:

- (1) kupovinom akcija na otvorenom tržištu,
- (2) sticanje kontrole putem borbe zastupnika,
- (3) upućivanjem javnih ponuda za kupovinu akcija (tender offer).

Kupovinom akcija na otvorenom tržištu preduzeće ponuđač pokušava da stekne većinski udeo u vlasništvu ciljnog preduzeća pre nego što uputi javni poziv za kupovinu akcija, jer na taj način, veći je uspeh realizacije javne ponude i preuzimanja ciljnog preduzeća. U takvim transakcijama ponuđač često nuda veću cenu za kupovinu akcija, ali ono što prati ovu taktiku su brojni nedostaci vezani za nejednak tretman akcionara, asimetriju informacija i zakonska ograničenja. Za razliku od javne ponude koja se upućuje svim akcionarima ciljnog preduzeća, kod ove taktike, prodaju svojih akcija vrše oni akcionari koji aktivno trguju na finansijskoj berzi. Budući da se zaobilazi javna ponuda, akcionarima ciljnog preduzeća nisu dostupne sve informacije, pa se može javiti problem informacione asimetrije. Međutim, u današnje vreme postaje nemoguće da se većinski udeo u nekom preduzeću stekne bez upućivanja javne ponude, jer postoje brojna zakonska ograničenja i propisi koji nalažu prijavljivanje regulatornom telu (najčešće Komisiji za hartije od vrednosti) prelazak preko određenog „praga” vlasništva.

Ovakva zakonska ograničenja se razlikuju od države do države, o čemu posebno treba voditi računa kada su prekogranični merđžeri i akvizicije u pitanju. U skladu sa Vilijamovim Zakonom 1968. godinena tržištu SAD-a, kupac je u obavezi da nakon sticanja 5% i više posto akcija nekog preduzeća obavesti regulatorno telo u roku od 10 dana popunjavanjem Formulara 13D. U interesu je kupca da u tom „10-todnevnom prozoru” stekne što više akcija ciljnog preduzeća, pre objavljivanja namera o preuzimanju, jer brojne empirijske studije su dokazale, da nakon objavljivanja namere o preuzimanju cene akcija ciljnog preduzeća počinju naglo da rastu.⁹⁵

Ono što je svakako prednost ove taktike jeste što su troškovi njenog sprovođenja znatno niži u odnosu na komplikovanu proceduru koja prati javne ponude. S druge strane, glavna opasnost ove taktike jeste, da ukoliko preduzeće kupac ne stekne većinski udeo u ciljnog preduzeću tada postaje manjinski akcionar s mogućnošću ili da uputi direktnu javnu ponudu ili da izvrši prodaju stečenih akcija (često po nižoj ceni od one koju je platio kada je želeo da izvrši preuzimanje). Kod javne ponude ponuđač nema obavezu da kupi ni jednu akciju ako mu se ne ponudi traženi broj akcija koji je definisan ponudom.

Sticanje kontrole putem borbe zastupnika. Često manjinski akcionari koji ne žele aktivno da učestvuju u radu skupštine akcionarskog preduzeća mogu svoja glasačka prava da prenesu na određena lica – punomoćnike. Punomićnici su zaduženi za izvršavanje njihovih glasačkih obaveza, i upravo na ovaj način manjinski akcionari imaju znatno veće šanse da utiču na odluke koje donosi upravni odbor preduzeća.

⁹⁵Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc, str.359

„Borba zastupnika” je naročito korištena taktika ukoliko manjinski akcionari žele da izvrše smenu direktora u upravnom odboru preduzeća ili žele da preglasaju upravni odbor ukoliko se ne slažu sa njihovom odlukom. Tipičan primer je slučaj ukoliko manjinski akcionari žele da spreče preuzimanje koje je prethodno odobrio upravni odbor. Međutim, zastupnike, može da iskoristi i preduzeće ponuđač, ukoliko putem njih uspe da izvrši smenu članova upravnog odbora i postavi direktore koji će biti naklonjeni preduzeću ponuđaču i njegovoj ponudi.

„Borba putem zastupnika” predstavlja jeftiniju taktiku od javne ponude jer su troškove preglasavanja: profesionalni troškovi, troškovi štampanja dokumentacije, kopiranja, poštanski troškovi, troškovi komunikacije, troškovi parničenja i ostali troškovi, znatno niži od premija koje se nude u postupku javne ponude.

Najzastupljenija taktika za preuzimanje preduzeća je **javna ponuda**. Javna ponuda predstavlja ponudu upućenu svim akcionarima ciljnog preduzeća, koju je prethodno odobrilo regulatorno telo i koja sadrži sve jasno definisane elemente koji su predviđeni zakonom. U ponudi se jasno definiše cena po kojoj preduzeće ponuđač želi da preuzme ciljno preduzeće, visina premije, način finansiranja, rok važenja ponude, socijalni program i rok važenja socijalnog programa i ostala prava, obaveze i uslove propisane zakonom.⁹⁶

Međutim, s obzirom da je prisutno prijateljsko i neprijateljsko preuzimanje preduzeća, postoje razlike i kada je plasiranje javne ponude u pitanju. Pod prijateljskim preuzimanjem se smatra transakcija kada se upravni odbor i menadžment tim ciljnog preduzeća dogovore sa preduzećem kupcem-ponuđačem o uslovima ponude pre lansiranja javne ponude. Pregovori o kupoprodaji definišu cenu koja će se platiti za preuzimanje, visinu premije koja pripada akcionarima ciljnog preduzeća, način plaćanja, vreme u kojem će da se realizuje preuzimanje, prava i obaveze preduzeća kupca i ciljnog preduzeća, sudbinu menadžment tima ciljnog preduzeća nakon sprovedenog preuzimanja itd.

Za neprijateljsko preuzimanje se smatra transakcija kada preduzeće kupac, odnosno ponuđač zaobilazi upravni odbor i menadžment tim ciljnog preduzeća i direktno upućuje ponudu akcionarima ciljnog preduzeća nudeći često visoku premiju kako bi pristali na prodaju akcija.

Često plasiranju javne ponude prethodi kupovina akcija na otvorenom tržištu, jer to omogućuje preduzeću, odnosno ponuđaču da jeftinije preuzme ciljno preduzeće. U takvim slučajevima se kupovina akcija na otvorenom tržištu realizuje po tržišnim cenama (dok tržište još nije svesno namera o preuzimanju), dok javna ponuda podrazumeva često nuđenje visokih iznosa premije kako bi preuzimanje bilo realizovano. Postojanje određenog vlasničkog učešća u kapitalu ciljne kompanije „toehold“ (odskočna daska, hodanje na vrhovima prstiju) znatno poboljšava uspeh realizovanja javne ponude. Ponuđači koji poseduju toehold u aukcijskim nadmetanjima imaju prednost u odnosu na druge konkurente.⁹⁷ Toehold

⁹⁶U trećem poglavlju će detaljno biti prikazano računovodstveno obuhvatanje procesa preuzimanja preduzeća

⁹⁷Betton, S., Eckbo, E., & Thorburn, K. (2009). Merger negotiations and the toehold puzzle. *Journal of Financial Economics* 91, 158-178.

predstavlja vlasništvo ponuđača pre objavljene ponude za preuzimanje. Postojanje toholda kod preduzeća ponuđača povećava verovatnoću preuzimanja.⁹⁸

Taktika koja prati javnu ponudu, odnosno sledi neposredno pre plasiranja javne ponude jeste „medveđim zagrljajem“. Ona podrazumeva pritisak na upravni odbor i menadžment tim ciljnog preduzeća da zauzmu stav o mogućem preuzimanju, jer ukoliko to ne učine, preduzeće ponuđač će uputiti direktnu javnu ponudu akcionarima ciljnog preduzeća.

Nakon upućivanja „medveđeg zagrljaja“ arbitražeri naglo počinju da kupuju akcije ciljnog preduzeća, ostavljajući preduzeću ponuđaču i tu mogućnost, da ukoliko žele da steknu veliki udeo u kapitalu ciljnog preduzeća mogu da kupe akcije od njih. Arbitražeri, koje uglavnom interesuje samo zarada traže izuzetno visoke premije ukoliko znaju da će preuzimanje biti realizovano.

Za neprijateljsko preuzimanje se vezuje termin tržište korporativne kontrole, koje predstavlja disciplinirajući mehanizam za rešavanje potencijalnog konflikta između vlasnika preduzeća i menadžera, kada menadžeri ne upravljaju preduzećem na optimalan način, i stavljaju sopstvene interese ispred interesa akcionara preduzeća. Ukoliko preduzeće ostvaruje znatno lošije performanse od drugih preduzeća u toj industrijskoj grani, i ukoliko se proceni da su te lošije performanse rezultat loše i pogrešne politike menadžment tima takvo preduzeće postaje „meta“ neprijateljskog preuzimanja na tržištu korporativne kontrole.

Ono što komplikuje javnu ponudu je problem „slepeg putnika“ (free rider) kada manjinski akcionari, smatraju da njihove individualne odluke neće uticati na uspeh preuzimanja. Oni polaze od logike, da nakon smene lošeg rukovodstva cena akcija će porasti, i to mnogo više od cene koja je ponuđena prilikom preuzimanja, odlučuju da ne prodaju svoje akcije i tako ostanu manjinski akcionari pod novim rukovodstvom preduzeća sticacoca. Problem nastaje ako ima puno manjinskih akcionara ciljnog preduzeća i svi se vode istom logikom, pa tako može doći do neuspeha preuzimanja, a samim tim i pada tržišnih cena njihovih akcija.⁹⁹

Upućivanjem javne ponude jedno preduzeće oglašava nameru da želi da preuzme određeno preduzeće. Tim postupkom, zapravo ciljno preduzeće, postaje meta razmatranja i drugih preduzeća koja bi mogla da se uključe u trku oko preuzimanja, što sve zajedno može da uveća troškove akvizicije. Najveću korist od svega izvlače akcionari ciljnog preduzeća, jer u uslovima postojanja više konkurentskih ponuda premija uglavnom raste.

U uslovima postojanja više potencijalnih ponuđača, postoji opasnost od precenjivanja vrednosti ciljnog preduzeća, što može umanjiti neto akvizicionu vrednost. Ako preduzeće ponuđač plati izrazito visoku cenu kako bi bio pobednik u nadmetanju, može izostati vrednost sinergije ili kontrole koju bi prisvojio da preduzeće nije visoko vrednovano.

Problem „prolektog pobednika“ (winners curse problem) naročito postaje interesantan u uslovima postojanja više konkurentskih ponuda, pri čemu jedan od ponuđača poseduje

⁹⁸Goldman, E., & Qian, J. (2005). Optimal toeholds in takeover contests. *Journal of Financial Economics* 77 , 321-346.

⁹⁹Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980.). Takeover, bids, the free rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11 .

određeno procentualno učešće u kapitalu ciljnog preduzeća (toehold). Budući da on može i jeftinije i lakše sprovesti preuzimanje ciljnog preduzeća, jer s jedne strane poseduje procentualno učešće pa mu je potrebno da stekne manji procenat akcija za osvajanje kontrole, a sa druge strane, ukoliko izgubi u nadmetanju može svoje učešće da proda preduzeću-pobedniku. Iz tih razloga preduzeće ponuđač koji poseduje određeno procentualno učešće je motivisan da nastupa agresivno, što povećava agresivnost drugih ponuđača, pa se često dešava da onaj koji po svaku cenu želi da pobedi u nadmetanju često pretplati transakciju.¹⁰⁰

6. Strategije i taktike odbrane od neprijateljskog preuzimanja

„Strategije i taktike odbrane predstavljaju uglavnom fenomen vezan za tržište SAD-a. U drugim zemljama sveta, pa i u Evropi i kod nas, veliki broj taktika je eksplicitno zabranjen, a menadžeri retko primenjuju i one koje nisu zabranjene. Verovatno je glavni razlog taj što su preuzimanja kojima se suprostavlja uprava ciljanog preduzeća veoma retke. Autori Rossi i Volpin otkrivaju da je u 45.686 transakcija u 49 zemalja sveta u periodu od 1990-2002. godine uprava ciljanog preduzeća se suprostavljala preuzimanju u samo u oko 1% transakcija.”¹⁰¹

Razlikuju se:

(1) Preventivne mere odbrane od neželjenog pripajanja u koje najčešće ubrajamo: „gutanje otrovne pilule” (poison pills), usvajanje specijalnih amandmana ili „rasterivanje ajkula” (shark repellents), „zlatni padobran” (golden parachute)

(2) Taktike odbrane nakon objavljene neželjene ponude u koje najčešće ubrajamo: „ucena zelene boje” (greenmail), „beli vitez” (white knights), „beli štitonoša” (white squires), „defanzivne mere promene stukture kapitala imovine ciljnog preduzeća”, „Pac Man” odbrana i parničenje.

„**Otrovne pilule**” je uveo Martin Lipton, poznati pravni stručnjak za preuzimanje, primenivši strategiju 1982.godine u odbrani El Paso Electric protiv General American Oil i ponovo 1983.godine u nadmetanju kompanija Brown Foreman i Lenox.¹⁰² Te otrovne pilule - popularno nazvane „odbrana preferencijalnim akcijama” odnosile su se na emitovanje dividende na preferencijalne akcije akcionarima ciljnog preduzeća sa klauzulom da ako do napada dođu te dividende se konvertuju u akcije preduzeća kupca i na taj način dolazi do razvodnjavanja vlasništva kod preduzeća kupca, pa samim tim ova taktika deluje preventivno na odbranu od preuzimanja. Martin Lipton je 1985.godine uveo izmene u „otrovne pilule” i tada nastaju popularne Flip-over pilule koje sadrže call opciju za kupovinu akcija preduzeća kupca po nižim cenama. Emituju se u obliku dividende, kroz emisiju prava za svaki udeo u

¹⁰⁰Denčić-Mihajlov, K. (2009). *Strategija i taktika preuzimanja preduzeća*. Niš: Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu, str.108

¹⁰¹Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.197

¹⁰²Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc, str.253

akcijama koji je u njihovom vlasništvu i mogu se aktivirati nastankom određenog događaja koji je unapred definisan. Događaj se najčešće odnosi na sticanje određenog procentualnog učešća u kapitalu ciljnog preduzeća od preduzeća kupca. U takvim slučajevima prava postaju aktivna. Naime, odbor direktora ciljnog preduzeća može da ukine otrovnu pilulu i omogući preduzeću napadaču da ponovnom javnom ponudom preuzme ciljno preduzeće. Kasnije dolazi do nastanka „otrovnih pilula” treće generacije, tzv. Flip-in otrovnih pilula. Flip-over pilule su efikasne u slučaju da ponuđač ima nameru da preuzme 100% kapitala ciljnog preduzeća, dok su Flip-in pilule efikasne ukoliko ponuđač nema nameru da preuzme sve akcije, već samo onaj procenat koji mu omogućava kontrolu nad ciljnim preduzećem. Flip-in prava deluju tako što imaju za cilj da razvodne vlasništvo preduzeća kupca kako pi preduzeće napadač na što teži način stekao kontrolu nad ciljnim preduzećem.

Usvajanje specijalnih amandmana na statut preduzeća zapravo podrazumeva izmene u statutu ciljnog preduzeća kako bi potencijalni preuzimaoci odustali od preuzimanja. Ovi amandmani se odnose na ograničenje članova upravnog odbora i način njihovog izbora. Ograničenja se odnose na amandmane kojima se definiše procenat glasova akcionara potrebnih za davanje saglasnosti za integrisanje kompanija. Zatim, amandmani kojima se uređuju odluke vezane za emitovanje akcija različitih klasa (dvojna kapitalizacija) i amandamani kojima se definiše premija akvizicije, odredba o fer ceni i druge mere odbrane.¹⁰³

„Zlatni padobran” podrazumeva sklapanje ugovora koji obezbeđuje menadžerima ciljne kompanije visoke kompenzacije u slučaju da do neželjenog pripajanja dođe i da treba da napuste svoje pozicije nakon spajanja. „Zlatni padobrani”, čine dakle, „prinudno sletanje” bezbolnijim za menadžere ciljnog preduzeća, ali ne predstavljaju efikasnu meru koja štiti ciljno preduzeće od preuzimanja.

„Ucena zelene boje” podrazumeva otkup akcija ciljnog preduzeća koje se već nalaze kod preduzeća kupca uz plaćanje visokog iznosa premije i pritisak na preduzeće sticaoca da stopira započeti proces spajanja. Takođe ova strategija može da se primeni i kao sporazum sa preduzećem kupcem da on neće povećavati svoje vlasničko učešće u ciljnoj kompaniji uz zamenu za određenu nadoknadu. „Ucena zelene boje” se aktivira kada preduzeće kupac dostigne određeni procentualni udeo u vlasništvu ciljnog preduzeća.

„Beli vitez” je taktika koju primenjuje ciljna kompanija nakon učinjene neželjene ponude, kada traži prijateljski raspoloženu kompaniju koja bi uputila konkurentnu ponudu, i pružila bolje uslove pripajanja inicijalnog preduzeća i na taj način realizovala defanzivni merđžer.

„Beli štitonoša” predstavlja taktiku koju sprovodi ciljno preduzeće pre nego što dobije ponudu za preuzimanje. Slično, kao „beli vitez”, ciljno preduzeće emituje akcije koje prodaje svojim prijateljskim investitorima, kako bi otežao preduzeću kupcu postupak sticanja

¹⁰³ Opširnije Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc.str. 275-277

većinskog paketa. Warren Buffett je jedan od čuvenih štitonoša, između ostalog za Gillete, Coca-Cola, US Air.¹⁰⁴

„Defanzivne mere” promene strukture kapitala i imovine se pre svega odnose na: povećanje zaduživanja, formiranje ESOP fondova i otkup sopstvenih akcija. Defanzivne mere koje se odnose na povećanje zaduživanja podrazumevaju povećanje duga kako bi se promenila postojeća struktura kapitala, a samim tim odvratili potencijalni preuzimači. Često se ta dodatna sredstva koriste za isplatu visokih dividendi ili otkup sopstvenih akcija čime se povećava broj akcija u vlasništvu preduzeća, a samim tim i otežavaju preuzimanja.

ESOP fondovi se osnivaju od strane velikih kompanija koje umesto da uplaćuju doprinose u novcu za svoje zaposlene penzionom fondom, vrše otkup akcija umesto njih u visini doprinosa koji bi trebali da budu isplaćeni. Na taj način kupljene akcije se prebacuju u ESOP fond čiji je vlasnik sama kompanija sve dok doprinosi ne budu dovoljni da izmire celokupnu vrednost akcija, nakon čega se akcije prebacuju na vlasnički račun zaposlenih. Često se za finansiranje kupovine akcija od strane zaposlenih koriste kreditna sredstva, a glavnica duga se upravo isplaćuje doprinosima koji pripadaju zaposlenima kompanije. Na ovaj način vrši se povećanje i razvodnjavanje vlasništva postojeće kompanije čime se dodatno otežava preuzimanje, jer akcije ESOP fonda nisu predmet preuzimanja od strane napadačke kompanije.

„Pac Man” odbrana podrazumeva upućivanje kontra ponude preduzeću kupcu „preuzmi ili ćeš biti preuzet“, gde akcionari ciljane kompanije ne dobijaju nikakvu premiju, već zapravo plaćaju premiju, i ova taktika ukoliko nije uspešno izvedena može uništiti inicijalno ciljano preduzeće. „Pak-Man” odbrana je simbolično dobila naziv prema video igri u kojoj glavni likovi pokušavaju da pojedju jedni druge, pre nego što budu pojedeni.

„Parničenje” predstavlja taktiku koja sprovodi ciljna kompanija sudskim putem. Zapravo ova taktika omogućava ciljnoj kompaniji dodatno vreme dok traje sudski postupak da poboljša uslove ponude za preuzimanje ili da pronađe prijateljski raspoloženu kompaniju „belog viteza” koja bi ušla u proces nadmetanja.

7. Dezinvestiranje

Dezinvestiranje kompanija podrazumeva smanjenje, tj prodaju određenih delova aktive, odnosno transakciju suprotnu akviziciji. Restrukturiranje preduzeća, kroz strategiju kontrakcije kompanije je motivisano potrebom za smanjenjem i dekomponovanjem poslovne strukture i organizacije kako bi se korporacija prilagodila tržištu ili usled potrebe da se razgradi prethodno realizovana integracija ili akvizicija koja se pokazala neuspešnom.¹⁰⁵

Najčešći motiv dezinvestiranja preduzeća odnosi se na činjenicu da se kompanija oslobađa nekih delova za koje procenjuje da nisu dovoljno profitabilni i nisu u funkciji njenog dugoročnog razvoja. Restrukturiranje je naročito opravdano ukoliko kompanija procenjuje da

¹⁰⁴Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.198

¹⁰⁵Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc., str.557

će odvojeni delovi kao samostalne celine obezbeđivati bolje poslovne performanse, a ona će prodajom tih delova doći do priliva novčanih sredstava i poboljšanja svojih poslovnih performansi.

Oblici dezinvestiranja kompanija su:¹⁰⁶

1. Sell-off (prodaja poslovnih segmenata),
2. Spin-off (proporcionalno preusmeravanje akcija),
3. Equity carve-outs (razdvajanje akcija),
4. Split-off (zamena akcija),
5. Split-up (rasformisanje korporacije),
6. Reorganizacija.

Sell-off je takav oblik dezinvestiranja gde dolazi do prodaje poslovnih delova preduzeća. Kupac je ili drugo preduzeće ili investitor. Ukoliko poslovni segment otkupi grupa menadžera koja je upravljala tim poslovnim segmentom takva transakcija se naziva MBO (divizionai management buy-out). Takva transakcija, od strane menadžera je najčešće finansirana iz dugova. Koleteral predstavljaju sredstva i budući novčani tokovi datog segmenta preduzeća. Prodati poslovni segment preduzeća prelazi u privatno zatvoreno vlasništvo. Novi vlasnik dobijenu gotovinu može reinvestirati, koristiti za otplatu dugova ili isplatiti akcionarima dividendu.

Spin-off (odvajanje) je takav oblik poslovne dekompozicije kada dolazi do izdvajanja određene afilijacije ili pogona iz matične kompanije u posebnu kompaniju, naročito kada se procenjuje da će ona na taj način obezbediti bolje poslovne performanse nego što ih ostvaruje u sastavu matične kompanije. Akcionari matične kompanije na proporcionalnoj osnovi dobijaju akcije novonastale kompanije, pa na taj način akcionari matične kompanije su istovremeno i vlasnici izdvojenog dela kompanije. Oni svoja novostečena vlasnička prava mogu da prodaju i da na taj način ostvare novčani priliv. Nakon spin-offa ne menja se vlasnička struktura preduzeća ali se vrši redukcija sredstava zbog odvajanja segmenta.

Razdvajanje akcija (Equity carve-outs) predstavlja oblik vrlo sličan proporcionalnom preusmeravanju akcija s tim što kod ovog oblika restrukturiranja osamostaljena kompanija može odmah da emituje nove akcije i na taj način dođe do novčanog priliva koji ne postoji kod spin-offa. Međutim, matično preduzeće i dalje zadržava većinski paket akcija. Prodaja akcija se izvršava kroz inicijalnu javnu ponudu segmenta koji se izdvaja. Odnosno najčešće vlasnici matičnog preduzeća vrše prodaju svojih akcija koje imaju u izdvojenom zavisnom preduzeću, ali najčešće zadržavajući svoje većinsko učešće, tako da je to prodaja manjinskog učešća u zavisnom preduzeću.

Split-off (deoba) je takav oblik poslovne dekompozicije gde dolazi do izdvajanja određene afilijacije ili pogona iz matične kompanije u posebnu kompaniju, ali akcionari matične kompanije treba da se odluče da li će da zadrže akcije u matičnoj kompaniji ili će da izvrše zamenu akcija matične kompanije za akcije izdvojene kompanije. Nakon split-offa menja se vlasnička struktura preduzeća i smanjuje se broj akcionara.

¹⁰⁶Čirović, M. (2004). *Fuzije i Akvizicije*. Novi Sad: Prometej a.d. Bečej, str.150-151

Split-up (cepanja) je takav oblik poslovne dekompozicije koji se realizuje kroz mnoštvo split-off transakcija. Kao posledica ovog procesa je stvaranje većeg broja novoformiranih kompanija sve dok matična kompanija ne prestane da postoji. Proporcionalno preusmeravanje akcija.

Reorganizacija podrazumeva definisanje plana reorganizacije preduzeća koji podrazumeva najčešće otpis dugova i dekomponovanje strukture pasive kako bi se preduzeće spasilo od bankrotstva. Dakle, reorganizacija podrazumeva aktivnosti koje utiču na spasavanje preduzeća putem otpisa dela dugova, prolongiranje dugova, konverzijom dugova, itd. Ukoliko se dobrovoljna ili stečajna reorganizacija pokaže neefikasnom sprovodi se likvidacija preduzeća.

Najčešći razlozi prodaje delova kompanije su: ¹⁰⁷

- (1) Promena delatnosti ili strategije,
- (2) Neprofitabilan ogranak ili greška,
- (3) Prodaja radi finansiranja akvizicije,
- (4) Nalog suda u skladu sa antitrustovskim zakonom,
- (5) Potreba za gotovinom,
- (6) Odbrana od preuzimanja,
- (7) Povoljna cena.

Preduzeće se može odlučiti za prodaju dela preduzeća ako se taj segment više ne uklapa u osnovnu delatnost preduzeća, ili preduzeće želi da promeni svoju poslovnu filozofiju i okrene se samo osnovnoj delatnosti pa sve segmente koji nisu povezani sa njom odluči da odvoji. To ne mora da znači da je ta imovina neprofitabilna, već da u rukama novog vlasnika može da ostvari bolje poslovne performanse. S druge strane, preduzeće može da se odluči za prodaju jednog dela preduzeća upravo zbog slabih rezultata poslovanja.

Kao što postoji sinergija kod spajanja tako postoji i sinergija kod odvajanja dela preduzeća. Obrnuta sinergija znači da delovi preduzeća više vrede kao odvojeni entiteti nego u sklopu matičnog preduzeća. Prodajom dela kompanije mogu da nastanu pojedinačne firme kakve ne postoje na tržištu kapitala, a koje bi privukle investicioni kapital.

Prodajom dela preduzeća dolazi do trenutnog priliva gotovine, i ovo je motiv najčešće preduzeća koja se nalaze u finansijskim problemima pa na ovaj način pribegavaju sopstvenom oporavku.

Napuštanje osnovne delatnosti je ređi motiv, najčešće prouzrokovan kod preduzeća konglomerata, koji su već izvršili diverzifikaciju svog portfolia, a procenjuju da osnovna delatnost je već u fazi zrelosti i da im ne može donositi više visoke prihode, kao npr. neka druga delatnost u koju su investirali.

¹⁰⁷Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc., str.564

Dakle, strategije dezinvestiranja, ili kontrakcije delatnosti se takođe sprovode u funkciji poboljšanja poslovnih performansi preduzeća. Često sprovođenje strategije ekspanzije – kroz merđere i akvizicije u funkciji eksternog rasta preduzeća, podrazumeva prethodno interni rast preduzeća najčešće kroz dekomponovanje aktivnosti preduzeća, a sve u funkciji njegovog ozdravljenja i poboljšanja performansi što će i eksterni rast učiniti uspešnijim.

III DEO: FINANSIJSKA ANALIZA PREDUZEĆA U POSTUPKU POSLOVNOG RESTRUKTURIRANJA

1. Procena vrednosti preduzeća u postupku poslovnog restrukturiranja

Za donošenje odluke o izboru ciljnog preduzeća najveću pažnju treba posvetiti proceni finansijskih izveštaja ciljnog preduzeća. Pri tome treba razlikovati način procene i dostupnost informacija u zavisnosti da li se radi o prijateljskoj ili neprijateljskoj transakciji. S obzirom da transakcije spajanja i preuzimanja, podrazumevaju i prekogranična sticanja preduzeća sa jednog kontinenta, od strane preduzeća sa drugog kontinenta, ili se sticanje preduzeća realizuje između država istog kontinenta, veoma je važno razumevanje profesionalne regulative finansijskog izveštavanja koja se primenjuje u svim zemljama.

Oblast konsolidovanja finansijskih izveštaja na evropskom tržištu regulišu Međunarodni računovodstveni standardi, kao i Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja i Sedma Direktiva Evropske Unije. Na američkom tržištu primenjuju se standardi usvojeni od strane Američkog odbora za standarde finansijskog računovodstva. Međunarodni računovodstveni standard koji utemeljuje obavezu i način konsolidovanja finansijskih izveštaja odnosi se na Međunarodni računovodstveni standard 27-Konsolidovani i pojedinačni finansijski izveštaji. Poslovne kombinacije preduzeća koje mogu da rezultiraju formiranjem grupe o kojoj se izveštava putem konsolidovanih finansijskih izveštaja uređuju Međunarodni standard finansijskog izveštavanja 3-Poslovne kombinacije, Međunarodni računovodstveni standard 24-Obelodanjivanja povezanih strana i Međunarodni računovodstveni standard 36-Obevređenje vrednosti imovine.

„Usvajanjem MSFI-3 Poslovne kombinacije, prezentovane su novine sa aspekta tretmana manjinskog interesa, procesa akvizicije u fazama, tretmana troškova akvizicije, potencijalnih obaveza i promena vlasničkog interesa matičnog u zavisnim preduzećima koje ne rezultiraju gubitkom kontrole. U toku 2011. godine usvojeni su sledeći standardi:

- (1) MSFI 10 – Konsolidovani finansijski izveštaji
- (2) MSFI 11 – Zajednički aranžmani
- (3) MSFI 12 – Obelodanjivanje interesa u drugim entitetima
- (4) MSFI 27 – Pojedinačni finansijski izveštaji
- (5) MSFI 28 – Investicije u pridružene entitete i zajednička ulaganja¹⁰⁸

Na evropskom tržištu oblast konsolidovanja finansijskih izveštaja, pored međunarodnih računovodstvenih standarda je uređena Sedmom direktivom Evropske Unije (83/349/EES). Direktiva je donešena 1983. godine, sa poslednjim izmenama i dopunama 2009. godine. Pored toga, treba uzeti u obzir i zahteve usvojenih Međunarodnih računovodstvenih standarda

¹⁰⁸ Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina, str.39

u skladu sa Uredbom (EC) broj 1606/2002 Evropskog parlamenta i Saveta od 19. jula 2002. godine o primeni Međunarodnih računovodstvenih standarda.¹⁰⁹ Usvajanjem Direktive 2013/34/EU Evropskog parlamenta i Saveta 26.06.2013. godine o pojedinačnim i konsolidovanim finansijskim izveštajima propisani su kriterijumi za klasifikaciju grupa, odnosno razvrstavanje na male, srednje i velike grupe. Kriterijumi postoje sa aspekta prosečnog broja zaposlenih, ostvarenog prihoda i poslovne imovine, kao što je prikazano u sledećoj tabeli:

Tabela br.4: Kriterijumi za razvrstavanje grupa preduzeća¹¹⁰

Rd.br.	Grupe	Broj zaposlenih	Ukupna imovina (eur)	Poslovni prihodi (eur)
1	Male grupe	do 50	do 4.000.000	do 8.000.000
2	Srednje grupe	do 250	do 20.000.000	do 40.000.000
3	Velike grupe	iznad 250	iznad 20.000.000	iznad 40.000.000

Oblast konsolidovanja na području SAD i anglosaksonskoj literaturi uređuje pre svega, FASB (Odbor za standarde finansijskog računovodstva) Standard broj 51-Konsolidovani finansijski izveštaji, usvojen 1959. godine. Ovi izveštaji imaju određeni stepen saglasnosti sa standardima koji su regulisani na evropskom tržištu i u njima su objavljeni svrha i politika konsolidacije, procedure konsolidacije, kako se prikazuje manjinski interes, karakteristike kombinovanih finansijskih izveštaja i pojedinačnih izveštaja matičnog preduzeća, itd.

Da bi se što više harmonizovali finansijski izveštaji FASB je 2007.godine kao prvi zajednički projekat konvergencije od strane Odbora za međunarodne računovodstvene standarde (IASB) i Odbora za standarde finansijskog računovodstva (FASB) usvojen je standard broj 160-Manjinski interes u konsolidovanim finansijskim izveštajima i revidirani standard broj 141-Poslovne kombinacije. Cilj usvajanja ovog standard bio je usmrene ka usklađivanju zahteva sa zahtevima Međunarodnog standarda finansijskog izveštavanja 3-Poslovne kombinacije i Međunarodnog računovodstvenog standarda 27-Konsolidovani i pojedinačni finansijski izveštaji, koji su izdati od strane Odbora za Međunarodne računovodstvene standarde 2008. godine. Iako postoji visok nivou kompatibilnosti sa stanovišta tretmana manjinskog interesa, kontrole, i vlasničkog učešća revidirani MSFI 3-Poslovne kombinacije i revidirani standardi 141-Poslovne kombinacije i 160-Manjinski interes u konsolidovanim finansijskim izveštajima nisu uspeli da se harmonizuju u potpunosti.

Oblast konsolidovanja finansijskih izveštaja u Republici Srbiji uređena je Zakonom o računovodstvu.¹¹¹ Obaveza sastavljanja konsolidovanog finansijskog izveštaja podrazumeva sastavljanje kompletnog seta finansijskih izveštaja koji obuhvata konsolidovani bilans stanja,

¹⁰⁹Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina str.45

¹¹⁰ Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina, str.45

¹¹¹Službeni glasnik Republike Srbije, 62/2013, preuzeto iz: Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina

bilans uspeha, izveštaj o tokovima gotovine, izveštaj o promenama na kapitalu, napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje i statistički aneks. Odredbama Pravilnika o obrascima finansijskih izveštaja propisani su obrasci sastavljanja pojedinačnih finansijskih izveštaja koji se primenjuju i na konsolidovane finansijske izveštaje.¹¹² Usvajanjem Zakona o računovodstvu u 2013. godini nastoji se unaprediti korporativno računovodstvo putem izmenjenih kriterijuma za razvrstavanje pravnih lica na velika, srednja i mala pravna lica, uvođenja i usklađivanja kriterijuma za razvrstavanje novih pravnih lica-mikro entiteta sa zahtevima Četvrte Direktive Evropske Unije i što više harmonizovati računovodstveni propisi i zahtevi sa zahtevima Evropske Unije.

Treba napomenuti da se za banke kao finansijske institucije primenjuju posebni obrasci sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja propisani su za banke u skladu sa postojećim Pravilnikom o obrascima i sadržini pozicija u obrascima finansijskih izveštaja za banke¹¹³

Pored harmonizacije profesionalne regulative koja uređuje oblast konsolidovanja finansijskih izveštaja, veoma bitnu stavku prilikom analize ciljnog preduzeća predstavlja procena vrednosti ciljnog preduzeća na osnovu finansijskih izveštaja i tretman Goodwill-a kao nematerijalne imovine koja se javlja u postupcima preuzimanja preduzeća. Nakon što je Odbor za standarde finansijskog računovodstva ukinuo primenu metoda udruživanja interesa¹¹⁴ prilikom računovodstvenog obuhvata poslovnih kombinacija, period amortizacije gudvila (*Goodwill*) i ostalih nematerijalnih ulaganja je bio smanjen sa 40 na 20 godina, kako bi se upotpunosti obezbedila harmonizacija sa Međunarodnim računovodstvenim standardom 22-Poslovna spajanja. Revidirani nacrt standarda uveo je periodičnu procenu gudvila (*Goodwill*) pomoću testa za obezvređenje¹¹⁵ i bio je u primeni od 2001. godine kao Standard broj 141-Poslovne kombinacije.

Goodwill predstavlja razliku između fer vrednosti identifikovanih sredstava i obaveza i ukupnih troškova akvizicije. Poznato je da cena preuzimanja pored procenjene vrednosti ciljnog preduzeća sadrži i iznos premije koji se plaća za buduće sinergetske dobiti i ostale koristi koje preduzeće sticatelj procenjuje da će ostvariti kupovinom ciljnog preduzeća.

Ciljno preduzeće se procenjuje po fer vrednosti koja predstavlja tržišnu vrednost na dan transakcije. Ukoliko nije postojala mogućnost da se tržišna vrednost precizno utvrdi, procenjivanje može da se vrši i po knjigovodstvenim vrednostima, ali uz opreznost da prilikom prevođenja knjigovodstvene vrednosti na fer vrednost mogu da se pojave latentne

¹¹² Službeni glasnik Republike Srbije. (2012). *Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike*. Službeni glasnik Republike Srbije broj 114/2006, 5/2007-ispr. i 119/2008, preuzeto iz: Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina

¹¹³ Službeni glasnik RS br. 74/2008...5/2010, preuzeto od: Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina

¹¹⁴ Postojao je različit tretman Goodwill-a prema metodi sticanja i metodi udruženog interesa što je stvaralo neusaglašenost prilikom procene vrednosti preduzeća

¹¹⁵ O testiranju Goodwill-a videti više, Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina

rezerve i skriveni gubici.“Fer vrednost učešća, odnosno prenesene naknade od strane preduzeća koje vrši sticanje predstavlja zbir fer vrednosti imovine prenesene od strane sticaoca, obaveza radi sticanja učešća u ciljnom preduzeću i učešća u kapitalu koje je emitovao sticalac. Dakle, ukupni troškovi za sticanje kontrole na dan akvizicije podrazumevaju sumu gotovine i njenih ekvivalenata i fer vrednost udela u vlasništvu sa pravom glasa i hartija od vrednosti za sticanje kontrole nad neto imovinom ciljnog preduzeća.”¹¹⁶

2. Metode procene vrednosti preduzeća

„Vrednost bilo kog preduzeća određuje se pomoću četiri faktora: (1) sposobnosti preduzeća da generiše novčani tok po osnovu raspoložive imovine, (2) očekivanom stopom rasta tih novčanih tokova, (3) vremenom koje je potrebno da preduzeće dostigne stabilan rast, (4) troškom kapitala.”¹¹⁷

Procenu vrednosti preduzeća koja se integrišu komplikuje činjenica, da preduzeće sticalac prilikom procene vrednosti ciljnog preduzeća, treba da proceni efekte sinergije i kontrole. Premija koja uvećava cenu preuzimanja i pripada vlasnicima ciljnog preduzeća i ne sme biti precenjena da akcionari preduzeća kupca ne bi bili na gubitku nakon integrisanja preduzeća.

Kupovina ciljnog preduzeća predstavlja za preduzeća kupca investiciju. Vodeći se logikom bilo kog investicionog projekta, može se zaključiti da je investicija opravdana ako prinosi koji će se ostvariti prevazilaze trošak investicije.

2.1. Pregled najčešćih metoda procene vrednosti preduzeća

Najčešće korišćena metoda koja se koristi pri proceni M&A transakcija je metoda diskontovanih novčanih tokova za investitore (Discounted Cash Flow-DCF). Primenom metode diskontovanih novčanih tokova, preduzeće kupac prvo procenjuje buduće slobodne novčane tokove koji će se generisati u narednom periodu. Zatim, sledi njihovo svođenje na sadašnju vrednost primenom odgovarajuće diskontne stope. Budući da diskontna stopa reprezentuje rizičnost samo investicionog projekta, a ovde govorimo o kupovini celokupnog preduzeća, najčešće korišćena diskontna stopa je ponderisana prosečna cena kapitala.

Vrednost koju će preduzeće ostvarivati nakon obuhvaćenog perioda procene se označava kao rezidualna vrednost, koja se izračunava na osnovu pretpostavke da preduzeće u godinama, nakon perioda procene, raste po stabilnoj stopi rasta. Takođe, treba napomenuti da slobodni novčani tokovi za investiture (preduzeća) se dobijaju kada se od slobodnih novčanih tokova iz poslovne aktivnosti odbiju novčani tokovi u investicione svrhe, tj. povećanje ulaganja u osnovna i trajna obrtna sredstva. Da bi se dobila procena vrednosti sopstvenog kapitala, odnosno vrednosti koja nastaje za akcionare, potrebno je da se od ukupne vrednosti preduzeća oduzmu ukupni dugovi preduzeća

¹¹⁶ Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina, str.18

¹¹⁷ Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice*, 2nd. John Wiley&Son, Inc.str.750

Kao što je već napomenuto, procena vrednosti M&A transakcije je otežana jer prilikom procene cene koju preduzeće ponuđač treba da plati za ciljno preduzeće, zbog sinergije i vrednosti kontrole koja se može ostvariti u postakvizicionom periodu, a koju akcionari ciljnog preduzeća zahtevaju u obliku premije koja se plaća prilikom njegove kupovine. Sinergija može biti poslovna i finansijska sinergija i ona zapravo nastaje kao rezultat veće vrednosti kombinovanih preduzeća od njihove pojedinačne vrednosti. Vrednost kontrole nastaje ako se preduzećem ne upravlja na optimalan način.

Da bi procenili opravdanost M&A transakcije potrebno je izračunati: sadašnju vrednost očekivanih novčanih tokova preduzeća u planiranom postakvizicionom periodu procene, zatim njihovu stopu rasta, period u kojem dolazi do stabilnog rasta kako bi izračunali rezidualnu vrednost i diskontnu stopu.

Slobodni novčani tok prema preduzeću se dobija kada se od slobodnog novčanog toka iz poslovnih aktivnosti oduzmu odlivi novčanih sredstava u investicione svrhe (fiksni i obrtni kapital).

Slobodni novčani tok preduzeća pre servisiranja obaveza može se prikazati na sledeći način:

$$\begin{aligned}
 & \text{Neto dobitak} \\
 & \quad + \\
 & \text{Amortizacija} \\
 & \quad - \\
 & \text{Investicije u osnovna sredstva} \\
 & \quad - \\
 & \text{Investicije u trajna obrtna sredstva} \\
 & \quad = \\
 & \text{Slobodni novčani tok prema preduzeću}^{118}
 \end{aligned}$$

Druga determinanta koju je potrebno izračunati jeste stopa rasta prinosa, tj. dobiti, i stope rasta investiranja u fiksnu i obrtnu imovinu tokom perioda procene kako bi se izračunala očekivana stopa rasta slobodnih novčanih tokova preduzeća.¹¹⁹

$$\text{Očekivani rast} = \text{Stopa reinvestiranja} \times \text{Prinos na kapital}$$

gde je:

$$\text{Prinos na kapital} = \text{EBIT} (1-T) / \text{Investirani kapital}$$

$$\text{Stopa reinvestiranja} = \frac{\text{Kapitalna potrošnja} - \text{Amortizacija} \pm \Delta \text{ Nenovčani obrtni kapital}}{\text{EBIT}(1-\text{poreska stopa})}$$

Diskontna stopa predstavlja ponderisanu prosečnu cena kapitala ciljnog preduzeća. Ponderisana prosečna cena kapitala predstavlja donju cenu kapitala koju preduzeće treba da ostvari na osnovu projektovane akvizicije kako bi ista bila tržišno prihvatljiva za investiture.¹²⁰

¹¹⁸ Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej. str.86

¹¹⁹ Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice, 2nd*. John Wiley&Son, Inc. str.757

¹²⁰ Ćirović, M. (2004). *Fuzije i Akvizicije*. Novi Sad: Prometj a.d. Bečej., str.88

Ponderisana prosečna cena kapitala WACC (weighted average cost of capital) se izračunava kada se odgovarajući trošak akcijskog kapitala pomnoži sa učešćem akcijskog kapitala u ukupnom kapitalu ciljnog preduzeća i zatim taj proizvod sabere sa vrednošću proizvoda troška duga sa učešćem duga u ukupnom kapitalu preduzeća.¹²¹

$$WACC = K_d \times (1 - T_c) \times \frac{D}{V} + K_e \times \frac{E}{V}$$

gde su: K_d - cena duga pre dobitka poreza, K_e - cena stopstvenog kapitala, T_c - stopa poreza na dobitak, D - tržišna vrednost duga, E - tržišna vrednost sopstvenog kapitala, V – ukupna tržišna vrednost preduzeća ($D+E$). Dakle, cena kapitala predstavlja ponderisanu prosečnu cenu kapitala, odnosno kompozitni trošak, troškova duga i troškova akcijskog kapitala.

Trošak duga predstavlja ponderisanu kamatnu stopu svih kreditnih izvora koje koristi ciljno preduzeće. Treba navesti napomenu, da se kamatna stopa kao cena pozajmljenog kapitala umanjuje za iznos poreske stope preduzeća, jer kamata predstavlja finansijski rashod koji se obračunava pre umanjenja poreske osnovice.

Trošak akcijskog kapitala, se najčešće izračunava prema modelu CAPM (Capital asset pricing model). Zahtevana stopa prinosa koju zahtevaju ulagači u akcije dobija se kada se na stopu prinosa bez rizika dodaju dve premije za rizik. Jedna premija za rizik se odnosi na sistemski rizik, odnosno tržišni rizik koji se ne može diverzifikovati. Druga premija za rizik se odnosi na rizik konkretnog portfolia (ciljnog preduzeća) u odnosu na celokupno tržište.

Očekivani prinos na akcijski kapital nekog preduzeća na osnovu CAPM modela se formira na sledeći način:¹²²

$$R_i = R_{rf} + \beta_i (R_m - R_{rf})$$

gde je:

R_i = stopa prinosa na akcije određenog preduzeća

R_{rf} = stopa prinosa na finansijske investicije bez rizika

R_m = stopa prinosa na indeks akcija (tržišni rizik)

$R_m - R_{rf}$ = premija za rizik

β = beta koeficijent

Model ravnotežnog vrednovanja kapitala CAPM dakle meri izloženost preduzeća tržišnom riziku. Rizik može biti sistemski i nesistemski rizik. Dve ključne pretpostavke ovog modela su: da nema transakcionih troškova i da ulagači nemaju pristup poverljivim informacijama. Stvarni od očekivanih povrata na određenu investiciju se razlikuju zbog postojanja rizika specifičnih za konkretno preduzeće i tržišnih rizika koji utiču na poslovanje svih preduzeća.

¹²¹Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.160

¹²²Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.150

Nesistemički rizik je specifičan samo za jedno preduzeće, ili za mali broj preduzeća. Nestistemički rizik nastaje prilikom slabe procene projektovanog rizika nekog preduzeća, zbog uslova konkurencije samo u jednoj grani, vremenskih uslova, i uslova specifičnih samo za to preduzeće.

Tržišni rizik izazvan promenom deviznog kursa, političkog rizika, kamatne stope, inflacije utiče na sva preduzeća. Njegov uticaj može biti različit, odnosno, različitog nivoa u zavisnosti da li su preduzeća cikličnog odnosno sezonskog karaktera, i da li posluju na međunarodnom tržištu.

Beta koeficijent (β) predstavlja meru sistemskog rizika koji se ne može diverzifikovati. Mera sistemskog rizika predstavlja stepen osetljivosti prinosa portfolia (ciljnog preduzeća) u odnosu na prinose svih hartija na tržištu. Beta koeficijent kao mera rizika može se izračunati na osnovu regresione analize.¹²³

$$Tp(hov)=\alpha+\beta \times Stp+\varepsilon$$

$Tp(hov)$ – tržišni prinos hartija od vrednosti (model beta),
 α - prosečna vrednost nesistemskog prinosa tokom vremena,
 β -statistički pokazatelj osetljivosti promene cene (prinosa) hartije od vrednosti u odnosu na promenu nivoa prinosa svih hartija od vrednosti na tržištu kao celini,
 Stp - tržišni (sistemski) prinos,
 ε - nestistemički prinos koji zavisi od specifičnih faktora svojstvenih emitentu date hartije od vrednosti (teži ka nuli)

Procenu budućih očekivanih novčanih tokova ne može se vršiti neograničeno. Prema modelu diskontovanih novčanih tokova nakon određenog perioda, preduzeće ulazi u fazu stabilnog rasta i očekivani novčani tok nakon tog perioda raste po stabilnoj stopi rasta (g).

Konačna vrednost ciljnog preduzeća izračunava se na sledeći način:

$$\text{Konačna vrednost}_n = \text{Slobodni novčani tok preduzeća}_{n+1} / (\text{Trošak kapitala} - g_n)$$

Ovo ograničenje vremenskog trajanja omogućava izračunavanje konačne vrednosti preduzeća.¹²⁴ Kao što je već istaknuto prilikom procene vrednosti ciljnog preduzeća, u procenu treba uključiti vrednosti motiva koje preduzeće kupac očekuje od akvizicionog posla što dodatno komplikuje primenu metode diskontovanih novčanih tokova.

2.2. Pregled pomoćnih metoda procene vrednosti preduzeća

Pored metode diskontovanih novčanih tokova, kao pomoćne alternativne metode najčešće se koriste:

(1) P/E metoda,

¹²³Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej, str.260

¹²⁴Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice, 2nd*. John Wiley&Son, Inc.str.761

(2) Tobin Q metoda,

(3) Metod multiplikatora.

P/E (price to earnings) predstavlja odnos tržišne cene po akciji i zarade po akciji. Ova metoda zapravo predstavlja multiplikator promene tržišne cene akcije. Tržišna cena akcije se dobija kada se prinos po akciji (EPS) pomnoži sa ovim koeficijentom (P/E). Koeficijent P/E predstavlja rizik poslovanja preduzeća, gde nizak P/E ratio reprezentuje visok rizik ulaganja u preduzeće, dok visok P/E ratio označava rast poverenja ulaganja u preduzeće. Na P/E ratio naročito utiče objava same namere o preuzimanju preduzeća, gde tržište zbog očekivanja veće premije prilikom preuzimanja utiče na rast ovog koeficijenta.

Prilikom procene ciljnog preduzeća, budući da je u pitanju relativni pokazatelj, preduzeće kupac može da posmatra kretanje multiplikatora P/E u nekoliko prethodnih godina, kako bi procenio da li je došlo do njegovog rasta ili pada. Nakon toga treba pristupiti analizi faktora i uslova koji su doveli do rasta/pada ovog multiplikatora, da bi se na taj način ocenilo da li su efekti takve promene povremenog ili trajnog karaktera. Ovo je važno za preduzeće kupca da bi donosilo ispravnu odluku o kupovini ciljnog preduzeća.

Preduzeće kupac prilikom procene ciljnog preduzeća može da poredi vrednost multiplikatora P/E sa preduzećima koja posluju u istoj privrednoj grani kao ciljno preduzeće. Na taj način se može utvrditi, da li ovaj pokazatelj ciljnog preduzeća značajnije odstupa od kretanja multiplikatora kod njegovih konkurenata.

Tobinov Q ratio predstavlja vrednost ponovne nabavke osnovnih sredstava. Tobinov Q ratio meri odnos ukupne tržišne vrednosti preduzeća i troškova (vrednosti) zamene njegovih fizičkih sredstava. Kada je Tobin Q ratio manji od 1, to ukazuje da su sredstva tog preduzeća potcenjena i da isto može biti „meta” napada za preuzimanje, jer bi to za preduzeća kupca predstavljalo jeftinu kupovinu. U slučaju da je Tobin Q ratio veći od broja 1, takvo preduzeće bi predstavljalo skupu investiciju za preduzeće kupca. Transakcija je naročito uspešna ako preduzeće kupac sa visokim Tobin Q ratio preuzima ciljno preduzeće sa niskom Tobin Q raciom.¹²⁵ Tada su prinosi veći ukoliko je Tobin Q ciljnog preduzeća niži.¹²⁶

Metod multiplikatora podrazumeva primenu većeg broja pokazatelja koji predstavljaju samo određene stavke poslovanja preduzeća. Treba naglasiti, da metod multiplikatora, kao i prethodne dve pomenute metode koriste se samo kao dopunske metode koje pomažu preduzeću kupcu da donese ispravnu odluku.

Tabela br.5 Pokazatelji i prateće varijable¹²⁷

Pokazatelj	Varijabla koja ga određuje
Pokazatelj cena/Zarada	Rast, pokazatelj isplate dividende, rizik
Pokazatelj cena/Knjigovodstvena vrednost	Rast, pokazatelj isplate dividende, rizik,

¹²⁵Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance Vol.46, No.1* .

¹²⁶Singh, R. (1971). *Takeovers: Their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm*. Cambridge: Cambridge University Press.

¹²⁷Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice, 2nd*. John Wiley&Son, Inc.str.777

	prinos na akcijski capital
Pokazatelj cena/Prodaja	Rast, pokazatelj isplate dividende, rizik, <i>neto marža</i>
Vrednost/EBIT Vrednost/EBIT(1-t) Vrednost/EBITDA	Rast, <i>potrebe za neto kapitalnim rashodima</i> , stepen zaduženosti, rizik
Vrednost/Prodaja	Rast, <i>potrebe za neto kapitalnim rashodima</i> , stepen zaduženosti, rizik, <i>operativna marža</i>
Vrednost/Knjigovodstvena vrednost kapitala	Rast, stepen zaduženosti, rizik <i>i prinos na capital</i>

Prilikom procene najvažnije je da se zna koje varijable¹²⁸ dovode do promene pokazatelja kako bi razumeli zašto se ovi multiplikatori razlikuju kod preduzeća u istom sektoru.

2.3. Teorija vrednovanja opcija i portfolio analiza kao dopunske metode

Budući da mnoge akvizicije stvaraju vredne opcije koje modeli diskontovanog novčanog toka ne mogu uhvatiti,¹²⁹ mnoge pristalice realnih opcija smatraju da se efekti sinergije koja se ostvaruje u akvizicijama mogu bolje razumeti u opcijskom okviru.

Ukoliko se vrednovanju ciljnog preduzeća pristupi u opcijskom okviru, tada na kupovinu preduzeća treba gledati kao kupovnu opciju koju će preduzeće realizovati, ukoliko se ostvare određene koristi (u vidu poslovne i finansijske sinergije). Premija na kupovnu opciju predstavlja premiju koja će se platiti iznad vrednosti ciljnog preduzeća, ako se očekuje realizacija tih sinergetskih efekata.

Dakle, vrednost ciljnog preduzeća može se proceniti po modelu diskontovanog novčanog toka uz dodavanje opcijske premije za mogućnost ostvarivanja sinergije. Realne opcije predstavljaju sredstvo koje preduzeće koristi prilikom donošenja odluka o ulaganju u realnu aktivu (investicije) nasuprot finansijskom ulaganju u uslovima visoke neizvesnoti. (Cuypers and Martin, 2007),¹³⁰(Tong et al., 2008).¹³¹

Prema teoriji realnih opcija akvizicije nisu uvek najbolje rešenje i primenjujući koncept realnih opcija. Prilikom donošenja odluke o investicionom ulaganju treba uzeti u obzir i druge alternativne strategije kao što su: zajednička ulaganja, alijanse i drugi modeli u punom vlasništvu.¹³²

¹²⁸ Prateće varijable ispisane su kurzivom

¹²⁹Kenneth, W., & Akexander Smith, T. J. (1995). *The Value of Options in Strategic Acquisitions in Real Options Capital Investment: Models, Strategies and Applications*. Praeger: Westport, CT: .

¹³⁰Cuypers, I. R., & Martin, X. (2007). *Joint ventures and real options: an integrated perspective in Reuer, J.J. and Tong.T.W. (Eds), Real options in Strategic Management*. Greenwich, CT. Elsevier, 24, 107-148.

¹³¹Tong, T. W., Reuer, J. J., & Peng, M. W. (2008). International joint ventures and the value of growth options. *Academy od Management Journal* 51 , 1014-1029

¹³²Brouthers, K. D., & Dikova, D. (2010). Acquisitions and Real Options. *Journal of Management Studies* 47 (6) , doi: 10111/j.1467-6486.2009.00875.x.

Kao što to čine finansijske opcije, i realne opcije minimiziraju tekući rizik odlaganjem odluke o investiranju u šansu za proširenje i ostvarivanje koristi u budućnosti. One pružaju pravo, ali ne i obavezu za buduće akcije.¹³³ (Bowman and Hurry, 1993)

Korišćenje realnih opcija rezultira u superiornijim performansama naročito u uslovima neizvesnosti prilikom izbora modela ulaska na određeno tržište.¹³⁴ (Leiblein, 2003). Prema teoriji realnih opcija zajednička ulaganja predstavljaju bolji izbor od akvizicije u uslovima neizvesnosti jer iniciraju manja investiciona ulaganja.¹³⁵ (Brouther et al. 2008)

Upoređujući modele ulaska Zapadnih evropskih firmi u Istočnu Evropu, autori¹³⁶ zaključuju da ukoliko su u pitanju male investicije i ukoliko postoji već određeno prethodno iskustvo, uslovi neizvesnosti ne igraju najbitniju odluku prilikom odlučivanja. Međutim, situacija je suprotna ukoliko je u pitanju velika investicija i ukoliko postoji visoka neizvesnost.

Realne opcije naročito dobijaju na značaju kada preduzeće kupac razmatra više strategija eksternog rasta preduzeća. Primenom metode diskontovanih novčanih tokova ne mogu se obuhvatiti sve aktivnosti i uslovi za koje preduzeće kupac procenjuje da će mu obezbediti superiornije koristi, dok metoda realnih opcija otklanja taj nedostatak, stavljajući sve te koristi u opcijski okvir.

Da bi investicija ostvarila pozitivnu neto sadašnju vrednost za investitora ona treba da odbaci prinos veći od troška transakcije koji u sebi sadrži i vrednost premije koja je plaćena za transakciju preuzimanja. Iz tog razloga važno je pravilno proceniti faktore koji utiču na visinu premije.

2.4. Pregled uticaja izbora metoda procene na utvrđivanje visine premije

Kao što je u drugom poglavlju istaknuto, aktivnost preduzeća ponuđača zavisi od različitih motiva pri izboru ciljne kompanije. Najteži zadatak za preduzeća kupca predstavlja materijalizacija tih motiva u iznos premije koju treba da plati za preuzimanje. Premija zapravo predstavlja vrednost kontrole, operativne i finansijske sinergije.

Na iznos premije utiče veći broj faktora. U literaturi je u velikoj meri prisutna činjenica da vrsta integrisanja utiče na visinu premije. Kada su u pitanju horizontalne integracije, odnosno integracije preduzeća iz iste privredne grane, tada se smatra da preduzeće ponuđač bolje poznaje ciljno preduzeće, lakše može da proceni gde može da ostvari sinergijske efekte. Rizik od pogrešne procene preduzeća je mali, pa je samim tim i premija veća.¹³⁷ Premije su

¹³³Bowman, E. H., & Hurry, D. (1993). Strategy through the option lens: an integrated view of resource investments and the incremental choice process. *Academy of Management Review* 18 , 750-782.

¹³⁴Leiblein, M. J. (2003). The choice of organizational governance form and performance: predictions from transaction cost, resource-based and real options theories. *Journal of Management* 29 , 937-961.

¹³⁵Brouthers, K. D., Brouthers, L. E., & Werner, S. (2008). Real options, interantional entry mode choice and performance. *Journal of Management Studies* 45 , 936-960.

¹³⁶Brouthers, K. D., & Dikova, D. (2010). Acquisitions and Real Options. *Journal of Management Studies* 47 (6) , doi: 10111/j.1467-6486.2009.00875.x.

¹³⁷Officer, M. S. (2003). Termination fees in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics* 69 , 431-467

manje kada su prijateljske integracije u pitanju jer, menadžeri i bord direktora često odustaju od visokih ličnih koristi kako bi se transakcija realizovala.¹³⁸ Upravo to pokazuje da su premije veće u neprijateljskim transakcijama,¹³⁹ i da javne ponude nose veće premije od merđžera.¹⁴⁰ Dalje se navodi da je premija veća kada se transakcija preuzimanja finansira gotovinom, a ne razmenom akicija.

Veličina ciljnog preduzeća ima uticaja na visinu premije. Sticaoci teže da plate manje premije kada su veliki targeti u pitanju i obrnuto nude visoke premije malim ciljnim kompanijama.¹⁴¹ Manja je verovatnoća od pretplate velike kompanije, jer visoko vrednovana ciljna preduzeća imaju manju premiju, pa su samim tim i povrati niži.¹⁴² Premije suobično veće kada se gotovina koristi kao oblik finansiranja nego kad se koristi razmena akcija.¹⁴³ Karakteristično je da privatne kompanije plaćaju manje premije od javnih kompanija.¹⁴⁴

Kao što je u prethodnom tekstu istaknuto najteži zadatak za menadžment preduzeća ponuđača predstavlja materijalizovanje izabраниh motiva na visinu premije. Sinergija predstavlja najčešći motiv kada su u pitanju merđžeri i akvizicije, dok je vrednost kontrole isključivi motiv neprijateljskog preuzimanja preduzeća.

Da bi sinergija imala uticaj na vrednost, ona treba da utiče na jedan od četiri inputa koji se koriste za procenu vrednosti preduzeća: (1) neto novčani tok, (2) stopu rasta, (3) vremenski period za dostizanje stope stabilnog rasta, (4) diskontu stopu. Ako se posmatra model diskontovanih novčanih tokova, tada su dominantna tri elementa: (1) slobodan neto novčani tok, (2) vreme, (3) diskontna stopa na koje sinergija ima uticaj kako bi stvarala vrednost.

Da bi se procenila visina premije, potrebno je prvo proceniti vrednost ciljnog preduzeća. Vrednost ciljnog preduzeća predstavlja funkciju njegovih novčanih tokova po osnovu: (1) postojeće imovine, (2) očekivanog rasta tih novčanih tokova tokom perioda visokog rasta, (3) trajanja perioda visokog rasta za dostizanje stabilnog rasta, (4) troška kapitala preduzeća.

Najvažniji elementi poslovne sinergije su: (a) ekonomiju obima, (b) ekonomiju širine, (c) tržišna moć, (d) rast, (e) kombinacija različitih funkcionalnih snaga. Poslovna sinergija nastaje kao rezultat povećanja prihoda ili smanjenja troškova poslovanja što dovodi do stvaranja veće vrednosti za preduzeće kupca. Najvažniji elementi finansijske sinergije su: slobodni neiskorišćeni novčani tokovi (za projekte), sposobnost zaduživanja, poreske uštede i diverzifikacija. Finansijska sinergija ima za cilj da smanji troškove finansiranja kombinovanog preduzeća, što opet dovodi do stvaranja veće vrednosti za preduzeće kupca.

¹³⁸ Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspective on Mergers. *Jornal of Economics Perspectives* 15, 103-120.

¹³⁹ Saglasan Lang, L. H., Stulz, R., & Walking, R. A. (1989). Managerial Performance, Tobin Q and the Gains from Successful Tender Offers. *Jornal of Financial Economics* 24, 137-154.

¹⁴⁰ Huang, R. D., & Walking, R. (1987). Acquisition Announcements and Abnormal Returns. *Journal of Financial Economics* 19, 329-350.

¹⁴¹ Alexadridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Jornal of Corporate Finance* 20, 1-13.

¹⁴² Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? *Journal of Finance* 61, 725-762.

¹⁴³ Savor, P. G., & Lu, Q. (2009). Do stock mergers create value for acquirers? *Jornal of Finance* 64, 1061-1097.

¹⁴⁴ Bargerion, L., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Zutter, C. J. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? *Journal of Finance Economics* 89, 375-390.

*Kod procene novonastalog preduzeća sa sinergijom je neophodno uključiti:*¹⁴⁵

- (1) veću stopu rasta (zbog sinergije rasta),
- (2) veću maržu (zbog ekonomije obima),
- (3) niže poreze (zbog poreskih olakšica),
- (4) niži trošak duga (zbog finansijske sinergije),
- (5) veći pokazatelj duga (zbog nižeg rizika i sposobnost zaduživanja).

Vrednost koju preduzeće kupac plaća, pod uslovom da je motiv poslovna ili finansijska sinergija, jeste uvećana vrednost ciljnog preduzeća za vrednosti sinergije. Da bi se izrazila vrednost poslovne sinergije prvi „korak” u proceni treba da predstavlja procena oba preduzeća i ciljnog i preduzeća sticatelja odgovarajućom metodom, najčešće metodom diskontovanog novčanog toka. Nakon toga se procenjuju očekivani efekti sinergije (da li će smanjiti troškove izražene kao procenat od prodaje ili povećati profitnu maržu, ili povećati budući rast kroz veću moć na tržištu, smanjiti troškove zbog ekonomije obima, povećati prihode zbog povećanja obima prodaje, itd.), ugrađuje se očekivana stopa rasta i novčani tokovi. Razlika između spojenog preduzeća sa sinergijom i spojenog preduzeća pre procene vrednosti sinergije predstavlja vrednost sinergije. U slučaju da je u procenu uključena vrednost kontrole, tada se sinergija utvrđuje kao razlika vrednosti novonastalog preduzeća i vrednosti ciljnog preduzeća sa premijom kontrole. Od posebne je važnosti ispravno proceniti koje se sinergije realno mogu ostvariti i koliki je vremenski period potreban da se sinergije počnu ispoljavati.

Činjenica je da je operativnu sinergijulakše materijalizovati nego finansijsku sinergiju. Najčešće se pri proceni vrednosti sinergije procenjuju ili operativne sinergije ili finansijske sinergije zajedno sa operativnim sinergijama. Već je istaknuto da je diverzifikacija često osporavan motiv, gde je većina autora saglasna da diverzifikacija sama po sebi ne stvara vrednost.

Što se tiče ostalih izvora stvaranja finansijske sinergije, kao što su: poreske uštede, sposobnost zaduživanja i slobodni neiskorišćeni novčani tokovi, oni mogu da dovedu do stvaranja vrednosti. Što se tiče poreskih ušteta, vrednost sinergije bi predstavljala sadašnju vrednost poreskih ušteta koje nastaju kroz korišćenje poreskih olakšica prenosom neto poreskih gubitaka, većih kamatnih stopa zbog povećanja zaduženosti ili ponovne procene vrednosti osnovnih sredstava.¹⁴⁶

Ukoliko su u pitanju spajanja preduzeća sa viškom novčanih sredstava i slabim investicionim mogućnostima i preduzeća sa nedostatkom novčanih sredstava i dobrim investicionim mogućnostima, tada vrednost sinergije predstavlja sadašnju vrednost projekata u koje se ne bi ulazilo da su ta dva preduzeća ostala odvojena, ali se sada u njih može ući zbog raspoloživosti novčanih sredstava.

¹⁴⁵Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice*, 2nd. John Wiley&Son, Inc.str.849

Ukoliko novčani tokovi kompanije preuzimatelja i ciljne kompanije nisu u dobroj korelaciji, novčani tokovi spojenog preduzeća će biti manje varijabilni od novčanih tokova svakog preduzeća posebno posmatrano. Smanjenje varijabilnosti može rezultirati povećanom sposobnošću zaduživanja i povećanom vrednosti kompanije.¹⁴⁷

Premija kontrole

Najčešće prisutan motiv neprijateljskih preuzimanja odnosi se na vrednost kontrole, odnosno smenu lošeg menadžmenta. Ukoliko preduzeće kupac procenjuje da se sa ciljnim preduzećem ne upravlja na optimalan način, i da će nakon preuzimanja takvog preduzeća, kupac ostvariti bolje poslovne performanse, tada je takav motiv preuzimanja opravdan. Najvažniji element kod procene vrednosti kontrole su, da se mogu tačno procenti promene koje će nastati smenom menadžmenta, jer tek kad se materijalizuju promene one utiču na vrednost preduzeća.

Vrednost kontrole predstavlja razliku između vrednosti preduzeća s kojim se optimalno upravlja i vrednosti preduzeća „takvog kakvo je”. Dakle, kao kod procene operativne i finansijske sinergije, potrebno je tačno identifikovati stavke koje utiču na promenu vrednosti: da li će doći do povećanja izvora finansiranja, ili obima investiranja, novih poreskih ušteda, prodaje određenih neprofitabilnih sredstava, da bi se mogla iskazati premija kontrole.

*Kod procene novonastalog preduzeća sa premijom kontrole neophodno je uključiti:*¹⁴⁸

- (1) procenu preduzeća kao da se sa njim optimalno upravlja, što će značiti promenu investicione, kao i dividendne politike, i načina finansiranja preduzeća,
- (2) investicionu politiku (ostvarivati veće prinose na projekte i prodati neproduktivnu imovinu preduzeća),
- (3) politiku finansiranja (prelazak na bolju strukturu finansiranja, kao što je to optimalna struktura kapitala u preduzeću),
- (4) dividendnu politiku (isplatiti novac akcionarima koji nije potreban preduzeću),
- (5) proučiti proseke u određenoj privrednoj delatnosti radi utvrđivanja optimuma,
- (6) sprovesti pooptupu analizu finansija kod određenog preduzeća.

Kod procene vrednosti kontrole važno je napomenuti činjenicu, ukoliko će smenom lošeg menadžmenta doći do povećanja kapaciteta zaduživanja i većih poreskih ušteda, da takvu promenu treba uključiti u izračunavanje cene kapitala kao diskontne stope koja se koristi pri svođenju budućeg slobodnog novčanog toka kombinovanog preduzeća. S jedne strane to će pozitivno uticati na poreske uštede po pitanju dodatne kamate na nove izvore, a sa druge strane negativno će uticati na iznos beta koeficijenta kao mere sistemskog rizika.¹⁴⁹

¹⁴⁷Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd Edition*. New Jersey: John Wiley&Sons, In., Hoboken, New Jersey.str.849

¹⁴⁸Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice, 2nd*. John Wiley&Son, Inc.str.849

¹⁴⁹Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.170.

Tabela br.6 Načini povećanja vrednosti¹⁵⁰

Potencijalni problem	Manifestacija	Mogući pravci	Posledica na vrednost
Postojećom imovinom se loše upravlja	Operativne su marže niže od peer grupe i povrat na finansiranje je niži od troška finansiranja	Bolje upravljanje postojećom imovinom. To može zahtevati prodaju imovine sa slabim rezultatom	Viša operativna marža i povrat na finansiranje postojeće imovine vode višoj operativnoj dobiti. Kratkoročni rast efikasnosti kako se poboljšava povrat na finansiranje
Uprava premalo ulaže (suviše je konzervativna u iskorištavanju mogućnosti rasta)	Niska stopa reinvestiranja i visoki povrat na finansiranje u period visokog rasta	Više reinvestirati u nova ulaganja čak i ako to znači niži povrat na finansiranje (iako su veći troškovi finansiranja)	Viša stopa rasta i viša stopa reinvestiranja tokom razdoblja visokog rasta vode višoj vrednosti jer rast stvara vrednost
Uprava previše ulaže (ulaže u nova ulaganja koja uništavaju vrednost)	Visoka stopa reinvestiranja i povrat na finansiranje niži od troška finansiranja	Smanjiti stopu reinvestiranja dok granični povrat na finansiranje ne bude jednak trošku finansiranja	Niža stopa rasta i niža stopa reinvestiranja tokom razdoblja visokog rasta vode višoj vrednosti, jer rast više ne umanjuje vrednost
Uprava ne koristi moguće strateške prednosti	Nema perioda visokog rasta ili su kratki s niskim ili bez dodatnih povrata	Izgrađivati konkurentske prednosti	Duži period visokog rasta s većim dodatnim povratima vodi višoj vrednosti
Uprava je prekonzervativna u korištenju duga	Odnos duga je niži od optimalnog (ili od industrijskog proseka)	Povećati finansiranje dugom	Viši odnos duga i niži trošak finansiranja vode višoj vrednosti preduzeća
Uprava prekomerno koristi dug	Odnos duga je viši od optimalnog	Smanjiti finansiranje dugom	Niži odnos duga i niži trošak finansiranja vode višoj vrednosti preduzeća
Uprava koristi pogrešnu vrstu finansiranja	Trošak duga je viši nego što bi trebao biti s obzirom na kompanijinu sposobnost zarađivanja	Uskladiti dug s imovinom putem swapa ili refinansiranja	Niži trošak duga i trošak finansiranja vode višoj vrednosti kompanije
Uprava drži previše gotovine i tržište upravi u pogledu toga ne veruje	Novac i utrživehartije od vrednosti veliki su postotak vrednosti kompanije (kompanija loše ulaže)	Vratiti novac akcionarima ili kroz dividend ili kroz otkup akcija	Vrednost kompanije umanjena je isplata, ali su akcionari i dalje na dobitku, jer novac gubi vrednost u rukama kompanije
Uprava je ulagala u	Značajni udeli u drugim	U prvom	Vrednost kompanije

¹⁵⁰Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd Edition*. New Jersey: John Wiley&Sons, In., Hoboken, New Jersey.str.465

nepovezane kompanije	kompanijama koje tržište podcenjuje	“koraku”pokušati biti transparentniji što se tiče udela. Ako to nije dovoljno, prodati udele.	umanjena je prodajom udela, ali je ista povećana za primljeni novac od prodaje. Kada su udeli podcenzjeni, tada primljeni novac premašuje vrednost udela.
----------------------	-------------------------------------	---	---

U tabeli su prikazani načini povećanja vrednosti zamenom lošeg menadžmenta, odnosno menadžmenta za koje preduzeće kupac smatra da ne upravlja sa ciljnim preduzećem na optimalan način. Posebno se ističu potencijalni problemi, načini manifestacija, mogući pravci i posledice na povećanje vrednosti preduzeća.

Može se zaključiti, da vrednost ciljnog preduzeća predstavlja vrednost preduzeća “takvog kakvo je” uvećano za vrednost poslovne, finansijske sinergije i vrednosti kontrole. Procenjeni iznos vrednosti poslovne, finansijske sinergije i vrednosti kontrole predstavlja maksimalni iznos koji preduzeće kupac treba da plati u obliku premije.

2.5. Cost-benefit analiza

Cost-benefit analiza podrazumeva odnos koristi i troškova prilikom vrednovanja investicionih projekata. U prethodnom tekstu je navedeno da akviziciju jednog preduzeća od strane drugog preduzeća treba posmatrati kao i svaki drugi oblik investicije. Isplativost ulaganja se procenjuje na osnovu diskontovanja budućih novčanih tokova na sadašnju vrednost putem odgovarajuće diskontne stope, a zatim njeno upoređivanje sa inicijalnom vrednošću investicije.

Cost-benefit analiza predstavlja dopunsku metodu prilikom analize akvizicija koja uključuje sledeće kriterijume: (1) metod neto sadašnje vrednosti, (2) interna stopa rentabiliteta, (3) koeficijent odnosa koristi i troškova, (4) kriterijum roka vraćanja investicija.¹⁵¹

Metod neto sadašnje vrednosti predstavlja klasičnu diskontnu metodu koja polazi od određivanja diskontne stope putem koje se budući prihodi svode na sadašnju vrednost kako bi se utvrdilo da li će sadašnja vrednost diskontovanih prihoda biti dovoljna da pokrije ukupna ulaganja. Investiciono ulaganje se prihvata, ako je $NSV > 0$. To znači, da se između više investicionih projekata prihvata ona varijanta ulaganja koja ima najveću neto sadašnju vrednost. Problem koji je u ovom slučaju prisutan, jeste procena diskontne stope koja bi trebalo da pokazuje rizičnost investicionog ulaganja. U praksi se najčešće koristi ponderisani trošak kapitala kada je reč o preuzimanju preduzeća.

Metod interne stope rentabiliteta predstavlja diskontnu stopu koja izjednačava sadašnju vrednost budućih prihoda sa ukupnim ulaganjima, odnosno internu stopu rentabiliteta kod koje je $NSV = 0$. Investiciono ulaganje se prihvata ako je ova stopa veća od neke minimalne,

¹⁵¹Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej, str.252

računovostvene stope prinosa koja najčešće predstavlja istorijsku stopu (koja se formira na osnovu prethodnih iskustava).

Koeficijent kojim se iskazuje odnos koristi i troškova, pokazuje koliko jedinica koristi donosi svaka jedinica utrošenih sredstava. Meri se odnosom ukupne diskontovane koristi i ukupnih diskontovanih troškova koje donosi investicioni projekat. Projekat se prihvata ukoliko je ovaj odnos veći od broja 1.

Metod povrata uloženih sredstava pokazuje koliko je vremena potrebno da budući prihod od ulaganja pokrije obim uloženih sredstava. Može se zaključiti da bi se investicioni projekat prihvatio trebalo bi da je vreme što kraće. To znači, da između više investicionih projekata treba prihvatiti onaj projekat koji ima najmanji vremenski period povrata. Budući da je ovo statička, a ne dinamička metoda, jer zanemaruje koncept vremenske vrednosti novca, ova metoda ne može da se koristi kao jedina i samostalna prilikom procene, već samo kao dopuna drugim metodama.

2.6. Due diligence

U poslednje vreme prilikom vrednovanja ciljnog preduzeća često se koristi detaljna dubinska analiza (due diligence) ciljnog preduzeća. Due diligence predstavlja detaljnu analizu svih faktora poslovanja ciljnog preduzeća.

„Nužnost sprovođenja due diligence analize naročito dolazi do izražaja prilikom sprovođenja strategije preuzimanja preduzeća u međunarodnim okvirima. Realizacija međunarodnih akvizicija povezana je sa većim stepenom rizika u odnosu na preuzimanje u okviru jedne nacionalne ekonomije. Razlike koje se tiču nacionalnih kultura, jezika, političkih uticaja, regulatornih ograničenja i sl. uslovljavaju sticatelja da kritički proceni strategijske implikacije preuzimanja preduzeća koje posluje u drugoj zemlji.“¹⁵²

Due diligence kao metoda vrednovanja ciljnog preduzeća treba da obuhvati sledeće analize:¹⁵³

- (1) Analizu pribavljanja finansijskih sredstava u jednoj zemlji potrebnih za investiranje u preuzimanje preduzeća iz druge zemlje,
- (2) Promene deviznog kursa koje mogu uticati na promene vrednosti active preduzeća koja se preuzima,
- (3) Procenu ekonomskog i političkog okruženja zemlje u koju se investira.
- (4) Analizu rizika od eksproprijacije imovine,
- (5) Ocenu nacionalnih računovodstvenih standarda, carinskih propisa i metoda oporezivanja,
- (6) Ocenu pristupa domaćem tržištu kapitala, posebno dugoročnim zajmovima,
- (7) Postojanje jezičkih i komunikacionih prepreka.

¹⁵²Mihajlov-Denčić, K. (2003). Merdžeri i akvizicije - atraktivni oblici stranih direktnih investicija u uslovima globalizacije. *Ekonomске teme 2/2003*, 327-334

¹⁵³Angwin, D. (2004). Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisition Due Dilligence and the Use of Professional Advisers. *Journal of World Business 36(1)*, 32-57.

Najvažniji delovi procene dubinske analize kupca (due diligence) su: pravni, finansijski, tehničko-tehnološki, due diligence ljudskih resursa, organizacione kulture i „poslovne klime”.

Pravni due diligence obuhvata pregled strukture preduzeća sa stanovišta strukture vlasništva koja obuhvata: pregled broja akcionara, procentualnog učešća vlasništva, podatke o zastupnicima, glasačkim pravima i imaćima ostalih hartija od vrednosti. Takođe, pravni due diligence obuhvata analizu strukture upravljanja, naročito: ko su članovi menadžment tima, da li postoje i kakve su kompenzacije, bonusi, da li postoji učešće u vlasništvu, ko čini bord direktora, kakav je odnos menadžment tima-prema zaposlenima itd., kao i ugovora o dugoročnoj i kratkoročnoj saradnji (odnosno investicijama u kredite, hartije od vrednosti i druga prava svojine, da li postoje ograničenja prava raspolaganja, zaloge i hipoteke). Poseban akcenat stavlja na analizu poreskih pitanja (da li preduzeće uredno izmiruje svoje poreske obaveze, da li postoje poreski gubici itd.), sudskih sporova (da li su u toku, ili preduzeće ima završene sudske sporove, odnosno pravosnažne odluke itd.) i analizu intelektualne svojine (da li preduzeće poseduje patente, licence, trgovačku marku i druga prava intelektualne svojine).

Tehničko-tehnološki due diligence obuhvata: analizu adekvatnosti i efikasnosti tehnološkog procesa i primenjenih tehnologija, pregled uslova snabdevanja, glavne dobavljače, glavne kupce, stepen iskorišćenosti kapaciteta, uslove transporta, pitanja u vezi sa zaštitom životne sredine, i sl.

Finansijski due diligence obuhvata analizu tržišta, rezultata poslovanja, finansijske pozicije preduzeća i rizičnosti poslovanja.¹⁵⁴ Polazi se od analize osnovnih finansijskih izveštaja preduzeća kako bi se procenilo finansijsko stanje preduzeća i mogućnosti za ostvarenje sinergije. Analiza tržišta se odnosi na analizu strukture grane, proizvoda, marketinga, promocije i distribucije, glavnih konkurenta, uslova konkurencije i položaja na tržištu. Analiza rezultata poslovanja obuhvata analizu strukture ukupnih prihoda (posebno poslovnih prihoda) analizu visine i strukture poslovnih rashoda, stopu poslovnog dobitka i neto dobitka, kako bi se izvele projekcije. Finansijska pozicija podrazumeva procenu pozicija bilansa stanja i izveštaja o tokovima gotovine (posebno stavki obrtnih sredstava), stepena potcenjenosti ili precenjenosti sredstava, a samim tim stvaranje latentnih rezervi i skrivenih gubitaka, kako bi se mogli projektovati prilivi i odlivi novca u narednom periodu. Rizičnost poslovanja podrazumeva procenu poslovnog i finansijskog rizika preduzeća, kako bi se mogla utvrditi ukupna rizičnost preduzeća, a samim tim pravilno proceniti diskontna stopa.

Ljudski resursi, organizaciona kultura i „poslovna klima” podrazumevaju: analizu vladajućih normi i stavova naročito ako su u pitanju prekogranične M&A transakcije. Zatim analizu uslova rada, sistem zarada i kompenzacija, mogućnosti za usavršavanje i razvoj, socijalni program, integracioni proces kroz usaglašavanje sa sistemima upravljanja, upoznavanje sa misijom i vizijom ciljnog preduzeća.

¹⁵⁴Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, str.180

3. Oblici finansiranja preduzeća u postupku poslovnog restrukturiranja

3.1. Finansiranje M&A putem akcijskog kapitala

Kada je reč o plaćanju putem razmene akcija, potrebno je prvo utvrditi kurs razmene akcija između dve kompanije. Kao indikatori se koriste tržišna cena akcija obe kompanije i pokazatelj P/E. Najznačajniju ulogu svakako ima premija koja se plaća prilikom preuzimanja. U praksi preduzeće kupac plaća više akcionarima ciljne kompanije nego što iznosi njihova tekuća tržišna cena (upravo zbog premije koja se plaća), jer se očekuje dodatna vrednost od akvizicije.

Kada se govori o finansiranju preduzeća putem razmene akcija tada su u finansijskoj praksi prisutne dve varijante. Po jednoj varijanti preduzeće kupac nudi akcionarima ciljne kompanije fiksnu vrednost akcija, a po drugoj varijanti nudi fiksnu količinu akcija. U slučaju pada tržišne cene akcija, po prvoj varijanti akcionari ciljne kompanije uvek dobijaju istu količinu akcija bez obzira na promenu cene akcija. Po drugoj varijanti broj akcija se usklađuje sa novom vrednošću koja je nastala promenom tržišnih cena akcija, što znači da je manji rizik za akcionare ciljne kompanije, ukoliko u uslovima pada cena akcija koristi oblik plaćanja po fiksnoj vrednosti.

Akcijski kapital kao oblik finansiranja, preduzeće ponuđač koristi ukoliko su akcije ciljnog preduzeća potcenjene i ukoliko ponuđač želi da izbegne rizik od dodatnog zaduženja koji uglavnom nastaje ako se transakcija finansira gotovinom. Razmena akcija dovodi do decentralizacije vlasništva, što znači da akcionari preduzeća kupca i preduzeća prodavca zajednički dele rizik od ostvarivanja dobitka ili gubitka spojenog preduzeća. S tim u vezi, akcijski kapital kao oblik finansiranja je posebno atraktivan za akcionare ciljnog preduzeća ukoliko očekuju veliku sinergiju pa žele da prisvoje deo dobiti nakon integrisanja njihovih preduzeća.

Opasnost kod izbora ovog oblika finansiranja jeste činjenica, da samo objavljivanje namere o preuzimanju utiče na promenu kretanja cena akcija, kako preduzeća kupca tako i ciljnog preduzeća. Tako da do samog realizacije transakcije ostaje otvoreno pitanje visine premije i odnosa razmene akcija. Realizovani dobitci nakon integracije dva preduzeća treba da budu veći od transakcionih troškova plaćene premije da bi se realizovala vrednost. Ovi troškovi su uglavnom niži, ako se preuzimanje finansira akcijskim kapitalom.

Ukoliko je ciljno preduzeće više zainteresovano za gotovinu kao oblik finansiranja, a preduzeće kupac više koristi razmenu akcija kao oblik plaćanja, ciljno preduzeće može da sklopi tzv. vendors placing aranžman. Vendors placing aranžman podrazumeva unapred ugovoren aranžman preduzeća prodavca sa posrednikom o prodaji akcija nakon izvršene razmene, tako da na taj način ciljno preduzeće dolazi do željene gotovine. U sklopu ovog aranžmana postoje i vendors rights prava, kada je posrednik u obavezi da po principu prava preče kupovine prvo ponudi akcije preduzeću kupcu, kako bi akcionari koji žele otkupiti akcije mogli da zadrže svoje procentualno učešće (jer nakon finansiranja razmenom akcija dolazi do decentralizacije vlasništva).

3.2. Finansiranje merdžra i akvizicija gotovinom

Istraživanja pokazuju da je gotovina u većem obimu zastupljena kao oblik finansiranja preuzimanja vlasništva od ostalih oblika, pri čemu preduzeće sticalac snosi sav rizik u postakvizicionom periodu. Kada je reč o finansiranju gotovim novcem, tada kompanija može da ima različite izvore generisanja gotovine među kojima najčešće mogu da se javi akumulirana dobit, prodaja delova kompanije koja nisu od strateškog interesa za razvoj kompanije, emisija obveznica, bankarski kredit i sl.

Odluka između duga i sopstvenog kapitala kao izvora pribavljanja gotovine zavisi od cene spoljnog kapitala (duga), korporativnog upravljanja (koje utiču na visinu agencijskih troškova), odnosno slaganje menadžera i akcionara, ili akcionara i poverioca o izboru oblika finansiranja i sredstva plaćanja (odnosno dal krupni akcionari posle preuzimanja drugog preduzeća žele ili ne da dele rizik, pa se shodno tome opredeljuju za gotovinu ili razmenu akcija).¹⁵⁵ Kao i svaka transakcija koja se finansira gotovinom, da bi bila opravdana, potrebno je da budući cash flow ciljnog preduzeća bude veći od cene koja se plaća za njegovo preuzimanje i preuzetih obaveza ciljne kompanije.

Plaćanje M&A transakcije gotovinom donosi prednosti za ciljno preduzeće, jer su akcionari sigurni u novčani iznos koji će dobiti i nema rizika od pada cena ukoliko se plaćanje vrši akcijama. Ako preduzeće kupac visoko vrednuje ciljno preduzeće, tada se ono odlučuje za plaćanje gotovinom i izbegava efekat razblaživanja i podele efekata od očekivane dobiti.

Plaćanje gotovim novcem ne dovodi do razvodnjavanja vlasništva, ali pošto se gotovina najčešće obezbeđuje emisijom dužničkih hartija od vrednosti ili kreditnim zaduženjem postoji opasnost od povećanja finansijskog rizika u preduzeću. Suprotno od razmene akcija, preduzeće kupac preferira gotovinu, kada su njegove akcije potcenjene i kada je procenjeni rizik od integracije na niskom nivou.

3.3. Finansiranje putem banaka¹⁵⁶

Preuzimanje kreditnim zaduženjem, odnosno tzv. leveridž kupovina - LBO predstavlja oblik kupovine preduzeća najčešće od manje grupe investitora koji za finansiranje ovih transakcija u velikoj meri koriste kreditna zaduženja. Kao kupci najčešće se pojavljuju LBO specijalisti, koji najčešće predstavljaju i osnivače LBO fondova za prikupljanje finansijskih sredstava za finansiranje ovih LBO transakcija. Plasirajući različite oblike finansijskih instrumenata, LBO specijalisti prikupljaju novčana sredstva od različitih investitora, a kao oblik koleterala tih instrumenata najčešće se koristi sama imovina ciljnog preduzeća tj. kandidata za LBO. U ulozi kupca mogu da se pojave i specijalizovane LBO firme kao i banke.

Jedan od oblika vrlo sličnih LBO predstavlja kupovina preduzeća od strane menadžerske grupe (MBO – menagement buyouts) gde menadžeri vrše otkup akcija kompanije kojom upravljaju. Glavni motiv za ovakav oblik preuzimanja preduzeća najčešće je sukob interesa

¹⁵⁵Martinova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital Agency Problems or the Means of Payment? *Jornal of Corporate Finance* , doi:10.1016/j.jcorpfin.2008.12.004.

¹⁵⁶Durasinović, J., Milenković, N. (2010): LBO transakcije u funkciji restrukturiranja kompanija, Anali Ekonomskog fakulteta, Ekonomski fakultet u Subotici, str.239-248

između vlasnika i menadžera jer u savremenim korporativnim preduzećima vlasnici kompanije nisu ujedno i lica koja upravljaju datom kompanijom, već je upravljanje povereno menadžerima koji za svoj rad odgovaraju nadzornom odboru koje postavljaju akcionari (tj. vlasnici kompanije). S obzirom da menadžeri bolje poznaju poslovne prilike i poslovne performanse kompanije kojom upravljaju, oni su u poziciji da prevremeno reaguju i iskoriste određene tržišne pogodnosti u svoju korist. Često, menadžeri istupaju kao kupci određenog dela kompanije za koje procenjuju da će imati bolje poslovne performanse i veću profitabilnost kao samostalno preduzeće nego što dotični deo ima u sastavu velike kompanije. Ovo je posebno izražajno ako se ti delovi ne uklapaju u poslovnu strategiju dugoročnog razvoja kompanije.

Ono što razlikuje leveridž kupovine od ostalih oblika akvizicija jeste veliko učešće kreditnih zaduženja u finansiranju finansijskih transakcija. Svako preuzimanje preduzeća u kojem je učešće duga preko 50% predstavlja leveridž kupovinu. Naredna karakteristika koja odvaja ove akvizicije od drugih oblika jeste ta da nakon sprovedenog LBO javna kompanija prelazi u zatvorenu kompaniju. To znači, da se briše sa listinga berze i njenim akcijama se više ne trguje sve dok investitori u LBO ne donesu odluku da ponovo izvrše prodaju akcija, odnosno da sprovedu obrnuti LBO. S obzirom da preuzimanje kompanije ne vrši druga kompanija već menadžeri ili određena finansijska grupa (LBO fond, LBO firma, banka) ne može se govoriti o sinergiji koja nastaje kao rezultat horizontalnog i vertikalnog spajanja i pripajanja dveju kompanija koje najčešće za rezultat imaju iskorišćenje poslovno-strategijskih performansi dveju kompanija. Ovakav oblik akvizicije izvore za povećanje vrednosti treba da traži u drugim oblicima motivacije.

Jedan od izvora povećanja vrednosti jeste poreska ušteda koja se javlja zbog poreskog tretmana kamata kao poreske olakšice. Veliko učešće duga, a samim tim i kamata nakon sprovedene LBO transakcije u značajnoj meri umanjuje dobit za oporezivanje, što stvara značajne prednosti za preuzeto preduzeće. Isto tako, važan izvor povećanja vrednosti jeste i promena u sistemu korporativnog upravljanja, koja nastaje nakon izvršene LBO transakcije. Pošto otvorena korporacija prerasta u zatvorenu korporaciju i vlasništvo se koncentriše u rukama manje grupe investitora, svakako da dolazi i do promene u sistemu upravljanja, jer LBO specijalista je zainteresovan da postavi kvalitetan bord direktora kojim upravlja i koji je zadužen za izbor kvalitetnog menadžerskog tima i na taj način otkloni prisutan agencijski problem koji je karakterističan za otvorenu korporaciju. Visoko učešće dugova motiviše menadžere da ostvare bolji poslovni rezultat, jer je često i njihov rad vezan za poslovni rezultat koji ostvaruju. Promene u sistemu kompenzacija, posedovanje varanta i opcija, takođe menja menadžerski odnos prema zalaganju u korporaciji. Učešćem u sopstvenom kapitalu, eliminiše se i sukob interesa na relaciji sopstveni interesi i interesi korporacije.

Jedan od izvora povećanja vrednosti su i dobici akcionara, koji se javljaju ne zbog ostvarene premije, prilikom preplaćivanja tržišne cene akcija, već zbog redistribucije vrednosti na račun poverilaca. Budući da povećanje stepena duga nakon izvršenog LBO transakcije ima za rezultat povećanje rizika. Samim tim zbog česte nemogućnosti servisiranja starih dugova preduzeća, dolazi do pada njihove vrednosti i gubitaka za poverioce koje prisvajaju, odnosno iskorišćavaju akcionari preduzeća.

Na osnovu svega iznetog, može se zaključiti, da sve one aktivnosti koje doprinose povećanju novčanih tokova i smanjenu troškova, uključujući i smanjenje troškova radne snage, zbog prisutnih otpuštanja zaposlenih nakon LBO transakcija su aktivnosti koje utiču na poboljšanje poslovnih performansi i ostvarivanje veće poslovne efikasnosti kompanije.

3.4. Finansiranje merdžra i akvizicija putem konvertibilnih hartija od vrednosti

Za finansiranje preuzimanja pored gotovine i akcijskog kapitala mogu da se koriste i drugi oblici finansiranja preduzeća, pri čemu je njihovo korišćenje nedovoljno primenljivo u praksi. Konvertibilne obveznice, varanti, opcije su neki od oblika korišćenja određenih hartija od vrednosti koje pružaju određena prava koja mogu da se realizuju u određenom vremenskom periodu.

Korišćenje niskorangiranih tzv. "junk" obveznica je obeležio četvrti "talas" integracija. Rast tržišta niskorangiranih obveznica tzv. „junk bonds“ je naročito ubrzalo procese vlasničkog preuzimanja kompanija uz visoko korišćenje duga. Upravo su ove obveznice bile emitovane od strane kompanija koje su želele da izvrše preuzimanje pa su takve emisije bile emisije visokog rizika, ali i visokih prinosa. Međutim, za korišćenje ovakvih alternativnih oblika finansiranja, pre svega, treba da postoji razvijeno finansijsko tržište za njihovo korišćenje.

Konvertibilne obveznice predstavljaju dužničke hartije od vrednosti, koje imaocuprvo obezbeđuju prava po osnovu pripadajuće kamate. Međutim, ukoliko se oni odluče za konverziju po unapred definisanom kursu razmene u vlasničke hartije od vrednosti (akcije) tada obezbeđuju i prava na dividendu, kao i prodaju akcija po tržišnim cenama i ostvarivanje kapitalne dobiti.

Varanti predstavljaju prava koja se najčešće emituju uz određene hartije od vrednosti, i to najčešće uz obveznice. Varanti mogu da se realizuju po unapred utvrđenim uslovima. Varanti omogućavaju njihovim imaoocima da pomoću njih kupe novoemitovane akcije preduzeća (koje je emitovalo varante) i tako postanu vlasnici preduzeća.

Opcije, takođe predstavljaju prava kupovine ili prodaje akcija po unapred ugovorenoj ceni i unapred ugovorenim uslovima. Ono što razlikuje opcije od varanta, jeste činjenica da imalac varanta kupuje novoemitovane akcije što dovodi do povećanja akcijskog kapitala u preduzeću. Opcijama se menja samo vlasnik emitovanih akcija koje su u prometu. To znači da one ne dovode do povećanja akcijskog kapitala preduzeća. Treba istaći, da svi navedeni oblici konvertibilnih hartija od vrednosti menjaju strukturu vlasništva u preduzeću emitentu, dovode do podele rizika, i podele u ostvarenoj dobiti ili gubitku preduzeća.

3.5. Analiza izbora oblika finansiranja pri utvrđivanju cene preuzimanja

Glavni elemenat cene preuzimanja preduzeća jeste premija koja se plaća akcionarima ciljne kompanije ukoliko dođe do preuzimanja kompanije. Premija predstavlja iznos iznad postojeće tržišne vrednosti akcija ciljne kompanije kojom se akcionari ciljnog preduzeća motivišu da prodaju svoje akcije, tj. da prihvate ponudu za preuzimanje akcija. Kontrolna

premija predstavlja iznos koji se plaća iznad tekuće tržišne cene akcija prilikom kupovine 51% akcija ciljnog preduzeća.

Izbor oblika finansiranja zavisi od većeg broja faktora. Kao najvažniji faktori ističu se: (1) potcenjenost ili precenjenost akcija preduzeća kupca, (2) sigurnost u ostvarivanje sinergije, (3) rizik i neizvesnost, (4) vrsta preuzimanja preduzeća, (5) oblik integrisanja, (6) poreske uštede itd. Neki teoretičari smatraju da je izbor oblika finansiranja zavisio od talasa M&A. Pa tako u toku četvrtog „talasa”, kada se uglavnom obavljalo neprijateljsko preuzimanje kao najčešći medijum finansiranja je korištena gotovina. U toku petog „talasa”, kada su vršena strategijska integrisanja, obuhvatana su povezivanja iz iste privredne grane, a kao oblik finansiranja većinom su korišćene akcije.¹⁵⁷

Pozitivno iskustvo u korišćenju određenog medijuma finansiranja može da ima uticaj na ponovni izbor tog medijuma finansiranja u budućim transakcijama.¹⁵⁸ Povezujući verovatnoću uspeha akvizicije sa izborom medijuma finansiranja, pojedini autori zaključuju da akvizicije koje se plaćaju gotovinom imaju veće šanse za uspeh od onih koje se plaćaju akcijama. Oni polaze od činjenice da je gotovina bolji signal ciljnom preduzeću da će transakcije biti isplaćene pa samim tim i način finansiranja utiče na uspeh predviđanja transakcije spajanja.¹⁵⁹

Neprijateljske akvizicije su uglavnom finansirane gotovinom kako bi se sprečio otpor menadžmenta ciljnog preduzeća, dok su merdžeri, koji su češće prijateljskog karaktera finansirani razmenom akcija.¹⁶⁰ Ukoliko su preduzeća koja se integrišu slične veličine, češći je medijum finansiranja razmena akcija. Precenjenost akcija preduzeća kupca takođe utiče na izbor ovakvog oblika finansiranja.¹⁶¹ Ovakav stav je u saglasnosti i sa drugim istraživanjima koja su proučavala uticaj precenjenosti ili potcenjenosti akcija na izbor medijuma finansiranja.¹⁶²

U svom empirijskom istraživanju Betton, Eckbo, Thorburn¹⁶³ ukazuju da su inicijalna i kontrolna premija na višem nivou ako su preuzimanja finansirana gotovinom. To je i logično ako se tome doda da preduzeće najčešće koristi gotovinu kada visoko vrednuje ciljno preduzeće ili kada su akcije ciljnog preduzeća potcunjene. Ono je samim tim spremno platiti i veći iznos premije za njegovo preuzimanje.

¹⁵⁷ Andrade, G., Mitchell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspective on Mergers. *Journal of Economics Perspectives* 15, 103-120.

¹⁵⁸ Reuer, J. J., & Ragozzino, R. (2008). Adverse selection and M&A design: The roles of alliances and IPOs. *Journal of Economic Behavior & Organization* Vo.66, 195-212.

¹⁵⁹ Branch, B., & Yang, T. (2003). Predicting Successful Takeovers and Risk Arbitrage. *Quarterly Journal of Business and Economics* 42, 3-18.

¹⁶⁰ Kohers, N., Kohers, G., & Kohers, T. (2007). Glamour, value, and the form of takeover. *Journal of Economics and Business* 59, 74-87

¹⁶¹ Ang, J. S., & Cheng, Y. (2006). Direct evidence on the market - driven acquisition theory. *The Journal of Financial Research* Vol.29, No.2, 199-216

¹⁶² Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70, 295-311.

¹⁶³ Betton, S., Eckbo, E., & Thorburn, K. S. (2008). *Markup pricing and bidder gains in takeovers*. Tuck School of Business at Dartmouth, Working Paper

Na osnovu napred iznetog može se zaključiti, da izbor medijuma finansiranja ima uticaj na visinu premije koja se plaća prilikom sticanja ciljnog preduzeća, pa samim tim ima uticaj i na ukupnu cenu preuzimanja preduzeća. Kod plaćanja gotovinom premija predstavlja razliku između procenjene vrednosti ciljnog preduzeća i cene plaćene prilikom preuzimanja. Kod razmene akcija ta premija varira zbog promene cena akcija i preduzeća kupca i preduzeća prodavca prilikom najave preuzimanja i uoči same transakcije preuzimanja razmenom akcija. U zavisnosti čija se cena akcija više menja zavisice i iznos premije koju treba da prisvoje akcionari preduzeća kupca. Cena preuzimanja će biti veća izborom gotovine kao oblika finansiranja, ukoliko je motiv preuzimanja ciljnog preduzeća sinergija za koju je preduzeće kupac sigurno da će ostvariti, pa zbog toga ugovara i veću premiju.

3.6. Analiza uticaja poreskih olakšica na izbor oblika finansiranja preduzeća

Poreski tretman predstavlja jednu od prednosti plaćanja razmenom akcija za preduzeće prodavca. Za preduzeće kupca prednost nastaje ukoliko su njihove akcije procenjene, a akcije preduzeća prodavca potcenjene. Razmena akcija ne povlači trenutne poreske obaveze, dok kod transakcija koje su finansirane gotovinom odmah se zaračunava porez.

Transakcije plaćanja gotovinom su oporezive za akcionare preduzeća kupca ako su ovim transakcijama ostvarivala kapitalna dobit. Da bi gotovina bila atraktivniji oblik finansiranja, isplata u gotovini treba da bude povezana sa određenim koristima pre oporezivanja (npr. sa većim iznosom premije).

Glavna prednost korišćenja razmene akcija kao oblika finansiranja jeste poreska prednost za akcionare ciljnog preduzeća, jer se oporezivanje kapitalnog dobitka vrši u trenutku prodaje običnih akcija koje su dobijene. To znači, da porez na kapitalnu dobit se ne plaća u momentu kupovine preduzeća, već ukoliko akcionari nakon određenog vremena odluče prodati svoje akcije. Stoga kapitalna dobit predstavlja razliku između tržišne cene i prvobitno utvrđene kupovne cene prilikom razmene akcija.

Poreske olakšice kod plaćanja korišćenjem gotovine nastaju ukoliko se poveća zaduženost preduzeća kupca prilikom transakcije preuzimanja. To znači, da povećanje kamate dovodi do smanjenja osnovice za oporezivanje. Isto tako, ukoliko preduzeće kupac procenjuje da su osnovna sredstva ciljnog preduzeća neadekvatno procenjena, poreska olakšica može nastati na osnovu njihove ponovne procene i većeg iznosa amortizacije, koji dodadno umanju dobit za oporezivanje i utiče na ostvarenje sinergetskih efekata. Takođe, sinergetski efekti mogu nastati ukoliko preduzeće kupac proceni da osnovna sredstva koja su van funkcije osnovne delatnosti može rasprodati i na taj način ostvariti značajne koristi nakon preuzimanja preduzeća. U oba slučaja, kada izostane podela sinergetskih efekata, preduzeće preferira gotovinu kao oblik finansiranja.

IV DEO: POSLOVNO RESTRUKTURIRANJE NA NERAZVIJENOM TRŽIŠTU KORPORATIVNE KONTROLE - PRIMER REPUBLIKE SRBIJE

1. Vlasničko restrukturiranje preduzeća kao osnov za sprovođenje poslovnog restrukturiranja u Srbiji

Nakon 1989.godine, odnosno simbolički posmatrano od momenta „rušenja“ Berlinskog zida, počinje tranzicija u svim socijalističkim zemljama. Tranzicija podrazumeva niz mera usmerenih ka izgradnji novog ekonomskog, pravnog, institucionalnog i političkog sistema, u okviru bivših socijalističkih zemalja Centralne i Istočne Evrope. Prelazak sa sistema zasnovanog na netržišnim mehanizmima i pretežno društvenoj i državnoj svojini na tržišni sistem privređivanja i privatnu svojinu podrazumevao je donošenje niza zakona i drugih pravnih akata kojima se uređuje novo poslovno okruženje i podiže svest preduzeća o novom, tržišnom načinu privređivanja.

Poslovno restrukturiranje preduzeća u zemljama u tranziciji u početnim fazama tranzicije se uglavnom odvijalo kroz privatizaciju, odnosno proces vlasničkog restrukturiranja i pretvaranja državne i društvene svojine u privatnu. Reforme ekonomskog i finansijskog sistema su bile usmerene ka podizanju makroekonomske stabilnosti, otvaranju granica, odnosno liberalizaciji ekonomskih odnosa sa inostranstvom, podizanju konkurentnosti i efikasnosti poslovanja.

Saveznu Federativnu Republiku Jugoslaviju (SFRJ) su 1989.godine činile šest republika: Srbija, Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Slovenija, Makedonija, Crna Gora. Srbija je bila najveća republika i imala je najveći udeo u velikom broju ekonomskih pokazatelja. Juna 1991. godine, posle raspada SFRJ, Srbija i Crna Gora su ostale jedine dve republike pod zajedničkom državom Saveznom Republikom Jugoslavijom (SRJ) konstituisanom aprila 1992. godine. Treba istaći, da se 04. februara 2003. godine SR Jugoslavija, transformisala u Državnu Zajednicu Srbije i Crne Gore, da bi maja 2006.godine Crna Gora referendumom postala nezavisna država. Srbija i Crna Gora postale su nezavisne države 04.juna 2006. godine. Poslednja promena desila se posle jednostranog proglašenja nezavisnosti Kosova februara 2008. godine, kada je Srbija praktično izgubila svoju južnu pokrajinu, koje je sad pod pokroviteljstvom UNMIK-a.¹⁶⁴

Krajem osamdesetih, SFRJ, se nakon čitave jedne decenije trajanja ekonomske krize i borbe sa inflacijom, suočila sa hiperinflacijom, koja je 1989. godine dostigla nivo od 1.252%.

¹⁶⁴Uvalić, M. Tranzicija u Srbiji: ka boljoj budućnosti, Zavod za udžbenike, Beograd, 2012. str.197

Tadašnji predsednik Savezne vlade, Ante Marković, pokrenuo je decembra 1989. godine makroekonomski program stabilizacije „šok terapija“¹⁶⁵ sličan onom koji je početkom 1990. godine sproveden u Poljskoj. Program se odnosio na vezivanje kursa dinara za nemačku marku i liberalizaciju cena i uvoza. Privatnoj svojini prvi put je zvanično dozvoljeno da se širi u privredi, kako putem privatizacije društvenih preduzeća, tako i osnivanjem novih privatnih firmi.¹⁶⁶

Već 1991. godine reforma je bila zaustavljena. Došlo je do raspada jugoslovenske federacije. Nakon toga, 1993. godine, zbog događaja koji su usledili nakon raspada, dolazi 1994. godine donezabeležene inflacije od 116,545,906,563,430%. Na osnovu mera tzv. Avramovićevog programa¹⁶⁷ koje su bile usmerene na suzbijanje inflacije dolazi do blagog rasta BDP, ali se ceo period od 1994-1998. godine može oceniti kao stagnantan. 1998. su najvaljivane odlučne reforme, ali su one zbog bombardovanja SRJ od strane NATO ponovo zaustavljene.¹⁶⁸

Tranzicija u Srbiji je započeta 1989. godine donošenjem niza zakona (donešen je nov zakon o stranim ulaganjima, nov zakon o hartijama od vrednosti koji je prvi put uveo akcije, promene bankarskog sistema predvidele su transformaciju banaka u akcionarske banke i banke s ograničenom odgovornošću, kasnije i nov zakon o privatizaciji) koji su tadašnjoj SFRJ omogućili stvaranje novog institucionalnog okvira koji je karakterističan za tržišni sistem privređivanja. Međutim zbog raspada jugoslovenske federacije i događaja koji su usledili tokom devedesetih tranzicija Srbije ka tržišnoj privredi je bila zaustavljena.

Nakon raspada SFRJ, nezavisne Republike su nastavile sopstvenim putem ka tranziciji, ali su događaji koji su usledili nakon raspada doveli do velikih razlika u razvijenosti Republika bivših članica iste države. Zbog učešća u četiri oružana sukoba – u Sloveniji (jun 1991), u Hrvatskoj (1991-1992), u Bosni i Hercegovini (1992-1995) i na Kosovu (1998-1999) došlo je do velikog povećanja državnih rashoda, što je sve uzrokovalo pogoršanje celokupne ekonomske situacije u Srbiji. Sankcije međunarodne zajednice (1991. Savet bezbednosti UN zbog učešća u ratu SRJ se uvode trgovinske i finansijske sankcije, 1992. OECD suspenduje sporazum o saradnji sa SFRJ, 1993. godine Srbija je imala neregulisan status u MMF-u, i nije imala članstvo u ključnim međunarodnim organizacijama (EBRD, WTO), Srbija je bila isključena iz finansijske pomoći EU – koja je na osnovu Sporazuma o pridruživanju zaključenog u ranoj fazi pridruživanja sa deset istočnoevropskih zemalja, na osnovu finansijske pomoći, u mnogome doprinela stvaranju institucija svojstvenih tržišnoj privredi)¹⁶⁹ su dodatno uticale na dramatično pogoršanje situacije u Srbiji.

Tranzicija u Srbiji je ponovo započela 2000-te godine, ali nakon čitave jedne decenije unutrašnjih i spoljašnjih ograničenja, njena situacija je bila mnogo gora od one koja je postojala 1989. godine kada je tranzicija prvi put započela. Druga faza je otpočela radikalno (donošenjem niza zakona svojstvenih tržišnoj privredi), a sve u cilju obezbeđivanja

¹⁶⁵ „šok terapija“ predstavlja Program ekonomske reforme i mere za njegovu realizaciju iz 1990. godine

¹⁶⁶ Novi zakon o preduzećima iz 1988. godine predvideo je i različite vrste svojine i pravne oblike preduzeća

¹⁶⁷ Tadašnji guverner NBS Dragoslav Avramović – program usvojen 24.01.1994. godine.

¹⁶⁸ Erić, D., Stošić, I. Korporativno restrukturiranje, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2013. str. 84

¹⁶⁹ Uvalić, M. Tranzicija u Srbiji: ka boljoj budućnosti, Zavod za udžbenike, Beograd, 2012. str. 71.

makroekonomske stabilnosti, deregulacije, liberalizacije, regulisanja odnosa sa međunarodnim finansijskim institucijama i privlačenja stranih investicija. Proces vlasničke transformacije obuhvata pretvaranje društvene svojine u privatnu, pretvaranje društvene svojine u državnu, kao i pretvaranje privatne svojine u državnu (javnu) svojinu. Srbija kao zemlja specifična je po velikom broju velikih javnih preduzeća, koja čine 0.7% ukupnog broja privrednih subjekata čije je učešće u BDP u 2012. godini iznosilo 40% i tada ih je bilo 716. Jedan od razloga zašto je njihovo učešće još uvek veliko jeste usporeni proces privatizacije velikih preduzeća. Restrukturiranje, pogotovo u razvijenim zemljama kao što je SAD se izjednačava sa aktivnostima merdžera i akvizicija, koja se realizuju preko tržišta kapitala kupovinom većinskog uloga u određenoj kompaniji, ili kroz inicijalnu javnu ponudu IPO.

Pitanje privatizacije velikih javnih preduzeća (preduzeća u infrastrukturnim delatnostima koje imaju karakter prirodnog monopola kao što su: železnička infrastruktura, proizvodnja i prenos električne energije, gasovodi i naftovodi, šume i slično) u Srbiji je još uvek nije rešeno. „Naime, dilema koja postoji jeste da li će država i dalje ostati vlasnik pojedinih preduzeća ili će ih u potpunosti ili delimično prepustiti privatnim vlasnicima. S jedne strane, postoji javni interes da država i dalje ostane vlasnik takvih preduzeća, ali sa druge strane, često nedostaju neophodna sredstva za investicije i dalji razvoj.”¹⁷⁰

Nakon 2001.godine u Republici Srbiji je poslovalo pet različitih grupa preduzeća posmatrano sa aspekta vlašništva:¹⁷¹

- (1) Društvena i državna preduzeća čiji je kapital bio u većinskom odnosno potpunom društvenom/državnom vlasništvu, koja su ušla u process privatizacije,
- (2) Društvena i državna preduzeća čiji je kapital bio u većinskom odnosno potpunom društvenom/državnom vlasništvu, i koja su dobila status u restrukturiranju, koja nisu mogla biti prodana bez preprivatizacionog restrukturiranja,
- (3) Preduzeća u mešovitom vlasništvu privatizovana prema privatizacionim modelima do 2000.godine,
- (4) Javna preduzeća na republičkom, pokrajinskom ili opštinskom (gradskom) nivou sa kapitalom u državnom/društvenom vlasništvu,
- (5) Privatna preduzeća formirana nakon 1989.godine, kada je zakonski postalo dopušteno osnivanje novih privatnih preduzeća.

2. Pravna regulative poslovnog restrukturiranja u Srbiji

Pravni osnov tokom perioda od 2001-2012. godine za sprovođenje restrukturiranja je bio Zakon o privatizaciji,¹⁷² Uredba o postupku i načinu restrukturiranja subjekata privatizacije,¹⁷³ Zakon o privrednim društvima,¹⁷⁴ Zakon o preuzimanju akcionarskih

¹⁷⁰ Erić, D., Stošić, I. Korporativno restrukturiranje, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2013. str. 238

¹⁷¹ Erić, D., Stošić, I. Korporativno restrukturiranje, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2013, str.93

¹⁷² „Sl.glasnik RS“ br.38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007 – dr.zakon i 30/2010 – i dr.zakon, 93/2012, 119/2012

¹⁷³ „Sl.glasnik RS“, br. 52/2005, 96/2008, 98/2009, 44/2013 i 59/2013. Donošenjem novog Zakona o privatizaciji „Sl. glasnik RS br. 83/2014.godine ta uredba je ukinuta

društava,¹⁷⁵ Zakon o stranim ulaganjima,¹⁷⁶ Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata.¹⁷⁷

(A) Zakon o privatizaciji iz 1991. i 1997.godine

Zakon o svojoj transformaciji iz 1997. godine¹⁷⁸ je podrazumevao primenu više modela, a sve u cilju ubrzanja procesa privatizacije. Društvena preduzeća je trebalo samostalno da se privatizuju prvo na osnovu besplatne podele određene količine akcija zaposlenima (i ovaj zakon o privatizaciji je kao dominantni model, zadržao insajderski model kao i prethodni zakon iz 1991.godine). Zatim prodaje akcija takođe zaposlenima-akcionarima sa pravom preče kupovine, sa i bez popusta. Ne prodate akcije se prenose na Akcijski fond. Pravo kupovine su imali i strani investitori. Dodatni modeli su bili dokapitalizacija i konverzija duga u uloge (do 20% visine duga).

Rezultati privatizacije do 2001.godine:

- (1) Od 1990.-1994. godine, 61% društvenih preduzeća je ušlo u proces vlasničkog restrukturiranja.
- (2) 1992.-1993. godine, strategijski važna društvena preduzeća uglavnom u sektoru javnih komunalnih usluga – železnički saobraćaj, auto putevi, vazdušni saobraćaj, vodovod i kanalizacija, PTT usluge, radio i televizija, šumarstvo i energetika – transformisana su u javna i državna preduzeća
- (3) 1994. godine na osnovu Amandamana na Zakon o privatizaciji iz 1991. godine vršila se revalorizacija kapitala, jer u uslovima 1991-1992. godine hiperinflacije mnogi su mogli sa malom količinom novca da plate preostale akcije, što je uticalo na promenu oblika svojine – smanjenje privatnog sektora i jačanje državnog.
- (4) 1999. godine, nakon usvajanja novog Zakona o privatizaciji iz 1997.godine, samo 2.218 preduzeća (od ukupno 7000 predviđenih za privatizaciju) započeo je postupak procene kapitala: svega 344 preduzeća ušlo je u prvu rundu privatizacije, koja je predviđala raspodelu besplatnih akcija zaposlenima, dok je još manje 202, započelo drugu rundu ponude akcija na prodaju uz popust. Do 2000.godine, broj firmi koje su započele privatizaciju povećao se na samo 412.¹⁷⁹
- (5) Krajem 2000. godine došlo je do porasta broja preduzeća koja su ušla u process privatizacije, zbog najvaljenog novog zakona o privatizaciji, tako da je to bio poslednji momenat da preduzeća započnu privatizaciju po starom zakonu.
- (6) Do kraja 2000.godine oko 778 preduzeća (11% od 7000 predviđenih za privatizaciju) odlučilo je da u skladu sa zakonom iz 1997.godine započnu privatizaciju.¹⁸⁰ Bila su to uglavnom mala i srednja preduzeća.

¹⁷⁴„Sl.glasnik RS” br. 125/04, a kasnije “Sl.glasnik RS”, br.36/11, 99/11, 83.14, 5/15)

¹⁷⁵ „Sl.glasnik RS“ 46/06, 107/09, 99/11

¹⁷⁶ „Sl.glasnik SRJ“ br. 3/2002, 5/2003. Donošenjem novog Zakona o ulaganjima Sl.glasnik RS, br.89/2015 Zakon o stranim ulaganjima prestaje da važi

¹⁷⁷ „Sl.glasnik RS“, br. 47/06

¹⁷⁸ „Sl.glasnik RS“, br.32/97

¹⁷⁹Uvalić, M. Tranzicija u Srbiji: ka boljoj budućnosti, Zavod za udžbenike, Beograd, 2012. Str. 87-89

¹⁸⁰www.apr.rs Agencija za privatizaciju, preuzeto 20.10.2012.godine

(B) Zakon o privatizaciji iz 2001.godine

Donošenjem novog zakona o privatizaciji 2001. godine menja se metod privatizacije, insajderski metod zamenjuje metod prodaje preduzeća za gotovinu strateškom investitoru. Spomenuta dva zakona o privatizaciji (1991. i 1997.godine) nisu dala značajne rezultate, 2000te. godine udeo privatnog sektora u BDP je bio oko 40%, tako da je promena modela bila usmerena ka povećanju privatizacije državnih/društvenih preduzeća.

Prema novom zakonu o privatizaciji vršila se prodaja 70% kapitala preduzeća koja su se prodavala na aukcijama i 85% kapitala preduzeća koja su se prodavala na tenderima. Preostali deo kapitala je trebao da se besplatno podeli zaposlenima, penzionerima i drugim građanima, odnosno prenese u Akcijski fond, ali tek ako je većinski deo kapitala (70%) prodat strateškom investitoru. Aukcija kao metod se sprovodila za manja, a tender za veća preduzeća. Paralelno sa procesom privatizacije putem tendera i aukcije, Akcijski fond je na Beogradskoj berzi prodavao manjinske pakete akcija delimično privatizovanih preduzeća.

Planirala se prodaja oko 300 velikih preduzeća na tenderima i oko 2000 preduzeća na aukcijama, dok je nešto veći broj preduzeća koja su poslovala sa gubicima trebalo likvidirati. Oko 50 velikih, strateških važnih preduzeća trebalo je da se restrukturira pre privatizacije. Privatizacija većine državnih preduzeća, uglavnom u oblasti infrastrukture, odložena je za kasniju fazu.¹⁸¹

Tabela br.7 Rezultati privatizacije od 2002. do 2013.godine¹⁸²

	Broj prodatih preduzeća			Broj zaposlenih u prodatim preduzećima			Prihodi od privatizacije u mil.evra		
	Tenderi	Aukcije	Tržište kapitala	Tenderi	Aukcije	Tržište kapitala	Tenderi	Aukcije	Tržište kapitala
2002	11	151	48	11.719	10.763	14.802	200.7	34.9	83
2003	16	515	107	13.966	42.776	20.183	594.7	177.3	67.8
2004	6	183	45	9.411	17.606	11.227	11.2	90.3	52.2
2005	9	157	147	5.688	17.656	34.132	67.2	144.6	125.2
2006	14	155	102	11.34	16.596	15.931	62.4	97.2	70.1
2007	7	167	120	6.77	14.507	17.77	27.3	178.8	162.1
2008	12	133	105	6.948	4.356	14.623	33.5	98.2	91.7
2009	4	44	40	1.89	2.367	4.377	3.5	33.7	10.5
2010	2	18	13	178	603	1.141	0.5	6.6	11.6
2011	1	2	14	340	112	1.794	0.9	0.1	17.9
2012	0	2	10	0	231	1.479	0	2.2	13.3
2013	0	0	4	0	0	94	0	0	8.8
Uk.	82	1.527	755	67.8	127.573	138.553	1.001.9	863.9	714.2

¹⁸¹Uvalić, M. Tranzicija u Srbiji: ka boljoj budućnosti, Zavod za udžbenike, Beograd, 2012. Str. 216

¹⁸² Izvor: Bilten javnih finansija 6/2013, preuzeto od Erić, D., Stošić, I.: Korporativno restrukturiranje, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2013.godine, str.2

Iz prezentirane tabele može se videti da je najveći broj prodatih preduzeća putem tendera i aukcije ostvaren 2003.godine. Taj prvi „talas” privatizacije nakon donošenja novog zakona obuhvatao je najatraktivnije delove privrede – industrije duvana, cementa, piva, lekova. Kako bi se ubrzao proces privatizacije, Vlada je tokom 2003. i 2005. godine donela nekoliko amandmana kako bi se pojednostavio postupak aukcijske i tenderske prodaje, zatim na osnovu izmena Zakona o privatizaciji, država je izvršila uslovni otpis dugova kod neprivatizovanih preduzeća kod kojih je imala potraživanja, što je uticalo na smanjenje zaduženosti, a samim tim i na povećanje atraktivnosti tih preduzeća. Tokom 2005. i 2006. godine došlo je do povećanja broja prodatih preduzeća, da bi taj proces bio zaustavljen izbijanjem Svetske ekonomske krize u leto 2008. godine, da bi tokom 2012.godine broj raskinutih ugovora premašio broj zaključenih ugovora. Iz prezentirane tabele može se videti da nakon 2009. godine dolazi do naglog pada broja prodatih preduzeća putem tendera, aukcija i tržišta kapitala. 2012. godine ni jedno preduzeće nije prodatao putem tendera i aukcija dok je putem tržišta kapitala prodato četiri preduzeća. U 2013. godini je restrukturirano preduzeća 179.

3. Horizontalne integracije kroz strane direktne investicije, medijumi finansiranja i najzastupljeniji oblik preuzimanja preduzeća

Oblast preuzimanja preduzeća koja se nalaze na teritoriji Republike Srbije je uređena Zakonom o preuzimanju akcionarskih društava¹⁸³ Prema članu 6 važećeg zakona, lice je obavezno da objavi ponudu za preuzimanje kada neposredno ili posredno, samostalno ili zajednički delujući, stekne akcije s pravom glasa ciljnog društva, tako da zajedno sa akcijama koje je već steklo, pređe “prag” od 25% akcija s pravom glasa ciljnog društva (“kontrolni prag”).

Lice koje je na osnovu ponude za preuzimanje steklo manje od 75% akcija s pravom glasa, u slučaju daljeg sticanja akcija istog ciljnog društva obavezno je da objavi ponudu za preuzimanje. Lice koje je na osnovu ponude za preuzimanje steklo 75% ili više akcija s pravom glasa, obavezno je da objavi ponudu za preuzimanje kada:

- (1) nakon ponude za preuzimanje stekne najmanje dodatnih 5% akcija s pravom glasa ciljnog društva,
- (2) u toku 18 uzastopnih meseci stekne najmanje 3% dodatnih akcija s pravom glasa istog ciljnog društva.

Lice koje nije steklo preko 25% akcija ciljnog društva s pravom glasa, nije obavezno da objavi ponudu za preuzimanje u skladu sa odredbama ovog zakona, a ako ipak namerava da objavi ponudu za preuzimanje, istu može objaviti samo pod uslovima i na način određen ovim zakonom (član 9). Ovako definisina dobrovoljna ponuda može biti uslovna ukoliko

¹⁸³ „Sl.glasnik RS“ 46/2006, 107/2009, 99/2011

ponuđač traži sticanje označenog najmanjeg broja, odnosno procenta akcija s pravom glasa ciljnog društva kao minimum koji on želi da stekne, tako da ona prestaje da ga obavezuje ako se označeni uslov ne ispuni do isteka roka za njeno prihvatanje (član 11).

Na osnovu člana 16 Zakona o preuzimanju akcionarskih društava, pre podnošenja zahteva za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuđač je obavezan da obezbedi neophodna sredstva za kupovinu akcija na jedan od sledećih načina:

- (1) da na poseban račun kod banke izdvoji novčana sredstva, odnosno položi hartije od vrednosti iz člana 22. stav 6. ovog zakona na poseban račun kod Centralnog registra, koja su potrebna za plaćanje akcija na koje se odnosi ponuda za preuzimanje,
- (2) da sa bankom zaključi ugovor o odobrenom kreditu za tu namenu,
- (3) da obezbedi neopozivu bankarsku garanciju na prvi poziv za iznos potreban za plaćanje akcija na koje se odnosi ponuda za preuzimanje.

Kada se kao ponuđač javlja banka, obezbeđenje sredstava na način iz stava 1. ovog člana banka je obavezna da ugovori s drugom bankom. Rok trajanja bankarske garancije iz stava 1. alineja 3. ovog člana ne može biti kraći od pet dana od poslednjeg dana roka za plaćanje akcija iz člana 21. stav 2. ovog zakona. Ponuđač ne sme raspolagati novčanim sredstvima koja su, radi obezbeđenja isplate deponovanih akcija, izdvojena na poseban račun, osim radi isplate deponovanih akcija, te je obavezan da obezbedi Komisiji mogućnost uvida u stanje na posebnom računu.

Prema ovom zakonu, ponuđač je obavezan da u roku od jednog radnog dana od dana nastanka obaveze preuzimanja objavi obaveštenje o nameri preuzimanja, obaveštenje o nameri preuzimanja, na osnovu kojeg Komisiji podnosi zahtev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje, ponuđač ne može nakon podnošenja zahteva menjati niti povući (član 12). Rok važenja ponude iznosi najmanje 21 dan, a najduže 45 dana od dana objavljivanja ponude za preuzimanje u jednim dnevnim novinama (član 21).

Budući da se poslovno restrukturiranje u Republici Srbiji uglavnom odvijalo kroz vlasniško restrukturiranje, odnosno proces privatizacije državnih i društvenih preduzeća, modele restrukturiranja možemo da posmatrano i kroz modele ulaska stranog kapitala u periodu od 2001-2012. godine.

Tabela br. 8 Modeli ulaska u periodu od 2001 do 2012. godine¹⁸⁴

Br	Sticatelj	Zemlja porekla	Ciljno preduzeće	Industrija	Model ulaska	Pravac rasta	God	Investicij au mil. evra	Medijum finansiranja
1.	Telenor	Norveška	Mobi 63 (100% Vlada Republike Srbije)	Telekomunikacije	Privatizacija	Horizontalni	2006.	1.602	Gotovina
2.	Gazprom Neft-NIS	Rusija	NIS (RS)	Naftna Industrija	Privatizacija	Vertikalni	2009. 2011.	947	Gotovina

¹⁸⁴ Izvor: Autor, na osnovu više izvora www.siepa.rs, www.pks.rs, preuzeto 15.05.2013.

3.	Fiat Auto Serbia	Italija	Zastava Kragujevac	Auto industrija	Zajedničko ulaganje	Horizontalni	2008	940	Gotovina
4.	Delhaize	Belgija	Delta Maxi-Pekabeta	Hrana/piće	Akvizicija	Horizontalni	2011	933	Gotovina
			Mini Maxi i C market Tempo						
5.	Stada Hemofarm	Nemačka	Hemofarm	Farmaceutska industrija	Akvizicija	Horizontalni	2006	650	Gotovina
6.	Mobilkom-VIP Mobile	Austrija	-	Telekomunikacije	Greenfield	-	2006	633	Gotovina
7.	Philip Morris	SAD	Duvanska industrija Niš	Duvanska industrija	Privatizacija	Horizontalni	2003	630	Gotovina
8.	Banca Intesa	Italija	Delta Banka	Bankarstvo	Akvizicija	Horizontalni	2005 2008	508	Gotovina
			Panonska banka						
9.	Eurobank EFG	Grčka	Nacionalna štedionica	Bankarstvo	Akvizicija	Horizontalni	2006	500	Gotovina
10.	Raiffeisen banka	Austrija	-	Bankarstvo	Greenfield	-	2001	500	Gotovina
11.	Salford Investment Fund	Velika Britanija	Imlek, Bambi, Knjaz	Mleko, Konditorski, M.voda	Privatizacija	Konglomeratski	2003 2004 2005	500	Gotovina
12.	StarBev Apatinska pivara	USA	Apatinska pivara	Hrana/piće	Akvizicija	Horizontalni	2003.	487	Gotovina
13.	Agrokor	Hrvatska	Frikom, Idea,	Hrana/piće (Više)	Privatizacija	Horizontalni	2003 2005	450	Gotovina
					Akvizicija				
14.	National bank of Greece	Grčka	Vojvodanska banka	Bankarstvo	Akvizicija	Horizontalni	2006	425	Gotovina
15.	Mercator	Slovenija	Roda M&B	Maloprodaja	Strateško partnerstvo	Horizontalni	2006	413	Gotovina
16.	Us Steel	SAD	Železera Smederevo	Metalna industrija	Brownfield	Horizontalni	2003	280	Gotovina
17.	Credit Agricole Srbija	Francuska	Meridian banka	Bankarstvo	Akvizicija	Horizontalni	2005	264	Gotovina
18.	Fondiarria SAI	Italija	DDOR Novi Sad	Osiguranje	Privatizacija	Horizontalni	2011	220	Gotovina
19.	Lukoil Beopetrol	Rusija	Beopetrol	Naftna industrija	Privatizacija	Horizontalni	2003	210	Gotovina
20.	Pepsi Co	Holandija	Marbo produkt	Hrana/Piće	Akvizicija	Horizontalni	2008	210	Gotovina
21.	Airport City Beograd	Izrael	-	Nekretnine	Greenfield	Horizontalni	2009	200	Gotovina
22.	British American Tobacco	Velika Britanija	Duvanska industrija Vranje	Duvanska industrija	Privatizacija	Horizontalni	2003	200	Gotovina
23.	Holcim-	Švajcarska	Novi Popovac	Gradevinska industrija	Privatizacija	Horizontalni	2002	170	Gotovina
24.	Metro	Nemačka	-	Veleprodaja	Greenfield	Horizontalni	2005	150	Gotovina
25.	Coca-Cola -	SAD	Vlasinka, Fres&Co	Bezalkoholna pića	Akvizicija	Horizontalni	2005	142	Gotovina

26.	Lafarge	Francuska	Beočinska cementara	Građevinska industrija	Privatizacija	Horizontalni	2002	126	Gotovina
27.	Carlsberg -	Danska	Pivara Čelarevo	Hrana/piće	Privatizacija	Horizontalni	2003	100	Gotovina
28.	Droga Kolinska	Slovenija	Grand kafa	Hrana/piće	Akvizicija	Horizontalni	2005	100	Gotovina
29.	CIMOS	Slovenija	Livnica Kikinda	Auto industrija	Privatizacija	Vertikalni	2004	100	Gotovina
30.	JTI	Japan	Duvanska industrija Senta	Duvanska industrija	Privatizacija	Horizontalni	2006	100	Gotovina

U prezentiranoj tabeli se nalazi 30 najvećih transakcija koje su se desile u Republici Srbiji u desetogodišnjem periodu. Vidi se da je najveći broj transakcija realizovan u prvom periodu 2002. i 2003. godine, nakon donošenja novog zakona o privatizaciji 2001. godine, kao i 2005. godine kada je usvojenim amandmanima došlo do njegovog poboljšanja. Gotovo sve transakcije su se odigrale pre izbijanja finansijsko-ekonomske krize, izuzetak je ulazak Belgijskog Delhaize-a i preuzimanje Maxi-ja 2011. godine.

Može se izvesti zaključak, da se najveći broj preuzimanja odigrao kroz vlasničko preuzimanje, odnosno privatizaciju (u prezentiranoj tabeli 13 preduzeća), 10 preduzeća je preuzeto putem tržišta kapitala kroz akviziciju, svega jedno značajno zajedničko ulaganje, jedno strateško partnerstvo, jedna brownfield investicija i četiri greenfield investicije.

Budući da se 26 transakcija može smatrati poslovnim restrukturiranjem preduzeća,¹⁸⁵ dalje se uočava da su svega dva pravca rasta bili vertikalni, jedan pravac rasta konglomeratski dok su svi ostali bili horizontalnog tipa. To znači da su preuzimanja vršena u srodnim, odnosno povezanim delatnostima. Kao isključivi medijum finansiranja korišćena je gotovina.

Što se tiče vrednosti transakcije, na osnovu člana 22 Uredbe o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine,¹⁸⁶ procena vrednosti kapitala i imovine kod statusnih promena pravnih lica sa društvenim ili državnim kapitalom. Treba istaći da se kod osnivanja pravnih lica ili promene osnovnog kapitala ista vršila primenom metode diskontovanja novčanih tokova i metode likvidacione vrednosti.

Budući da su gotovo sve transakcije horizontalnog tipa (sem pomnute tri) moglo bi se zaključiti da su strani investitori za ulazak na tržište Srbije pre svega bili motivisani ekonomijom obima (najčešće kroz sniženje troškova) i rastom tržišnog učešća.

Prisutvo svega dva modela alternativnih mehanizama preuzimanja, odnosno modela u delimičnom vlasništvu kao što su strateško partnerstvo i zajedničko ulaganje, upućuju na zaključak da u Srbiji ne postoji institucionalni okvir i saradnja države, koja bi preko određenih mera podstakla ovakve oblike ulaganja i na taj način ubrzala i popravila dosta slab proces restrukturiranja.

¹⁸⁵ Greenfield investicija podrazumeva osnivanje novog preduzeća, a ne restrukturiranje postojećeg

¹⁸⁶ Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine, „Sl.glasnik RS“, br.45/2001, 45/2002

4. Poslovno restrukturiranje u bankarstvu

Transformacija bankarskog sistema Srbije obuhvatala je vlasinčko restrukturiranje banaka kroz proces privatizacije koji se odnosio na kupovinu akcija banaka sa većinskim državnim kapitalom i to su činile strane banke. Pretvaranjem državne i društvene svojine u privatnu stvoren je prvi preduslov za nastavak procesa restrukturiranja banka kroz merđžere i akvizicije.

U prvom delu ove analize će biti prikazani rezultati restrukturiranja bankarskog sektora u desetogodišnjem periodu od 2001. do 2012.godine,¹⁸⁷ a nakon toga će se ukazati na dalji razvoj poslovnog restrukturiranja bankarskog sektora Srbije u periodu od 2012. do 2015. godine.

Proces restrukturiranja bankarskog sektora Srbije započet je 2001. godine. Na početku 2001.godine bankarski sistem Jugoslavije je činilo 86 banaka, njihov broj već na kraju 2001.godine iznosi 49 banaka. Prema podacima za prvi kvartal 2012. godine broj banaka se smanjio na 33, dok prema poslednjem izveštaju za prvi kvartal 2014. godine na tržištu Srbije je prisutno 29 banaka.¹⁸⁸

Prema izveštaju Narodne banke Srbije¹⁸⁹ za 2002. godinu, najznačajnije aktivnosti vezane za svojinsko restrukturiranje bankarskog sektora odnosile su se na sprovođenje odredbi zakona kojima je rešen dugogodišnji problem bankarskog sektora – imobilizacija preko 50% bilansne sume najznačajnijih banaka po osnovu stare devizne štednje građana i reprogramiranih dugoročnih deviznih ino-kredita. U tom periodu zatvoren je veći broj banaka, uključujući i najveće finansijske institucije u zemlji. Osnovano je nekoliko novih banaka, uglavnom u vlasništvu inostranih banaka i otpočelo je svojinsko restrukturiranje bankarskog sektora putem konverzije potraživanja po osnovu kredita Pariskog i Londonskog kluba poverilaca i po osnovu stare devizne štednje u akcionarski kapital.

Tokom 2002. godine nastavljen je trend smanjivanja broja banaka pod kontrolom pravnih lica u društvenoj svojini i povećanja broja banaka u sastavu većih bankarskih grupacija kontrolisanih od strane banaka iz inostranstva.

Tokom 2003.godine nastavljeno je sa reformom bankarskog sektora u više pravaca. Jedan od njih je i nastavljanje politike koja usmerava strane investitore na kupovinu domaćih banaka do okončanja postupka privatizacije banaka sa većinskim državnim kapitalom.¹⁹⁰

Na kraju 2003.godine bankarski sektor Srbije je imao ukupno 47 banaka, i to:

- (1) 11 banaka u većinskom vlasništvu stranih akcionara,

¹⁸⁷ Andrašić, J., Milenković, N., Pjanić, M. (2014) External growth strategies of banks in the Serbian market, IV International Symposium Engineering Management and Competitiveness, Zrenjanin

¹⁸⁸ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/bankarski_sektor_01.pdf, preuzeto 16.04.2013.

¹⁸⁹ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/bankarski_sektor_02.pdf, preuzeto 16.04.2013.

¹⁹⁰ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/bankarski_sektor_03.pdf, preuzeto 16.04.2013.

- (2) 19 banaka sa pretežno privatnim kapitalom,
- (3) 17 banaka u većinskom vlasništvu Republike Srbije (ili pak Republika Srbija kao pojedinačni najveći vlasnik).

Prema izveštaju NBS¹⁹¹ za prvi kvartal 2012.godine , u bankarskom sektoru Srbije posluju 33 banke, od čega:

- (1) 21 banka se nalazi u vlasništvu stranih lica,
- (2) 12 banaka se nalazi u vlasništvu domaćih lica, odnosno od toga 9 banaka u vlasništvu države kao većinskog ili najvećeg pojedinačnog akcionara i 3 banke u vlasništvu privatnih lica.

Može se zaključiti, da se u desetogodišnjem periodu prisustvo stranih banaka na domaćem tržištu udvostručilo, što je upravo posledica sve većeg intenziteta aktivnosti preuzimanja u bankarskom sektoru i praćenja trenda koji karakteriše i svetski trend. To su pre svega procesi okrupnjavanja radi postizanja što veće konkurentnosti. Broj domaćih banaka se smanjio za više od pola, što je posledica restrukturiranja bankarskog sektora ili kroz pripajanje domaćih banaka ili kroz likvidaciju i sanaciju banaka koji ne ispunjavaju uslove za poslovanje.

Tabela br. 9 Tržišno učešće preuzetih banaka na tržištu Srbije u periodu 2001.-2012.godine¹⁹²

Rd.br.	Naziv banke- preuzimača	Zemlja porekla	Naziv banke - target	God.	Prodajna cena	% na dan ulaska ¹⁹³	% 31.03. 2012
1.	Erste Bank	Austrija	Novosadska banka a.d. Novi Sad	2005.	73.1 mil.e	2.1 %	2.7%
2.	KBC banka	Belgija	A banka	2007.	96.5 mil.e	0.5%	1.2%
3.	Credit Agricole banka Srbija	Francuska	Meridian banka a.d. Novi Sad	2005.	42 mil.e	0.7%	2.0%
4.	Findomestic banka	Francuska	Nova Banka a.d. Beograd	2005.	23.7 mil.e	0.5%	0.7%
5.	Alpha Bank	Grčka	Jubanka a.d. Beograd	2006.	152 mil.e	3.6%	3.2%
6.	Eurobank EFG	Grčka	Nacionalna štedionica a.d. Beograd	2006.	41.2 mil.e	1.6%	6.2%
7.	Piraeus Bank	Grčka	Atlas banka	2005.	19.5 mil.e	1.0%	2.2%

¹⁹¹ http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_I_12.pdf, preuzeto 16.04.2013.

¹⁹² Autor - tabela je rađena na osnovu podataka sa sajta Narodne banke Srbije - Bankarski sektor- analize i izveštaji i web stranica navedenih banaka

¹⁹³ Kontić J., Kontić LJ. (2009) Merdžeri i akvizicije u bankarskom sektoru, preuzeto sa http://www.ubs-asb.com/Portals/0/Casopis/2009/5_6/B05-06-2009-Kontic-Kontic.pdf, preuzeto 16.04.2013.

			a.d.Beograd				
8.	Vojvođanska banka	Grčka	Vojvođanska banka	2006.	385 mil.e	7.2%	3.5%
9.	Banca Intesa	Italija	Delta Banka Panonska banka	2005. 2008.	462 mil.e 140 mil.e	10.8% 1.9%	14.6%
10.	Unicredit bank	Italija	Eksim banka a.d. Beograd	2004.	24.8 mil.e	2.5%	7.6%
11.	Marfin Bank (Laiki bank)	Kipar	Centro banka a.d.Beograd	2006.	41.5 mil.e	0.9%	1.0%
12.	OTP banka Srbija	Mađarska	Niška banka	2006.	14.21 mil.e	0.6%	1.5%
13.	Credy banka	Slovenija	Credy banka Kragujevac	2010.	10 mil.e	0.2%	0.5%
14.	NLB banka	Slovenija	Continental banka Novi Sad	2005.	49.5 mil.e	1.5%	1.5%

U prezentiranoj tabeli su prikazane banke u vlasništvu stranih lica koje su izvršili preuzimanja domaćih banaka. Vidi se da je najveći intenzitet preuzimanja sledio neposredno posle brojnih aktivnosti u oblasti restrukturiranja koje je sprovedla Narodna banka Srbije. Okončana privatizacija većine domaćih banaka predstavljala je prvi preduslov za ulazak stranih banaka na domaće tržište. Isto tako, može se izvesti zaključak, da je intenzivna aktivnost preuzimanja okončana neposredno pred početak svetske ekonomske krize u leto 2008. godine izazvana kolapsom hiotekarnog tržišta, nakon čega je došlo do bankrotsva mnogih vodećih finansijskih institucija.

Zbog povećanja rizika od ulaganja došlo je do smanjenja velikih investicionih ulaganja, kakvi su merđžeri i akvizicije od strane stranih investitora. Analizirajući datu tabelu može se uočiti da je Banka intesa značajno povećala svoje tržišno učešće koje iznosi 14,6%, nakon preuzimanja Delta banke (tržišno učešće Delta banke na dan preuzimanja je iznosilo 10,8%), a nakon toga i Panonske banke (1,9%) . Banka Intesa ujedno i predstavlja najveću banku mereno kriterijumom ukupne aktive. Unikredit banka i Eurobank EFG su takođe značajno povećala svoje tržišno učešće, preuzimanjem domaće Eksim banke, odnosno Nacionalne štedionice, sa 2,5% na 7,6% kod Unikredit banke, odnosno Eurobank EFG sa 1,6% a 6,2%. Sudbina Eksim banke se menjala, prvo je Credit Anstalt bank Austrija izvršila njeno preuzimanje 2004.godine, da bi ubrzo nakon toga banka Credit Anstalt izvršila merđžovanje sa Nemačkom HVB bankom pri čemu je postala deo te grupe. HVB banka je u Srbiji dobila dozvolu za rad 2001. godine. Unikredit banka iz Italije je 2005. godine izvršila preuzimanje HVB banke tako da prvobitna domaća Eskim banka sada pripada Unikredit banci. EFG Eurobank je nakon preuzimanja Post banke a.d. Beograd u martu 2003. godine izvršila preuzimanje Nacionalne štedionice a.d. Beograd.

Interesantno je istaći značajan pad tržišnog učešća imala Vojvođanska banka, koju je preuzela National banko of Greece, ali zbog zadržavanja postojećih klijenata ostao je

nepromenjen naziv banke, sa 7,2% na 3,5%. Ovakav pad vrednosti tržišnog učešća mogao bi se pripisati ulasku novih stranih banaka na domaće tržište i preuzimanjem mnogih domaćih banaka. Preuzimanjem domaće Jubanke od strane Grčke Alpha banke takođe je došlo do malog pada tržišnog učešća sa 3,6% na 3,2 %, dok kod ostalih devet banaka prikazanih u tabeli vidimo nepromenjeno ili blago povećano tržišno učešće.

Credit Agricole banka i Pirues banka su ušle na srpsko tržište dokapitalizacijom Meridian, odnosno Atlas banke, nakon čega su izvršile njihovo preuzimanje. Vidi se da njihovo tržišno učešće iznosilo 2,0%, odnosno 2,2%. OTP banka iz Budimpešte je izvršila akviziciju tri domaće banke, i to: Niške banke, i odmah zatim Kulske banke i Zepter banke. Njeno tržišno učešće iznosi 1,5%

NLB banka je izvršila i akviziciju i merdžer na srpskom tržištu. Prvo je 2005. godine izvršila akviziciju domaće Continental banke Novi Sad, pa je 2009. godine došlo do spajanje NLB banke Novi Sad i LHB banke Beograd, koje sad posluju pod zajedničkih nazivom NLB banka Beograd. Tržišno učešće ove banke je ostalo nepromenjeno i iznosi 1,5%.

Preostalih sedam stranih banaka su na srpsko tržište ušle putem greenfielda, a to su: Raiffeisen banka, Societe Generale banka, Procredit banka, Moskovska banka, Opportunity banka, Hypo-Alpe Adria banka 2003.godine, Volksbanka, 2003.godine. Alpha banka, National bank of Greece i Unicredit banka su prvobitno na srpsko tržište ušle putem greenfielda, ali se u međuvremenu sudbina mnogih banaka se promenila. Neke od njih su izvršile akvizicije domaćih banaka, dok su neke i same bile mete preuzimanja. Tako je National bank of Greece preuzela Vojvođansku banku, ali kako bi se zadržali postojeći klijenti i sačuvalo njihovo poverenje nije došlo do promene naziva banke. Alpha banka je preuzela Jubanku, dok je Unicredit banka preuzela Exim banku. Hypo- Alpe Adria banka (Austrija) je izvršila preuzimanje Depozitno-kreditne banke a.d. Beograd), dok je Volksbanka (Austrija) izvršila preuzimanje Trust banke a.d. Beograd.

Nakon 2012.godine došlo je do dalje aktivnosti procesa preuzimanja banka što vodi postepenom završetku procesa restrukturiranja bankarskog sektora. Prema izveštaju Narodne banke Srbije u prvom tromesečju 2012.godine došlo je do preuzimanja austrijske Volksbanke od strane Sberbank iz Rusije, tako da je ta banka sada u većinskom vlasništvu ruskog kapitala. 2013. godine Telenor doo, preuzima 100% akcija KBC banke, dok krajem 2014. godine Telekom postaje vlasnik Dunav banke, jer je prethodno njihov glavni najveći konkurent izvršio preuzimanje KBC banke. Mađarska OTP banka je 2015. godine okončala proces preuzimanja Findomestik banke, dok Čačansku banku preuzima Turska Halk banka. U 2015. godini je počela sa radom jedna nova banka MIRABAN. Uporedo sa ovim procesima poslovnog restrukturiranja, došlo je i do suprotnih procesa kroz likvidaciju određenih banaka, pa je tako krajem 2012. godine oduzeta dozvola za rad Novoj Agrobanci, 2013.godine je prestala sa radom Razvojna banka Vojvodine i Privredna banka, a 2014. godine Univerzal banka, tako da prema poslednjem izveštaju NBS¹⁹⁴ u Srbiji posluje 30 banaka od čega 23 banke u vlasništvu stranih lica i svega 7 banaka (5 državnih i 2 privatne banke) u vlasništvu domaćih lica.

¹⁹⁴http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_III_15.pdf,
16.04.2013.

preuzeto

5. Poslovno restrukturiranje kao mera za prevazilaženje posledica ekonomske krize

Ekonomska kriza, kao rezultat kolapsa hipotekarnog tržišta je počela u leto 2007. godine, i naglo se razvila tokom 2008. godine. Prvo se pojavila u Americi i ubrzo nakon njenog pojavljivanja proširila se na tržište Evrope i druge delove sveta. Njene posledice su različito podnele razvijene zemlje, nerazvijene zemlje i zemlje u tranziciji. Zbog nemogućnosti naplate potraživanja izazvane padom vrednosti nekretnina, lošeg boniteta dužnika kojima su odobravani hipotekarni krediti, došlo je do bankrota mnogih vodećih finansijskih institucija na američkom tržištu. Panika izazvana u finansijskom sektoru se ubrzo proširila i na realni sektor što je dovelo do smanjenja potrošnje i tražnje, a samim tim i do propadanja mnogih preduzeća koja nisu uspela da se izbore sa novonastalom situacijom na tržištu.

Što se tiče tržišta Srbije, kao posledica finansijske krize u razvijenim zemljama došlo je do smanjenja priliva novčanih sredstava od inostranih investitora kroz smanjenje kredita koje su strani investitori odobravali određenim finansijskim institucijama i preduzećima u Srbiji i kroz smanjenje direktnih stranih investicija u privredu Srbije. Smanjenje priliva novčanih sredstava je dalje uticalo na usporavanje privrednog rasta, propadanje mnogih preduzeća, otpuštanja velikog broja radnika i pada životnog standarda stanovništva.

Domaće banke su bile pogođene smanjenom tražnjom kredita u periodu velikih otpuštanja i bankrota mnogih preduzeća, kao i nemogućnošću naplate već odobrenih kredita. U realnom sektoru došlo je do naglog smanjenja tražnje stanovništva, čiji pad su najviše osetile industrijske grane, naročito građevinska industrija i industrija proizvodnje automobila, dok prehrambena industrija nije pretrpela tako ogromne gubitke.

Treba istaći činjenicu, da bez stranih investicija na tržište Srbije nema ni privrednog oporavka zemlje. Pitanje definisanja mera i uslova neophodnih za ponovno privlačenje investitora i povećanje atraktivnosti oblika eksternog rasta (kroz M&A i strategijske alijanse) preduzeća nameće se kao imperativ naročito u uslovima ekonomsko-finansijske krize.

Tabela br. 10 Makroekonomska kretanja¹⁹⁵

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
BDP, mlrd EUR	12.8	16.0	17.3	19	20.3	23.3	28.5	32.7	28.9	28.6	33.4	31.7	34.3	33.1
BDP, realan rast u %	5.3	4.3	2.5	9.3	5.4	3.6	5.4	3.8	-3.5	1.8	1.4	-1.0	2.6	-1.8
Inflacija, kraj perioda	40.7	14.8	7.8	13.7	17.7	6.6	10.1	6.8	6.6	10.3	7.0	12.2	2.2	1.7
Kurs RSD/EUR prosek perioda	59.78	60.66	65.13	72.7	83	84.1	79.96	81.44	93.95	102.94	101.95	113.13	113.14	117.31

¹⁹⁵ Više izvora: RZS, NBS, MF, na osnovu izveštaja o Privrednom razvoju Srbije, preuzeto sa www.pks.rs, 15.11.2015.godine

Deficit tekućeg računa, %BDP	2.2	-4.2	-7.8	-13.8	-8.8	-10.1	-17.7	-21.6	-7.2	-7.3	-10.9	-11.6	-6.1	-6.0
Strane direktne investicije, %BDP	1.4	3.1	6.9	4.1	6.2	14.3	6.4	5.6	4.8	3.0	5.5	2.1	3.6	3.7
Rezerve NBS, mlrd EUR	1.33	2.21	2.85	3.13	4.95	9.04	9.66	8.19	10.6	10.0	11.1	10.9	11.2	9.9
Fiskalni deficit, %BDP	-0.5	-2.6	-2.7	0.7	1.0	-1.6	-1.9	-2.6	-4.5	-4.6	-4.8	-6.8	-5.5	-6.7
Javni dug, %BDP	104.8	71.9	63.7	50.9	50.6	40.1	30.8	26.3	32.9	41.4	45.4	56.2	59.6	70.9
Spoljni dug, %BDP	85.5	58.7	55.9	49.8	60.1	60.9	60.2	64.6	77.9	83.5	72.2	80.9	75.1	78.1
Privatni spoljni dug, %BDP	5.5	4.8	6.7	11.5	21.2	32.6	38.1	44.6	51	51.6	39.9	42.5	36.7	35.2

Podaci iz prezentirane tabele ukazuju, da je do izbijanja finansijsko-ekonomske krize, privreda Srbije beležila konstantan rast društvenog bruto proizvoda, i da je realni rast, 2004. godine dostigao iznos čak od 9.3%. Neposredno pre izbijanja svetske ekonomske krize, 2008. godine rast BDP je iznosio 3.8%, da bi 2009. godine došlo do njegovog smanjenja od 3.5%. Strane direktne investicije su dostigle svoj maksimum 2006. godine, gde su iznosile 14.3% BDP-a. Najveći broj stranih investicija je došao u Srbiju kroz privatizaciju društvenih i državnih preduzeća iz oblasti telekomunikacija, bankarstva i prehrambene industrije. Nakon izbijanja svetske finansijsko-ekonomske krize, pod uticajem pada stranih direktnih investicija u celom svetu, došlo je do njihovog smanjenja u tranzicione ekonomije kakva je i Srbija. Uočava se da nakon izbijanja svetske finansijsko-ekonomske krize dolazi do konstantnog rasta spoljnog i javnog duga Srbije, što ukazuje na visoku inostranu zaduženost i rast budžetskog deficita.

Tabela br. 11 Stope rasta izvoza i uvoza u Srbiji u periodu od 2000. do 2012.godine

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Izvoz % BDP	9.90	22.40	20.60	22.00	24.20	27.10	30.30	28.40	29.10	26.80	32.90	34.00	36.90
Uvoz % BDP	14.30	37.70	38.70	39.60	50.60	47.10	50.60	52.70	54.10	42.70	47.90	49.40	53.60

Takođe se uočava da je deficit tekućeg računa, do izbijanja finansijsko-ekonomske krize konstantno rastao, odnosno da su stope rasta uvoza bile veće od stopa rasta izvoza (tabela prva). Nakon izbijanja finansijsko-ekonomske krize došlo je do smanjenja deficita, jer je došlo do povećanja izvoza i smanjenja uvoza (tabela druga). Zbog visokih plata i kreditne zaduženosti srpske privrede i domaćinstava, rast BDP je do 2009. godine bio zasnovan na domaćoj potrošnji i rastu uvozne tražnje što se vidi i po visokom rastu deficita iz godine u godinu. Nakon 2009. godine, donete su mnoge mere i podsticaji kako bi se olakšalo

izvoznici i na taj način stvorili uslovi za stvaranje izvozno orjentisane privrede. Takođe, za oporavak zemlje je važno da strani kapital kroz privatizaciju i merđžere i akvizicije bude usmeren na jačanje domaće privrede i izvoza, a ne uvoza i potrošnje.

Posebno veliko opterećenje za privredu Srbije čine velika javna preduzeća koja stvaraju ogromne gubitke i opterećuju državni budžet. Država treba da pronađe način da se okonča proces njihovog restrukturiranja kako bi se poboljšale njihove performanse, a samim tim okončao proces privatizacije, ili da se izvrši likvidaciji onih preduzeća koja stvaraju ogromne gubitke, a ne postoje izgledi za oporavak.

Pošto, u Srbiji posluje 96% malih preduzeća, važno je dalje podsticati njihov razvoj i stvarati takvo institucionalno okruženje koje će stvoriti bolji tržišni ambijent i jačati privatni sektor. U uslovima ekonomsko-finansijske krize, poslovno restrukturiranje pre svega treba da bude usmereno na privlačenje stranog kapitala za okončanje procesa privatizacije, ili dalja preuzimanja, stvaranje izvozno orjentisane privrede, što bi sve zajedno uticalo na porast bruto domaćeg proizvoda i stvorilo uslove za njegov rast.

U Srbiji postoje brojni pokretački faktori, a to su pre svega:¹⁹⁶

- (1) Visok potencijal za rast. Srbija je 2008.godine, neposredno pred izbijanje svetske ekonomske krize dostigla tek 72% BDP iz 1989.godine, tako da postoje visoke šanse za rast i ostvarivanje profita, jer nisu iskorišćeni svi potencijali srpske privrede
- (2) Jeftina radna snaga. Srbija se nalazi na trećem mestu prema visini najniže neto zarade, odmah iza Bugarske i Makedonije, što svakako predstavlja troškovnu prednost za strane investitore
- (3) Savladavanje trgovačkih barijera. Savladavanje trgovačkih barijera u pogledu razmene roba (uvoza-izvoza). Prema podacima Privredne komore Srbije,¹⁹⁷ Srbija je do sada potpisala sledeće međunarodne sporazume: ugovor o slobodnoj trgovini: CEFTA¹⁹⁸ 2006. godine, stupio na snagu jula 2007. godine, a u Srbiji od oktobra 2007.godine, EFTA, potpisan decembra 2005. godine sa Švajcarskom i Lihtenštajnom, stupio na snagu oktobra 2010. godine, sa Norveškom i Islandom stupio na snagu 2011. godine. Sporazum sa Ruskom Federacijom stupio na snagu 2000-te godine, dalja trgovinska liberalizacija je stupila na snagu 2009. godine. Sa Belorusijom sporazum stupio na snagu u martu 2009. godine, Kazahstanom u oktobru 2010.godine, a sa Turskom potpisan juna 2005. godine, stupio na snagu septembra 2010.godine.
- (4) Saradnja sa Evropskom Unijom. Srbija je status kandidata dobila u martu 2012.godine iako je molbu za prijem u članstvo podnela 22. decembra 2009. godine. Na osnovu Privremenog sporazuma o trgovini i trgovinskim pitanjima, koji je donešen

¹⁹⁶Andrašić, J., Milenković, N., Pjanić, M. (2013) Internatinalization of companies in selected countries in South-East Europe, Facta Uneversitatis

¹⁹⁷www.pks.rs, preuzeto 15.12.2013.

¹⁹⁸ SR Jugoslavija je potpisala sporazume o slobodnoj trgovini (FTA) sa sedam zemalja JIE, kao što je to predviđeno Memorandumom o razumevanju o liberalizaciji i olakšavanju uslova trgovine u okviru Pakta za stabilnost JIE iz juna 2001. Ti sporazumi su se 2006.transformisali u jedinstven sporazum u okviru CEFTA.

2008.godine, Srbija je značajno olakšala izvoznicima iz EU pristup Srbiji u sklopu tog privremenog sporazuma kako bi pokazala spremnost da želi da se integriše u Evropsku uniju 2014. godine Srbija je otpočela pregovore o pristupanju u EU, što predstavlja jasan signal investitorima da Srbija želi da izgradi stabilan i zdrav tržišni ambijent.

- (5) Tržišno učešće.¹⁹⁹ Posmatrano po privrednim delatnostima prema podacima NBS za 2013. godinu najveći iznos ostvarenih SDI je u oblasti prerađivačke industrije (186 mil.EUR), trgovine (171mil.EUR), poslovanje finansijskog posredovanja i delatnosti osiguranja (133 mil.EUR), građevinarstva (89 mil. EUR), saobraćaja i skladištenja (66 mil. EUR), Poljoprivredi, šumarstva i ribarstva (57 mil. EUR), informisanje i komunikacije (15 mil. EUR), snabdevanja električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija (10 mil EUR), rudarstvo (8 mil. EUR), usluge smeštaja i ishrane (7 mil. EUR), snabdevanje vodom i upravljanje otpadnim vodama (4 mil. EUR) i nerazvrstano (74 mil. EUR). Najveći broj M&A se kao što vidimo odigrao u oblasti preprađivačke industrije, trgovine i banka, i dosadašnji rezultati upućuju da u ovakvi oblici koncentracije i preuzimanja stranim investitorima obezbedili veće tržišno učešće, naročito ako se pođe od podatka da u uglavnom sva preuzimanja u Srbiji horizontalnog tipa.
- (6) Najniži porez na dobit i dodatnu vrednost. Srbija se nalazi na drugom mestu odmah iza Bugarske po najnižim veličinama poreskih stopa. Stopa poreza na dobit iznosi 15%, dok stopa poreza na dodatnu vrednost iznosi 20%, što takođe predstavlja stimulišući faktor za strane investitore koji slede strategiju efikasnosti.

6. Kritički osvrt na poslovno restrukturiranje u Srbiji

Srbija je nakon čitave jedne decenije suočavanja sa međunarodnom izolacijom, hiperinflacijom, recesijom, ratovima. Drugi “talas” tranzicionih reformi, započet je 2001. godine, prema programu, koji su deset godina ranije primenjivale zemlje Srednje i Istočne Evrope nakon rušenja Berlinskog zida.

Ukidanjem sankcija od strane Međunarodne zajednice, u Srbiji su se stvorili uslovi za uspostavljanje mehanizama svojstvenih zemljama koje posluju u tržišnim uslovima privređivanja. Donošenjem većeg broja zakona kojima se uređuje institucionalni okvir tržišne privrede započeo je proces tranzicije u Srbiji. Došlo je do porasta makroekonomske stabilnosti, privatizacije velikog broja društvenih preduzeća, porasta liberalizacije trgovine i otvorenosti tržišta, a samim tim i postepenog oporavka srpske privrede. Taj trend se prekinuo pojavom svetske finansijsko-ekonomske krize.

Tabela br. 12 Ocena tranzicionih indikatora Srbije²⁰⁰

SRBIJA	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
--------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

¹⁹⁹ www.nbs.rs, Izveštaj Narodne banke Srbije 2013.godine, preuzeto 11.12.2014.godine

²⁰⁰ www.ebrd.com Evropska banka za obnovu i razvoj, na osnovu tabela, tic2012.xls, tic2014.xls, preuzeto 12.03.2012. i 18.05.2015.

Privatizacija velikih preduzeća	1.0	2.0	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Privatizacija malih preduzeća	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Restrukturiranje preduzeća	1.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Liberalizacija cena	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Trgovinski i devizni system	2.7	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Konkurencija	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Infrastruktura	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	NP	NP

Prema oceni EBRD (Evropska banka za obnovu i razvoj) koja prati reformske procese preko tranzicionih indikatora u šest reformskih dimenzija: privatizacija, restrukturiranje i upravljanje preduzećima, liberalizacija cena, trgovinski sistem, politika konkurencije i infrastruktura.

Najveća ocena za napredak u tranziciji je 4.33, a minimalna 1. Vrednost 1 predstavlja malu ili nikakvu promenu od krute centralno planske privrede, dok 4.3 reprezentuje standarde tržišnih privreda. Može se uočiti da najveći problemi postoje u delu restrukturiranja i upravljanja preduzećima i politici konkurentnosti, gde je ocena sada na nivou od 2.3, što predstavlja dosta nisku reformsku ocenu.

Sporo restrukturiranje je prisitno iz razloga što prvi talas privatizacije je isključivao velika javna preduzeća iz oblasti infrastrukture i komunalna preduzeća, jer sve do donošenja novog Ustava 2006.godine nisi bili jasni vlasnički odnosi preduzeća. Po članu 86 novog Ustava, javna svojina je definisana kao državna svojina, tako da je tek od te godine započeo proces njihovog restrukturiranja. Međutim, vidi se da je reformska ocena privatizacije velikih preduzeća dosta niska. U Srbiji nakon više od jedne decenije sprovođenja tranzitornih promena još uvek postoji društvena svojina.²⁰¹

Tabela br. 13 Broj preduzeća prema organizacionoj formi i veličini privrednog subjekta²⁰²

Broj	94.362
Ortačko	1.479
Komanditno	241
DOO	87.76
AD	1.812
Društveno preduzeće	349
Javno preduzeće	510
Zadruga i zadružni savez	1.799
Ogranak stranog pravnog lica	241

²⁰¹ Sve do 2006.godine kada je donet nov Ustav RS, društvenu svojinu koja je uvedena 1950.godine je štitiio član 56 Ustava Srbije iz 1990.godine koji je garantovao jednaku zaštitu društvene, državne, private i zadružne svojine. Novi srpski Ustav iz 2006. Godine članom 86 garantuje ravnopravnost private, zadružne i javne svojine, dok se dalje navodi “preostala društvena svojina se pretvara u privatnu” Uvalić, M. Tranzicija u Srbiji: ka boljoj budućnosti, Zavod za udžbenike, Beograd, 2012. str.268

²⁰² www.apr.rs , Makroekonomska saopštenja 2013.godine, preuzeto 12.02.2014.godine

Drugi subjekti	171
Mala	90.597
Srednja	2.846
Velika	919

Iz tabelarnog prikaza može se izvesti zaključak, da u Republici Srbiji još uvek posluju 349 društvena preduzeća. Takođe uočavamo da 96% privrednih subjekata čine mala preduzeća, 3% srednja preduzeća, dok samo 1% čine veliki privredni subjekti.

Prema izveštaju o privrednom razvoju Srbije²⁰³ za privatizaciju preostalo je 708 privrednih društava – 494 subjekata privatizacije, sa 214 zavisnih društava. Najviše njih privatizovaće se prodajom kapitala i imovine, dok je strateško partnerstvo predloženo za 23 kompanije. Pokretanjem stečaja, postupak privatizacije će se okončati u 188 preduzeća kod kojih ne postoji interes za privatizaciju. Iako je poboljšano sprovođenje stečajnog zakonodavstva, problem je jačanje konkurencije i korporativnog upravljanja. Takođe, za završetak strukturnih reformi veoma je značajna privatizacija velikih javnih preduzeća koji su od strateškog interesa za državu (kao što su energetika, železnice i vazudšni saobraćaj).

Što se tiče upravljanja preduzećima, reformska ocena je niska, jer su različiti procesi vlasničkog restrukturiranja i postojanje različitih oblika svojine nakon 2001.godine, dodatno otvorili problem korporativnog upravljanja. Nisu bila jasna prava različitih stejkholdera – radnika, menadžera, države, stranih vlasnika u privatizovanim preduzećima.

Na osnovu zakona o privatizaciji iz 1991. i 1997.godine, gde se privatizacija preduzeća vršila uglavnom putem insajderskog modela, u većini srpskih preduzeća, menadžer preduzeća je bio i vlasnik preduzeća, tako da problem korporativnog preduzeća nije ni postojao. Međutim i sada nakon čitave jedne decenije, u Srbiji i dalje postoji problem korporativnog upravljanja, pre svega zbog nerazvijenosti tržišta kapitala. Samim tim prisutna je i odsutnost eksternog disciplinarskog mehanizma kontrole menadžera koji bi omogućivao veću upravljačku disciplinu, a samim tim i efikasno funkcionisanje internih mehanizama za disciplinovanje menadžera.

Prezentirani primeri pokazuju da je do 2006.godine reformska ocena konkurentnosti privrede bila 1, što je ukazivalo da Srbija ne ispunjava ni jedan uslov iz konkurentnosti poslovanja. Tek od 2006.godine dolazi do blagog rasta jer su 2006.godine usvojeni važni zakoni: o berzi, investicionim fondovima i preuzimanju preduzeća. Takođe, 2006.godine je počela sa radom Komisija za zaštitu konkurencije, dok je nov Zakon o konkurenciji usvojen 2005.godine. Međutim, i pored toga reformska ocena danas iznosi 2.7.To bi se moglo pripisati sporom rastu privatnog sektora.

Srbija i Bosna i Hercegovina imaju najniže učešće privatnog sektora u BDP-u koje iznosi 60%. Budući da je 1989.godine ono iznosilo 40% BDP, povećanje od svega 20% koje je Srbija ostvarila za nešto više od 10 godina je svrstava u šest najmanje privatizovanih zemalja

²⁰³ Izveštaj o privrednom razvoju Srbije 2014.godine, Privredna komora Srbije, str.9, preuzeto 18.12.2015.

u tranziciji. Takvo povećanje je u Češkoj ostvareno za godinu dana, u Estoniji za dve, za tri u Mađarskoj, Bugarskoj i Rumuniji, četiri u Poljskoj i Sloveniji.²⁰⁴

U oblasti infrastrukture, reformska ocena Srbije je takođe dosta niska. Kao što je već rečeno odložena privatizacija velikih državnih preduzeća iz oblasti energetike, železnice, sobračaja uticala je na slab rezultat ovog indikatora. Od 2006. godine situacija se pozitivno popravila privatizacijom jednog operatera mobilne telefonije koja se smatra jednom od najznačajnijih investicija po vrednosti u Republici Srbiji. Jedino iz oblasti liberalizacije cena i trgovine Srbija je postigla značajne rezultate, jer kao što je već istaknuto saradnja sa Međunarodnim institucijama i otvorenost tržišta uticali su na visoku reformsku ocenu ovog indikatora.

Na osnovu napred iznetih mišljenja može se izvesti zaključak, da je Srbija započela ponovni proces tranzicije nakon deset godina kada su u tranziciju krenule bivše socijalističke zemlje, njihovo iskustvo u sprovođenju tranzicije nije bilo dovoljno da se ne ponove iste greške ili da se na njih ne obrati dovoljna pažnja. Srbija je imala lošiju startnu poziciju tranzicije, pa su samim tim, izazovi koji su stajali pred njom bili mnogo veći. Dugo godina je u Srbiji je vođena politika mekog budžetskog ograničenja i selektivnog kreditiranja određenih državnih preduzeća koja su često u monopolskom položaju i koje je država štitila nekarinskim barijerama.

Srbiji još uvek nedostaje institucionalni okvir koji bi privredu učinio konkurentnijom, nedovoljni podsticaji za osnivanje novih privatnih preduzeća, veća podrška malim i srednjim preduzećima, i jačanje mehanizama koprorativnog upravljanja. Takođe, potrebno je napustiti politiku mekog budžetskog kreditiranja pojedinih državnih preduzeća koja stvaraju ogromene gubitke i istovremeno započeti proces njihovog restrukturiranja.

Srbija je 2014. godine donela nov Zakon o privatizaciji²⁰⁵ i 2015. godine nov Zakon o ulaganjima²⁰⁶ čime je zapravo izrazila spremnost za nastavak sprovođenja reformi. Nov zakon o privatizaciji pored prodaje kapitala definiše i strateško partnerstvo kako model prodaje dela kapitala državnog preduzeća stranom vlasniku što bi sve zajedno trebalo da utiče na okončanje procesa privatizacije.

7. Analiza finansijskih izveštaja ciljnih preduzeća

U literaturi postoji velik broj empirijskih studija koje su se bavile proučavanjem karakteristika ciljnih preduzeća. Osnovno pitanje koje se ovde postavlja jeste: Ko su targeti? Da li se targeti mogu predvideti na osnovu karakteristika preduzeća koja su već bila "mete" preuzimanja? Na kraju ovog teorijskog dela biće prikazano empirijsko istraživanje autora, sprovedeno na tržištu Srbije, o karakteristikama ciljnih preduzeća iz oblasti prehrambene industrije poređenjem odabranih indikatora izabranih preduzeća sa prosečnim vrednostima konkretne industrijske grane.

²⁰⁴Uvalić, M. Tranzicija u Srbiji: ka boljoj budućnosti, Zavod za udžbenike, Beograd, 2012. str.261

²⁰⁵ "Sl.glasnik RS", br. 83/2014, 46/2015.

²⁰⁶ "Sl .glasnik RS" br.89/2015

Takođe, analiziraće se period pre i nakon preuzimanja kod finansijskih institucija-banaka, takođe na tržištu Srbije, jer su u bankarskom sistemu Srbije bili veoma intenzivni procesi preuzimanja kroz proces privatizacije ili tržište kapitala, da bi se utvrdilo da li dolazi do promene u ključnim indikatorima pre i nakon spajanja preduzeća.

Zatim, na osnovu ankete, koja je obuhvatila upravo preduzeća iz prehrambene, finansijske i trgovinske delatnosti, izvešće se zaključak o uticaju aktivnosti preuzimanja na interesne grupe preduzeća. Da bi se istraživanje sprovedelo potrebno je prvo prikazati pregled vladajućih stavova koji uređuju ovu oblast, kako bi se stvorio osnov za uporedivost ovog istraživanja sa već sprovedenim istraživanjima, a samim tim izveli konkretni zaključci i pružio naučni doprinos.

U najvećem broju radova analizirani su sledeći pokazatelji ciljnog preduzeća: prodaja, HHI (Herfindahl-Hirschman Index), učešće glavnog odbora CEO u akcionarskom kapitalu, ROA, ROE, odnos istraživanja i razvoja i aktive, odnos gotovine i prodaje - koeficijent likvidnosti, Tobin Q racio, odnos duga i aktive- leverage, tempo rasta, učešće osnovnih sredstava u ukupnim sredstvima itd. (Aharony & Barniv, 2004)²⁰⁷, (Harford, Humphery-Jenner, & Powell, 2012)²⁰⁸, (Humphery-Jenner & Powell, 2014)²⁰⁹, (Mesulis, Wang, & Xie, 2007)²¹⁰, (Moeller, Schlingemann, & Stulz, 2004)²¹¹

U jednom od prvih istraživanja, koje je sprovedeno na tržištu korporativne kontrole u Velikoj Britaniji, u prvoj polovini šezdesetih godina, zaključeno je da su ciljna preduzeća imala manju veličinu, nižu profitabilnost i nižu stopu rasta, u poređenju sa granskim prosekom.²¹²

Analizirajući parcijalne akvizicije, autori Akhigbe, Martin, & Whyte²¹³ saglasno prethodnim istraživanjima, došli do zaključka da je verovatnoća preuzimanja ciljnih preduzeća veća ako su ona manje veličine. Takođe, oni su zaključili da niska zaduženost i visoko učešće osnovnih sredstava u ukupnim sredstvima povećava verovatnoću preuzimanja.²¹⁴

²⁰⁷Aharony, J., & Barniv, R. (2004). Using financial accounting information in the governance of takeovers: An analysis by type of acquirer. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 , 321-349.

²⁰⁸Harford, J., Humphery-Jenner, M. L., & Powell, R. G. (2012). The sources of value destruction in acquisition by entrenched managers. *Journal Financial Economics* 106 (2) , 247-261.

²⁰⁹Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance* 26 , 57-77.

²¹⁰Mesulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *Journal Financial Economics* 62 (4) , 1851-1889.

²¹¹Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73 , 201-228.

²¹²Singh, R. (1997). *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. John Wiley&Sons.

²¹³Akhigbe, A., Martin, A. D., & Whyte, A. M. (2007). Partial acquisitions, the acquisition probability hypothesis, and the abnormal returns to partial targets. *Journal of Banking&Finance* 31 , 3080-3101.

²¹⁴Sto je u skladu saAmbrose, B. W., & Megginson, W. L. (1992). The role of asset structure, ownership structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 , 575-589.

Autori Gorton, Kahl, & Rosen²¹⁵ u svom istraživanju navode da menadžeri preduzimaju akvizicije iz odbrambenih razloga, odnosno oni smatraju da firme povećanjem svoje veličine kroz akvizicije smanjuju verovatnoću preuzimanja.

Suprotno većini prethodnih istraživanja, jedno od istraživanja novijeg datuma, autora Offenberga²¹⁶ sprovedeno na 7921 akvizicija u periodu od 1980-1999. godine pokazuje da su veće firme bile češće meta disciplinovanja od strane tržišta korporativne kontrole nego manje firme. Ciljna preduzeća češće imaju nižu profitabilnost, merenu indikatorima ROA i ROE u poređenju sa granskim prosekom.²¹⁷ Ovo je u skladu sa istraživanjima autora Palepu²¹⁸ po kojoj preduzeća koja ostvaruju niže stope prinosa predstavljaju mete neprijateljskog napada.

U literaturi postoji visok nivo saglasnosti kada je merenje profitabilnosti ciljnih preduzeća u pitanju. Većina istraživanja potvrđuju da ciljna preduzeća pokazuju pad profitabilnosti i indikatora uspešnosti u poređenju sa prosekom u grani. Prva empirijska istraživanja koja su to potvrdila su pomenuta istraživanja autora Singh-a²¹⁹ i istraživanja autora Meeks-a.²²⁰ Ovi autori su takođe istraživali verovatnoću preuzimanja, i došli do zaključka da su preduzeća čija je profitabilnost ispod proseka u grani češće meta preuzimanja.

Sledeće karakteristike koje se navode kao ključne prilikom izbora ciljnog preduzeća su: stepen likvidnosti i zaduženosti preduzeća. Ciljna preduzeća su češće meta preuzimanja ukoliko imaju stepen likvidnosti iznad proseka u privrednoj grani i stepen zaduženosti ispod proseka u privrednoj grani.²²¹ Nizak leveridž je posebno poželjna karakteristika, jer to ostavlja mogućnost preduzeću sticatelju da iskoristi neiskorišćeni kapacitet zaduživanja nakon preuzimanja ciljnog preduzeća.²²²

Najčešće korišćena metoda koja se koristi prilikom predviđanja potencijalnih targeta jeste regresija. Predviđanjem potencijalnih targeta su se u svojim radovima bavili autori Branch & Yang,²²³ Officer,²²⁴ i Schwert.²²⁵ U novije vreme istče se značaj veštačkih neuronskih mreža

²¹⁵Gorton, G., Kahl, M., & Rosen, R. (2005). *Eat or be eaten: a theory of merger waves*. NBER Working paper No.11364.

²¹⁶Offenberg, D. (2009). Firm size and the effectiveness of the market for corporate control. *Journal of Corporate Finance* 15 , 66-79.

²¹⁷Baker, G. P., & Kennedy, R. E. (2002). Survivorship and the economic grim reaper. *Journal of Law, Economics & Organizations* 18 , 324-361.

²¹⁸Palepu, K. G. (1986). Predicting takeover targets. A methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8 , 3-35.

²¹⁹Singh, R. (1997). *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. John Wiley&Sons

²²⁰Meeks, G. (1977). *Dissapointing Marriage: A study of the Gains from Merger*. Cambridge: Cambridge University Press.

²²¹Palepu, K. G. (1986). Predicting takeover targets. A methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8 , 3-35.

²²²Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 , 323-329

²²³Branch, B., & Yang, T. (2003). Predicting Successful Takeovers and Risk Arbitrage. *Quarterly Journal of Business and Economics* 42 , 3-18.

²²⁴Officer, M. (2003). Termination fees in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics* 69 , 431-467.

²²⁵Schwert, W. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder. *The Journal of Finance* 55 , 2599-2640.

u postupcima predviđanja.²²⁶ Analizirajući upotrebu veštačkih neuronskih mreža na nerazvijenom tržištu kapitala, autori²²⁷ su došli do zaključka da je na srpskom tržištu ograničena baza podataka u vezi sa finansijskom i poslovnom aktivnošću ciljnih preduzeća. Baza podataka je neadekvatna i nepouzdana za konstrukciju adekvatnih vremenskih serija na osnovu koji bi se doneli valjani zaključci o uspehu realizacije preuzimanja.

7.1. Analiza finansijskih izveštaja cilnog preduzeća na primeru Srbije

U skladu sa navedenim prikazom pregleda empirijskih studija koja su se bavila izučavanjem karakteristika ciljnih preduzeća zaključujemo da u literaturi postoji visok stepen saglasnosti da ciljna preduzeća imaju sledeće karakteristike: nižu profitabilnost, nižu zaduženost, veću likvidnost, veću efikasnost u poređenju sa prosekom u grani.

U ovom delu istraživanja, na primeru tržišta Srbije vršice se testiranje sledeće hipoteze:

H1: Potencijalni kandidati za preuzimanje su ona preduzeća koja imaju visoku efikasnost, visoku likvidnost, nizak stepen leveridža, i nisku profitabilnost u poređenju sa prosekom privredne grane.

H2: Način finansiranja merdžera i akvizicija zavisi od izabranog pravca rasta.

Uzorak obuhvata 30 preduzeća iz oblasti prehrambene industrije u izabranim sektorima.²²⁸ Budući da ukupan broj preduzeća u izabranim sektorima čiji su osnivači pravna lica, obuhvata 263 preduzeća, od čega su 167 preduzeća u likvidaciji, od preostalih 96 preduzeća ovih 30 preduzeća čini 33% od ukupnog broja što se smatra vrlo reprezentativnim uzorkom.

Cilj istraživanja jeste da se utvrdi:

1. Ko su bili targeti, odnosno ciljna preduzeća na tržištu Srbije?
2. Da li se karakteristike ciljnih preduzeća na tržištu Srbije slažu sa karakteristikama ciljnih preduzeća drugih empirijskih studija?
3. Da li se budući targeti, odnosno ciljna preduzeća mogu predvideti na osnovu karakteristika ciljnih preduzeća koja su već bila "mete" preuzimanja na tržištu Srbije?

Metodologija istraživanja:

Budući da obeležja imaju parametrijska svojstva shodno tome, vršice se analiza parametrijskim postupcima. Koristiće se multivarijantni statistički postupci MANOVA i diskriminativna analiza. Od univarijantnih postupaka primeniće se ANOVA i t-test.

²²⁶Branch, B., Wang, J., & Taewon, Y. (2007). A note on takeover success prediction. *International Review of Financial Analysis*, 1186-1193.

²²⁷Mihajlov-Denčić, K., & Radović, O. (2006). Problems in predicting target firms at the undeveloped capital markets. *Facta Universitatis: Economics and Organization*, Vol.3.No.1, 59-68

²²⁸ Izabrani sektori: 1032 – Proizvodnja sokova od voća i povrća; 1051 – Proizvodnja mleka i proizvodnja sireva; 1072 – Proizvodnja dvopeka, kekisa, trajnog peciva i kolača; 1082- Proizvodnja kaka, čokolade i konditorskih proizvoda; 1089- Proizvodnja ostalih prehrambenih proizvoda; 1105 – Proizvodnja piva; 1107 – Proizvodnja osvežavajućih pića i mineralne vode

Izračunavanjem koeficijenta diskriminacije izdvajaju se obeležja koja određuju specifičnost subuzoraka i obeležja koje je potrebno isključiti iz dalje obrade. Svrha primene matematičko-statističke analize ima za cilj da se odrede karakteristike svakog subuzorka - izabranih pokazatelja i proseka privredne grane, homogenost i distanca između njih, da bi se moglo izvršiti precizno predviđanje i prognoza sa određenom pouzdanošću.

Da bi se dokazala hipoteza ***H1: Potencijalni kandidati za preuzimanje su ona preduzeća koja imaju visoku efikasnost, visoku likvidnost, nizak stepen leveridža, i nisku profitabilnost u poređenju sa prosekom privredne grane*** vršice se testiranje da li postoji razlika između izabranih pokazatelja preduzeća prehrambene industrije i granskog proseka. Za testiranje pokazatelja: profitabilnosti, zaduženosti, likvidnosti i efikasnosti korišćeni su sledeći indikatori:

Profitabilnost:²²⁹

$$\text{Stopa prinosa na ukupnu imovinu ROA} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Ukupna aktiva}} \times 100$$

$$\text{Stopa prinosa na ukupni kapital ROE} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Ukupan kapital}} \times 100$$

Zaduženost:²³⁰

$$\text{Racio pozajmljenih sredstava prema ukupnim izvorima finansiranja}^{231} = \frac{\text{Pozajmljeni izvori}}{\text{Ukupna sredstva}}$$

$$\text{Koeficijent duga i kapitala} = \frac{\text{Dugoročni dug}}{\text{Kapital}}$$

Likvidnost:²³²

$$\text{Koeficijent likvidnosti} = \frac{\text{Obrtna sredstva}}{\text{Kratkoročne obaveze}}$$

Efikasnost:²³³

$$\text{Učešće osnovnih sredstava u poslovnim sredstvima} = \frac{\text{Osnovna sredstva}}{\text{Osnovna sredstva + Obrtna sredstva}}$$

²²⁹Rodić, J., Vukelić, G., & Andrić, M. (2011). *Analiza finansijskih izveštaja*. Proleter a.d. Bečej, str.63

²³⁰Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc.str.671

²³¹ Kod interpretacije ovog pokazatelja koristiće se naziv „Leveridž“

²³²Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej.str.64

²³³Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej, str.116

Prikaz pokazatelja profitabilnosti, likvidnosti, zaduženosti i efikasnosti za izabrana preduzeća i prosek privredne grane po analiziranim godinama biće dat u prilogu doktorske disertacije. (Prilog br.1)

Pri testiranju hipoteza koriste se sledeći pragovi značajnosti:

- Ako je $p < 0,05$ postoji značajna razlika
- Ako je $p > 0,1$ ne postoji značajna razlika
- Ako je $0,05 < p < 0,1$ postoji razlika, ali sa povećanim rizikom

Deskriptivna statistika koja se odnosi na prikaz: srednje vrednosti, standardne devijacije (Sd), minimuma i maksimuma svih vrednosti, koeficijenta varijacije (Cv) intervala poverenja, mera asimetrije Skjunis, mera spoljoštenosti Kurtosis i vrednosti testa Kolmogorov-Smirnov će biti prikazana u prilogu doktorske disertacije (Prilog br.2).

Matematičko - statistička obrada:

U ovom delu doktorske disertacije prikazaće se razlika između izabranih pokazatelja preduzeća odnosno dokazaće se ili odbaciti hipoteza H1, kako bi se procenili dobijeni rezultati i svrsishodnost daljeg razmatranja, utvrdili pravci i metodološki prioriteti njihove obrade. Zatim će se, ako za to postoje uslovi, definisati karakteristike i homogenost svakog izabranog pokazatelja preduzeća i odrediti distanca između njih.

Tabela br. 14 Značajnost razlike između izabranih pokazatelja preduzeća i prosečnih vrednosti za izabrane pokazatelje godinu dana pre preuzimanja²³⁴

analiza	n	F	p
MANOVA	6	16.287	.000
diskriminativna	6	15.979	.000

Legenda: n-broj opservacija, F-rezultat Fridmanovog testa, p-prag značajnosti F testa

Na osnovu prezentirane tabele, može se zaključiti da rezultat oba statistička postupka potvrđuje da su vrednosti $p = .000$ (analize MANOVA) i $p = .000$ (diskriminativne analize) ispod praga značajnosti ($p < 0.05$). To dalje znači da postoji statistički značajna razlika između analiziranih pokazatelja posmatranih preduzeća i proseka privredne grane.

²³⁴ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br. 15 Analiza razlike između izabranih pokazatelja preduzeća i prosečnih vrednosti za izabrane pokazatelje godinu dana pre preuzimanja²³⁵

	F	p	k.dsk
ROE	1.954	.167	.827
ROA	.071	.791	.393
Leveridž	30.648	.000	1.045
Dug/Kapital	.096	.758	.213
Likvidnost	11.237	.001	.035
Efikasnost	.516	.476	.273

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Izračunavanjem koeficijenta diskriminacije izdvajaju se obeležja koja određuju specifičnost subuzoraka (subuzorak: preduzeća i subuzorak: prosek privredne grane) i obeležja koje je potrebno isključiti iz dalje obrade. Koeficijent diskriminacije upućuje da je najveći doprinos diskriminaciji između izabranih pokazatelja preduzeća i prosečnih vrednosti za izabrane pokazatelje, odnosno da je razlika najveća, kod: Leveridž (1.045), ROE (.827), ROA (.393), Efikasnost (.273), Dug/Kapital (.213), Likvidnost (.035).

Kako je $p < 0.01$ kod pokazatelja: Leveridž (.000), Likvidnost (.001), dakle ispod praga značajnosti, može se zaključiti da postoji značajna razlika ova dva pokazatelja između izabranog uzorka preduzeća i proseka privredne grane.

Kako je $p > 0.01$ kod pokazatelja: ROE (.167), ROA (.791), Dug/Kapital (.758), Efikasnost (.476), dakle iznad praga značajnosti, može se zaključiti da ne postoji značajna razlika između ovih pokazatelja između uzorka preduzeća i proseka privredne grane. Međutim, diskriminativna analiza koja predstavlja kompleksiniju analizu od MANOVE je uključila ove pokazatelje u analizu kao latentna obeležja, i prikazala da postoji značajna razlika između izabranih pokazatelja preduzeća i prosečnih vrednosti, što će biti prikazano na narednom tabelarnom prikazu.

Na osnovu dosadašnjih razmatranja i analize uzorka od 30 preduzeća, u skladu sa primenjenom metodologijom, logički sled istraživanja je određivanje karakteristika i homogenosti svih izabranih pokazatelja preduzeća.

Budući da je diskriminativna analiza pokazala ($p = .000$) da postoji značajna razlika, to dalje znači da postoji jasno definisana granica između izabranih pokazatelja preduzeća, odnosno moguće je odrediti karakteriske svih izabranih pokazatelja preduzeća godinu dana pre preuzimanja.

²³⁵ Izvor: Autor doktorske disertacije, na osnovu podataka koji su prikazani u Prilogu br.1

Tabela br.16 Karakteristike i homogenost izabranih pokazatelja preduzeća i prosečnih vrednosti godinu dana pre preuzimanja²³⁶

	POKAZATELJI PREDUZEĆA	PROSEČNE VREDNOSTI	dpr %
Leveridž	manje	veće* ¹	37.509
ROE	manje	veće	29.684
ROA	manje	veće	14.106
Efikasnost	veće	manje	9.799
Dug/Kapital	manje	veće	7.645
Likvidnost	veće* ¹	manje	1.256
n/m	27/30	30/30	
hmg %	90.00	100.00	

Legenda: hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele, na osnovu doprinosa obeležja karakteristikama (% dpr) može se zaključiti da najveći doprinos kreiranju razlike između pokazatelja izabranih preduzeća i proseka privredne grane imaju pokazatelji sledećim redom: Leveridž (37.51%), ROE (29.68%), ROA (14.11%), Efikasnost (9.80%), Dug/Kapital (7.65%) i Likvidnost (1.26%).

Dalje iz tabelarnog prikaza, može se uočiti da karakteristike pokazatelja izabranih preduzeća ima 27 od 30 preduzeća (n/m) i da homogenost uzorka iznosi 90.0%, što znači da 3 preduzeća imaju druge karakteristike, a ne karakteristike izabranog uzorka.

Na osnovu dobijenih rezultata iz prezentirane tabele, može se zaključiti da ciljna preduzeća u Republici Srbiji imaju sledeće karakteristike: nižu zaduženost (Leveridž, Dug/Kapital) od proseka privredne grane, nižu profitabilnost (ROE, ROA) od proseka privredne grane, veću efikasnost od proseka privredne grane, i veću likvidnost od proseka privredne grane. To znači da se prihvata hipoteza ***H1: Potencijalni kandidati za preuzimanje su ona preduzeća koja imaju visoku efikasnost, visoku likvidnost, nizak stepen leveridža, i nisku profitabilnost u poređenju sa prosekom privredne grane.***

Budući da je homogenost uzorka 90%, može se izvršiti prognoza sa određenom pouzdanošću. Odnosno na osnovu pouzdanosti od 90% može se zaključiti da preduzeća čije su karakteristike slične karakteristikama izabranih pokazatelja preduzeća u uzorku, mogu postati "meta" neprijateljskog napada na tržištu Republike Srbije.

Kao što je već prikazano, dva pokazatelja Leveridž i Likvidnost se značajno razlikuju, odnosno ta dva pokazatelja izabranih preduzeća, značano odstupaju od rezultata ta dva pokazatelja za čitavu privrednu granu. To upućuje na zaključak, da su strani investitori u postupku preuzimanja preduzeća bili naročito zainteresovani za ona preduzeća koja imaju nižu zaduženost u poređenju sa prosekom privredne grane, jer kako smo videli i doprinos kreiranju razlike tog obeležja je najveći (37.51%). Niska zaduženost je omogućavala stranim

²³⁶ Izvor: Autor doktorske disertacije, na osnovu podataka koji su prikazani u Prilogu br.1

investitorima da u prvim godinama nakon preuzimanja značajno povećaju zaduženost preduzeća, što je u skladu sa činjenicom da se i najveći broj preuzimanja finansira putem bankarskih kredita ili nekim drugim oblikom zaduživanja preduzeća. Neiskorišćeni kapaciteti zaduživanja, uz visoku likvidnost (veća od proseka privredne grane) upućuju da su preduzeća, koja su bila “mete” preuzimanja sposobna da izmiruju svoje dospele obaveze, i da zaduživanje preko određene granice ne bi trebalo da ugrozi njihovu likvidnost. Niska profitabilnost u poređenju sa prosekom privredne grane, upućuje, da se sa preduzećima na upravlja na optimalan način, i da nakon preuzimanja, uz rast leveridža i ostvarivanje efekata finansijske poluge može da dođe do značajnog rasta profitabilnosti preduzeća, a samim tim, i pozitivnih postoperativnih performansi za preduzeće kupca.

Što se tiče veličine preduzeća, budući da je ona često navođena kao jedna od karakteristika ciljnih preduzeća, na tržištu Srbije meta preuzimanja su češće bila velika preduzeća. Kao što je već pomenuto od 263 preduzeća koja posluju u odabranim sektorima prehrambene industrije, 167 preduzeća je u likvidaciji, pa tako od 96 preostalih preduzeća 30 preduzeća predstavlja 33% što predstavlja veoma reprezentativan uzorak. Budući da se u uzorku nalazi 19 velikih, 6 srednjih i 5 malih preduzeća, zaključujemo da su mete preuzimanja na tržištu Srbije uglavnom bila velika preduzeća.

Među 30 analiziranih preduzeća iz oblasti prehrambene industrije, jedini pravac rasta koji je bio realizovan je horizontalni pravac rasta – ekspanzija kroz vlasničko i stratejsko preuzimanje. Svih 30 transakcija je finansirano gotovinom (Prilog br.1) pa se samim tim potvrđuje i druga hipoteza rada ***H2: Način finansiranja merđžera i akvizicija zavisi od izabranog pravca rasta***

Ova hipoteza je u saglasnosti sa mnogim empirijskim studijama, da se ekspanzija kao pravac rasta kroz horizontalne integracije finansira gotovinom, dok se ekspanzija kroz diverzifikaciju, odnosno, konglomeratski pravac rasta finansira razmenom akcija (rezultati empirijskih studija prikazani u tački br.3.5 drugog poglavlja)

Shodno, sprovedenom istraživanju može se zaključiti da su ispunjeni sledeći ciljevi istraživanja:

(1) Ciljna preduzeća u Republici Srbiji koja su bila mete preuzimanja su imala sledeće karakteristike: nisku zaduženost (leveridž*, dug/kapital), nisku profitabilnost (ROA, ROE), veću likvidnost* i veću efikasnost u poređenju sa prosekom privredne grane, pri čemu su se pokazatelji leveridž i likvidnost značajno razlikovali od proseka. (Tabela br.16)

(2) Karakteristike ciljnih preduzeća u Republici Srbiji upotpunosti se slažu sa karakteristikama ciljnih preduzeća drugih empirijskih studija(čiji su rezultati prikazani u tački br.7 ovog poglavlja)

(3) Budući da je homogenost uzorka 90% što se smatra izrazito visokom homogenošću, moguće je predvideti “mete” preuzimanja. Odnosno preduzeća koja posluju na tržištu Republike Srbije, a nisu preuzeta, i imaju: nisku zaduženost, nisku profitabilnost, veću likvidnost i veću efikasnost u poređenju sa prosekom privredne grane mogu postati “meta” neprijateljskog napada na tržištu korporativne kontrole.

Na osnovu prikazane analize razlika izabranih pokazatelja između preduzeća u uzorku i proseka privredne grane, može se zaključiti da preduzeća koja su bila “mete” preuzimanja, nisu na adekvatan način iskoristila efekte finansijske poluge i rasta učešća tuđeg kapitala u ukupnom kapitalu, što se negativno odrazilo na njihovu profitabilnost. Preduzeća na tržištu Srbije, kojima se ne upravlja na optimalan način, a ostvaruju visoku efikasnost i visoku likvidnost, su naročito atraktivna za preuzimanje, jer strani investitori samo smenom lošeg rukovodstva i promenom u politici finansiranja mogu značajno da poprave loše finansijske performanse ciljnih preduzeća. Kao što je napomenuto u prvom poglavlju doktorske disertacije, tržište korporativne kontrole, primorava menadžere da sa preduzećem upravljaju na optimalan način, jer neiskorišćene finansijske mogućnosti mogu ohrabriti strane investitore da upute ponudu za preuzimanje takvog preduzeća i ostvare bolje finansijske performanse.

8. Analiza finansijskih izveštaja preduzeća kupca

Što se tiče rezultata istraživanja o uticaju transakcija preuzimanja na vrednost, najčešće korišćena merila performansi su indikatori profitabilnosti: ROE (stopa prinosa na kapital) i ROA (stopa prinosa na ukupnu imovinu).

Autori Moeller, Schlingemann, & Stulz²³⁷ u svojoj studiji su analizirali 12.023 akvizicija u periodu od 1980-2001.godine i došli su do zaključka da će male firme proći mnogo bolje nego velike firme kada se najavi preuzimanje preduzeća, odnosno da su abnormalni prinosi koje ostvaruju manje firme pri samoj najavi preuzimanja više od abnormalnih prinosa koje ostvaruju velike firme za 2.24% poena.

Najiscrpnije istraživanje je svakao istraživanje autora Martynove i Rennebooga²³⁸ o postmerdžer operativnim performansama u kojem je sumirano 23 odvojena empirijska istraživanja o uticaju aktivnosti preuzimanja na profitabilnost, iz kojih idvajamo sledeće:

Autor Mueller²³⁹ je analizirao 247 akvizicije u periodu od 1962-1972. godine u SAD-u i došli do zaključka da dolazi do pada profitabilnosti u periodu tri godine nakon spajanja u poređenju sa granskim prosekom. Indikator ROE je značajnije odstupao od granskog proseka, dok je ROA iskazala pad profitabilnosti koji nije bio značajan. Što se tiče zaduženosti ona se povećala u periodu tri godine nakon spajanja.

Autori Ravenscraft & Scherer²⁴⁰ su došli do zaključka, da dolazi do pada profitabilnosti u periodu tri godine nakon preuzimanja posmatrajući 62 javne ponude u periodu 1975-1977. godine na tržištu SAD-a, jer se nisu dovoljno integrisale i nisu iskorišćene sve pozitivne prednosti preuzimanja firmi.

²³⁷Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73 , 201-228.

²³⁸Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A cenury of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? . *Journal of Banking and Finance* 32 , 2148-2177.

²³⁹Mueller, D. C. (1980). The United States, 1962-1972 In: Mueller, D.C. (Ed.), *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparasion. Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge* , 271-298.

²⁴⁰Ravenscraft, D., & Scherer, F. (1987). Life after Takeover. *Journal of Industrial Economics Vol.36* , 101-116

Autori Haley, Palepu, & Ruback²⁴¹ su posmatrali samo najveće akvizicije u periodu od 1979-1984.godine na tržištu SAD-a u petogodišnjem periodu nakon preuzimanja i došli do zaključka da dolazi do značajnog rasta profitabilnosti zbog sinergetskih efekata ostvarenih na tržištu.

Autori Clark & Ofek²⁴² su posmatrali 25 merdžera u periodu od 1981-1988. i došli do zaključka, da dolazi do značajnog pada profitabilnosti u naredne dve godine nakon preuzimanja. Primeri iz prakse pokazuju da su nedovoljno iskorišćeni sinergetski efekti u prvim godinama preuzimanja firmi.

Autor Ghosh²⁴³ je posmatrao sve merdžere i akvizicije u periodu od 1981-1995.godine na uzorku od 315 preuzimanja i došao je do zaključka da je prisutan značajan rast profitabilnosti meren povratom neto novčanog toka na ukupnu aktivu.

Autor Meeks²⁴⁴ u svom empirijskom istraživanju na primeru 161 akvizicije u periodu 1964-1972. na tržištu Velike Britanije ukazuje na pad profitabilnosti u periodu do pet godina nakon preuzimanja u poređenju sa granskim prosekom. Do istog zaključka dolaze i autori Cosh, Huges, & Singh²⁴⁵ analizirajući 109 akvizicije u periodu 1967-1969. na tržištu Velike Britanije. Suprotno ovom istraživanju autori Powell & Stark²⁴⁶ i autori Carline, Linn, & Yadav²⁴⁷ takođe istraživajući tržište Velike Britanije dolaze do zaključka o značajnom rastu profitabilnosti u poređenju sa granskim prosekom.

Autori Kumps & Wtterwulghes²⁴⁸ istražujući tržište Belgije dolazi do rezultata o rastu profitabilnosti analizirajući period od 1962-1974.godine . Do istog zaključka dolaze i autori Cable, Palfrey, & Runge²⁴⁹ analizirajući tržište Nemačke u periodu pet godina nakon preuzimanja. Autor Buhner²⁵⁰ s druge strane takođe analizirajući tržište Nemačke, ali upoređujući indikatore profitabilnosti s onima koji su postojali pre spajanja, a ne sa industrijskim prosekom, da ROA raste u periodu tri godine nakon preuzimanja, dok ROE

²⁴¹Haley, P. M., Palepu, K., & Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers. *Journal of Financial Economics* 31 (2) , 135-175.

²⁴²Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 29 (4) , 541-565

²⁴³Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance* 7 (2) , 151-178.

²⁴⁴Meeks, G. (1977). *Dissapointing Marriage: A study of the Gains from Merger*. Cambridge: Cambridge University Press.

²⁴⁵Cosh, A., Huges, A., & Singh, A. (1980). *The causes and effects of takeovers in UK: an empirical investigation form the late 1960s in: Mueller D.C., eds: The determinants anf effects of mergers: an international comparation*. Cambridge: Cambridge University Press.

²⁴⁶Powell, R., & Stark, A. W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance* 11 (2) , 293-317.

²⁴⁷Carline, N., Linn, S., & Yadav, P. (2002). *The impact of firm-specific and deal-specific factors on the real gains in corporate mergers and acquisitions: an empirical analysis*. Working Paper: University of Oklahoma.

²⁴⁸Kumps, A., & Wtterwulghes, R. (1980). Belgium 1962-1974. In: Mueller D.C. (Ed.) *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*. *Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge, MA* , 67-97.

²⁴⁹Cable, J., Palfrey, J., & Runge, J. (n.d.). Economic determinants and effects of mergers in West Germany 1964-1974. *Zeitschrift fur die gesamte Staatswissenschaft - (JITE)* 136 (2) , 226-248.

²⁵⁰Buhner, R. (1991). The success of mergers in Germany. *International Journal of Ind. Organ.* 9 (4) , 513-

beleži pad u odnosu na onaj pre preuzimanja (zbog nedovoljnog boniteta akcija na finansijskom tržištu).

Autor Peer²⁵¹ istraživajući tržište Holandije dolazi do zaključka o padu profitabilnosti u poređenju sa granskim prosekom. Do istog zaključka dolaze i autori Ryden & Edberg²⁵² istraživajući tržište Švedske, pri čemu oni ističu značajan pad indikatora ROE u poređenju sa granskim prosekom tri godine nakon preuzimanja.

8.1. Analiza finansijskih izveštaja preduzeća kupca na primeru Srbije

U ovom delu istraživanja, nakon pregleda empirijskih studija o uticaju procesa preuzimanja na postakvizicione performanse preduzeća, vršiće se testiranje hipoteze **H3: Poslovno restrukturiranje kroz merđžere i akvizicije doprinosi kreiranju vrednosti za akcionare preduzeća kupca.**

Uzorak istraživanja čine 13 banaka koje su preuzete kroz procese vlasničkog i strateškog preuzimanja. Od ukupno 33 banke, 14 banaka predstavlja ukupan broj banaka koji je preuzet od strane stranih investitora kroz privatizaciju ili akviziciju. Prikaz tih 14 banaka je dat u Tabeli br.60 u ovom poglavlju. Budući da se kod Nacionalne štedionice a.d. Beograd, vodi postupak utvrđivanja validnosti privatizacionog postupka, ista je izuzeta iz analize, pa tako uzorak predstavlja 13 banaka.

Metodologija istraživanja:

Da bi se utvrdilo da li je došlo do značajnije promene performansi izabranih banaka u odnosu na period pre preuzimanja analiziraće se četiri perioda preuzimanja: period dve godine pre preuzimanja (t-2), period godinu dana pre preuzimanja (t-1), period godinu dana nakon preuzimanja (t+1), i period godinu dana posle preuzimanja (t+2).

Obeležja četiri perioda: period t-2; period t-1; period t+1; period t+2; imaju parametrijska svojstva shodno tome analiziraće se parametrijskim postupcima. Koristiće se multivarijantni postupci MANOVA i diskriminativna analiza. Od univarijantnih postupaka primeniće se ANOVA i t-test.

Deskriptivni parametri: srednja vrednost, standardna devijacija (Sd), minimum i maksimum svih vrednosti, koeficijenta varijacije (Cv) intervala poverenja, mere asimetrije Skjunis, mere spoljoštenosti Kurtozis i vrednost testa Kolmogorov-Smirnov će biti prikazani u prilogu doktorske disertacije (Prilog br.4)

Da bi se dokazala hipoteza **H3: Poslovno restrukturiranje kroz merđžere i akvizicije doprinosi kreiranju vrednosti za akcionare preduzeća kupca** testiraće se da li postoji razlika

²⁵¹Peer, H. (1980). The Netherlands, 1962-1973. In Mueller, D.C. (Ed.), The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison. *Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge* , 163-191.

²⁵²Ryden, B., & Edberg, J. O. (1980). Large mergers in Sweden, 1962-1976. In: Mueller, D.C. (Ed.) The determinants and effects of mergers: an interantional comparison. *Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge* , 193-226.

između izabranih pokazatelja profitabilnosti banaka i proseka bankarskog sektora. Za testiranje pokazatelja profitabilnosti korišćeni su sledeći indikatori:²⁵³

$$\text{Stopa prinosa na ukupnu aktivu ROA} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Ukupna aktiva}} \times 100$$

$$\text{Stopa prinosa na ukupan kapital ROE} = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Ukupan kapital}} \times 100$$

$$\text{LEVERIDŽ} = \frac{\text{ROE}}{\text{ROA}}$$

$$\text{NIMA\%} = \frac{\text{Neto prihod od kamate}}{\text{Aktiva}} \times 100$$

$$\text{NPk} = \frac{\text{Neto prihod od kamate}}{\text{Operativni rashodi}} \times 100$$

$$\text{NPkp} = \frac{\text{Neto prihodi od kamata i provizija}}{\text{Operativni rashodi}} \times 100$$

Pri testiranju hipoteza koriste se sledeći pragovi značajnosti:

- Ako je $p < 0,05$ postoji značajna razlika
- Ako je $p > 0,1$ ne postoji značajna razlika
- Ako je $0,05 < p < 0,1$ postoji razlika, ali sa povećanim rizikom

Prikaz pokazatelja profitabilnosti izabranih banaka (13 banaka) i proseka bankarskog sektora po analiziranim periodima preuzimanja biće dat u prilogu doktorske disertacije. (Prilog br.3)

Tabela br.17 Značajnost razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t-2²⁵⁴

analiza	n	F	P
MANOVA	6	1.439	.252
diskriminativna	3	3.188	.044

Na osnovu prezentirane tabele, može se uočiti da dve analize (MANOVA i diskriminativna) se razlikuju po stepenu značajnosti. Kako je $p = .252$ analize MANOVA, dakle iznad praga značajnosti ($p > 0.1$) može se zaključiti da ne postoji statistički značajna razlika između izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti kada su indikatori profitabilnosti u pitanju. Međutim, primenom diskriminativne analize $p = .044$, dakle ispod praga značajnosti ($p < 0.05$) može se zaključiti da postoji statistički značajna razlika između izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti. Diskriminativna analiza predstavlja kompleksniju analizu koja polazi od činjenice da postoji jasno definisana granica između izabranih pokazatelja i prosečnih vrednosti banaka. Ova činjenica ukazuje da verovatno postoje latentna obeležja koja u

²⁵³ Ovi indikatori predstavljaju indikatore profitabilnosti bankarskog sektora Srbije, preuzeti sa stranice www.nbs.rs

²⁵⁴ Izvor: Autor doktorske disertacije

sadejstvu sa ostalim obeležjima (sintetizovano) doprinose diskriminaciji pokazatelja i proseka.

Tabela br.18 Analiza razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t-2²⁵⁵

	F	p	k.dsk
ROE	1.800	.192	.068
ROA	.934	.343	
ROE/ROA	.142	.709	
NIMA	3.859	.061	.356
NPk/OR	.723	.404	.110
NPkp/OR	.637	.433	

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Na osnovu tabelarnog prikaza može se zaključiti da najveći koeficijent diskriminacije u periodu t-2 (dve godine pre preuzimanja) imaju: neto kamatna marža (.356), neto prihodi od kamata (.110), stope prinosa na kapital (.068).

Kako je $0.05 < p < 0.1$ kod neto kamatne marže (.061), može se zaključiti da postoji značajna razlika kod ovog pokazatelja između izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti, ali uz povećani rizik zaključivanja.

Kako je $p > .1$ kod: stopa prinosa na kapital (.192), stopa prinosa na aktivu (.343), leverdž (.709), neto prihodi od kamata (.404), neto prihodi od kamata i provizija (.433), može se zaključiti da ne postoji značajna razlika između izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti u odnosu na ove pokazatelje.

Na osnovu prikazanih koeficijenata diskriminacije, i diskriminativne analize mogu se zapaziti dva latentna obeležja. Latentno obeležje je obeležje po kojem nije utvrđena razlika između izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti u odnosu na pokazatelje profitabilnosti, a diskriminativna analiza isti je uključila u strukturu po kojoj postoji značajna razlika pokazatelja i proseka. Latentno obeležje je: stopa prinosa na kapital (.192), neto prihodi od kamata (.404).

Budući da je $p = .044$, diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između izabranih banaka i proseka banakarske delatnosti u odnosu na pokazatelje profitabilnosti, odnosno moguće je odrediti karakteriske izabranih pokazatelja banaka u odnosu na period t-2.

²⁵⁵ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.19 Karakteristike i homogenost pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t-2²⁵⁶

	Pokazatelji banaka	Prosek delatnosti	dpr %
NIMA	veće* ¹	manje	66.667
NPk/OR	manje	veće	20.599
ROE	manje	veće	12.734
n/m	9/13	13/13	
%	69.23	100.00	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: neto kamatna marža (66.67%), neto prihodi od kamata (20.60%) i stopa prinosa na kapital (12.73%). Dalje se može uočiti da iste karakteristike za pokazatelje profitabilnosti ima 9 od 13 banaka, a homogenost uzorka je 69.2% (veća), to znači da 4 banake imaju druge karakteristike, a ne karakteristike svoje grupe.

Na osnovu poređenja banaka za period t-2, iz date tabele mogu se zapaziti sledeće karakteristike:

- **pokazatelji izabranih banaka** imaju sledeća svojstva: pokazatelji za neto kamatnu maržu *suveći**¹, za neto prihode od kamata su *manji*, za stopa prinosa na kapital *sumanji*.

- **bankarski sektor** ima svojstva da su pokazatelji za neto kamatnu maržu *manji*, za neto prihode od kamata *suveći*, za stopa prinosa na kapital *suveći*.

Banke koje su preuzete kroz postupak privatizacije ili akvizicije od strane stranih investitora su imale sledeće karakteristike: neto kamatnu maržu (NIMA) značajno veću od proseka bankarske delatnosti, NPk/OR (neto prihodi od kamata/operativni rashodi) su bili manji od proseka bankarske delatnosti, a ROE (stopa prinosa na kapital) je takođe bila manja od proseka bankarskog sektora.

Tabela br.20 Značajnost razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t-1²⁵⁷

analiza	N	F	p
MANOVA	6	3.146	.026
diskriminativna	6	2.981	.033

Na osnovu prezentirane tabele može se zaključiti da rezultat oba statistička postupka potvrđuje da su vrednosti $p = .026$ (analize MANOVA) i $p = .033$ (diskriminativne analize) ispod praga značajnosti ($p < 0.05$). To dalje znači da postoji statistički značajna razlika između analiziranih pokazatelja profitabilnosti preuzetih banaka i proseka banakarske delatnosti.

²⁵⁶ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁵⁷ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.21 Analiza razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t-1²⁵⁸

	F	p	k.dsk
ROE	.484	.494	.431
ROA	.275	.605	.579
ROE/ROA	1.311	.264	.543
NIMA	4.623	.042	.882
NPk/OR	.005	.946	.320
NPkp/OR	.022	.883	.252

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Na osnovu tabelarnog prikaza, može se zaključiti da najveći koeficijent diskriminacije u periodu t-1 (godinu dana pre preuzimanja) ima: neto kamatna marža (.882), stopa prinosa na aktivu (.579), leverdž (.543), stopa prinosa na kapital (.431), neto prihodi od kamata (.320), neto prihodi od kamata i provizija (.252).

Kako je $p < 0.05$ kod neto kamatne marže (.042), može se zaključiti da postoji značajna razlika kod ovog pokazatelja između izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti.

Kako je $p > .1$ kod: stopa prinosa na kapital (.494), stopa prinosa na aktivu (.605), leverdž (.264), neto prihodi od kamata (.946), neto prihodi od kamata i provizija (.883).

Na osnovu prikazanih koeficijenata diskriminacije i diskriminativne analize može se zapaziti pet latentnih obeležja. Latentno obeležje je: stopa prinosa na kapital (.494), stopa prinosa na aktivu (.605), leveridž (.264), neto prihodi od kamata (.946), neto prihodi od kamata i provizija (.883).

Budući da je $p = .033$ diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između pokazatelja i proseka banaka, odnosno moguće je odrediti karakteriske svih pokazatelja i proseka u odnosu na period t-1.

²⁵⁸ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.22 Karakteristike i homogenost pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t-1²⁵⁹

	Pokazatelji	Prosek	dpr %
NIMA	veće* ¹	manje	29.332
ROA	manje	veće	19.255
ROE/ROA	manje	veće	18.058
ROE	manje	veće	14.333
NPk/OR	manje	veće	10.642
NPkp/OR	veće	manje	8.380
n/m	11/13	13/13	
%	84.62	100.00	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: neto kamatna marža 29.33%, stopa prinosa na aktivu (19.26%), leveridž (18.06%), stopa prinosa na kapital (14.33%), neto prihodi od kamata (10.64%) i neto prihodi od kamata i provizija (8.38%). Dalje se može uočiti da iste karakteristike za pokazatelje profitabilnosti ima 11 od 13 banaka, a homogenost uzorka je 84.62% (veća). To znači da 2 banake imaju druge karakteristike, a ne karakteristike svoje grupe.

Na osnovu poređenja pokazatelja izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti u periodu t-1 može se zaključiti da:

- **pokazatelji izabranih banaka** imaju sledeća svojstva, za neto kamatna marža je *veće*¹, za stopa prinosa na aktivu je *manje*, za leverdž je *manje*, za stopa prinosa na kapital je *manje*, za neto prihodi od kamata je *manje*, za neto prihodi od kamata i provizija je *veće*.

- **bankarski sektor** imaju sledeća svojstva: za neto kamatna marža je *manje*, za stopa prinosa na aktivu je *veće*, za leverdž je *veće*, za stopa prinosa na kapital je *veće*, za neto prihodi od kamata je *veće*, za neto prihodi od kamata i provizija je *manje*.

Banke koje su preuzete kroz postupak privatizacije ili akvizicije od strane stranih investitora imale su sledeće karakteristike: neto kamatnu maržu (NIMA) značajno veću od proseka bankarske delatnosti, ROA (stopa prinosa na aktivu) je bila manja od proseka, ROE/ROA (leveridž) je bio manji od proseka, ROE (stopa prinosa na kapital) je bila manja od proseka, NPk/OR (neto prihodi od kamate/operativni rashodi) su bili manji od proseka bankarske delatnosti, a NPkp/OR (neto prihodi od kamata i provizija/operativni rashodi) su bili veći od proseka bankarske delatnosti.

²⁵⁹ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.23 Značajnost razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t+1²⁶⁰

Analiza	n	F	P
MANOVA	6	1.235	.332
diskriminativna	3	2.468	.089

Na osnovu prezentirane tabele i vrednosti $p = .332$ (analize MANOVA) može se zaključiti da ne postoji značajna razlika kod pokazatelja profitabilnosti između izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti. Kako je $p = .089$ (diskriminativne analize), može se zaključiti da ne postoji razlika između pokazatelja i proseka banaka, ali kako se vrednost diskriminativne analize nalazi između praga značajnosti od $0.05 < p < 0.1$ postoji jasno definisana granica između pokazatelja i proseka banaka. Ova činjenica ukazuje da verovatno postoje latentna obeležja koja u sadejstvu sa ostalim obeležjima (sintetizovano) doprinose diskriminaciji pokazatelja i proseka.

Tabela br.24 Analiza razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t+1²⁶¹

	F	p	k.dsk
ROE	5.693	.025	.271
ROA	5.538	.027	
ROE/ROA	.857	.364	.097
NIMA	1.534	.227	
NPk/OR	1.125	.299	
NPkp/OR	.641	.431	.004

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Na osnovu tabelarnog prikaza, može se zaključiti da najveći koeficijent diskriminacije u periodu t+1, postoji kod: stope prinosa na kapital (.271), leverdža (.097), neto prihoda od kamata i provizija (.004).

S obzirom da je $p < 0.05$ kod: stopa prinosa na kapital (.025), stopa prinosa na aktivu (.027), može se zaključiti da postoji statistički značajna razlika između pokazatelja profitabilnosti preuzetih banaka i proseka bankarske delatnosti.

S obzirom da je $p > .1$ kod: leverdž (.364), neto kamatna marža (.227), neto prihodi od kamata (.299), neto prihodi od kamata i provizija (.431) može se zaključiti da ne postoji statistički značajna razlika između pokazatelja profitabilnosti banaka i proseka bankarske delatnosti.

²⁶⁰ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁶¹ Izvor: Autor doktorske disertacije.

Na osnovu prikazanih koeficijena diskriminacije i diskriminativne analize mogu se zapaziti dva latentna obeležja. Latentno obeležje je: leverdž (.364), neto prihodi od kamata i provizija (.431).

Budući da je $p = .089$ diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između pokazatelja i proseka banaka, odnosno moguće je odrediti karakteriske svih pokazatelja i proseka u odnosu na period t+1.

Tabela br.25 Karakteristike i homogenost pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t+1²⁶²

	pokazatelji	prosek	dpr %
ROE	manje	veće* ¹	72.849
ROE/ROA	veće	manje	26.075
NPkp/OR	manje	veće	1.075
n/m	8/13	13/13	
%	61.54	100.00	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: stopa prinosa na kapital 72.85%, leveridž (26.08%), neto prihodi od kamata i provizija (1.08%).

Dalje se može uočiti da iste karakteristike za pokazatelje profitabilnosti ima 8 od 13 banaka, a homogenost uzorka je 61.54% (veća). To znači, da 5 banaka imaju druge karakteristike, a ne karakteristike svoje grupe.

Na osnovu poređenja pokazatelja izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti u periodu t+1 može se zaključiti da:

- **pokazatelji** imaju sledeća svojstva, za stopa prinosa na kapital je *manje*, za leverdž je *veće*, za neto prihodi od kamata i provizija je *manje*.

- **prosek** ima svojstva, za stopa prinosa na kapital je *veće*¹*, za leverdž je *manje*, za neto prihodi od kamata i provizija je *veće*.

Banke koje su preuzete kroz postupak privatizacije ili akvizicije od strane stranih investitora su imali sledeće karakteristike: ROE (stopa prinosa na kapita) značajno manju od proseka bankarske delatnosti, ROE/ROA (leveridž) je bio veći od proseka bankarske delatnosti, a NPkp/OR (neto prihodi od kamata i provizija/operativni rashodi) su bili manji od proseka bankarske delatnosti.

²⁶² Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.26 Značajnost razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t+2²⁶³

analiza	n	F	p
MANOVA	6	3.635	.014
diskriminativna	6	3.444	.019

Na osnovu prezentirane tabele može se zaključiti, da rezultat oba statistička postupka potvrđuje da su vrednosti $p = .014$ (analize MANOVA) i $p = .019$ (diskriminativne analize) ispod praga značajnosti ($p < 0.05$). To dalje znači da postoji statistički značajna razlika između analiziranih pokazatelja profitabilnosti preuzetih banaka i proseka banakarske delatnosti.

Tabela 27 Analiza razlike između pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t+2²⁶⁴

	F	P	k.dsk
ROE	5.435	.028	.246
ROA	6.459	.018	.369
ROE/ROA	.071	.793	.060
NIMA	1.128	.299	.013
NPk/OR	3.616	.069	.057
NPkp/OR	2.989	.097	.027

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Na osnovu tabelarnog prikaza može se zaključiti, da najveći koeficijent diskriminacije u periodu t+2, postoji kod: stopa prinosa na aktivu (.369), stopa prinosa na kapital (.246), leverdža (.060), neto prihoda od kamata (.057), neto prihoda od kamata i provizija (.027), neto kamatne marže (.013).

S obzirom da je $p < 0.1$ kod: stopa prinosa na kapital (.028), stopa prinosa na aktivu (.018), neto prihodi od kamata (.069) i neto prihodi od kamata i provizija (.097). može se zaključiti da postoji statistički značajna razlika između pokazatelja profitabilnosti preuzetih banaka i proseka bankarske delatnosti.

S obzirom da je $p > 0.1$ kod: leverdž (.793), neto kamatna marža (.299) može se zaključiti da ne postoji statistički značajna razlika između pokazatelja profitabilnosti banaka i proseka bankarske delatnosti.

Na osnovu prikazanih koeficijenata diskriminacije i diskriminativne analize mogu se zapaziti dva latentna obeležja. Latentno obeležje je: Latentno obeležje je: leverdž (.793), neto kamatna marža (.299).

²⁶³ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁶⁴ Izvor: Autor doktorske disertacije

Budući da je $p = .019$ diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između pokazatelja i proseka banaka, odnosno moguće je odrediti karakteriske svake pokazatelja i proseka u odnosu na u periodu t+2.

Tabela br.28 Karakteristike i homogenost pokazatelja i proseka banaka u odnosu na period t+2²⁶⁵

	Pokazatelji	Prosek	dpr %
ROA	manje	veće* ¹	47.798
ROE	manje	veće* ¹	31.865
ROE/ROA	veće	manje	7.772
NPk/OR	manje	veće* ¹	7.383
NPkp/OR	manje	veće	3.497
NIMA	manje	veće	1.684
n/m	11/13	13/13	
%	84.62	100.00	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: stopa prinosa na aktivu 47.80%, stopa prinosa na kapital (31.87%), leverdž (7.77%), neto prihodi od kamata (7.38%), neto prihodi od kamata i provizija (3.50%), neto kamatna marža (1.68%).

Dalje se može uočiti, da iste karakteristike za pokazatelje profitabilnosti ima 11 od 13 banaka, a homogenost uzorka je 84.62%. To znači, da 2 banke imaju druge karakteristike, a ne karakteristike svoje grupe.

Na osnovu poređenja pokazatelja izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti u periodu t+2 može se zaključiti da:

- **pokazatelji** imaju sledeća svojstva: za stopa prinosa na aktivu je *manje*, za stopa prinosa na kapital je *manje*, za leverdž je *veće*, za neto prihodi od kamata je *manje*, za neto prihodi od kamata i provizija je *manje*, za neto kamatna marža je *manje*.

- **prosečne vrednosti** imaju sledeća svojstva: za stopa prinosa na aktivu je *veće*¹*, za stopa prinosa na kapital je *veće*¹*, za leverdž je *manje*, za neto prihodi od kamata je *veće*¹*, za neto prihodi od kamata i provizija je *veće*, za neto kamatna marža je *veće*.

Banke koje su preuzete kroz postupak privatizacije ili akvizicije od strane stranih investitora su imale sledeće karakteristike: ROA (stopa prinosa na aktivu) je bila značajno manja od proseka, ROE (stopa prinosa na kapital) je bila značajno manja od proseka, ROE/ROA (leveridž) je bio veći od proseka, NPk/OR (neto prihodi od kamate/operativni rashodi) su bili manji od proseka bankarske delatnosti, a NPkp/OR (neto prihodi od kamata i

²⁶⁵ Izvor: Autor doktorske disertacije

provizija/operativni rashodi su bili manji od proseka bankarske delatnosti, a neto kamatnu maržu (NIMA) je bila manja od proseka bankarske delatnosti.

Tabela br.29 Doprinos celine (prostora) karakteristikama²⁶⁶

	Doprinos %	Kod	Između
4	32.395	Period t+2	banaka i proseka
2	30.129	Period t-1	banaka i proseka
1	19.934	Period t-2	banaka i proseka
3	17.542	Period t+1	banaka i proseka

Doprinos celine (prostora) karakteristikama i doprinos obeležja karakteristikama unutar celine su veličine koje jasno određuju hierarhiju između celina i redosled važnosti obeležja. Na osnovu tabelarnog prikaza može se zaključiti, da najveći doprinos u kreiranju razlike ima period t+2, odnosno razlika u pokazateljima profitabilnosti dve godine nakon preuzimanja (doprinos 32.395%), zatim sledi: doprinos perioda t-1 je 30.129%, doprinos perioda t-2 je 19.934%, a doprinos perioda t+1 je 17.542%.

Na osnovu prezentiranih podataka u tabelama može se zaključiti, da u periodu pre preuzimanja (dve godine i godinu dana pre preuzimanja) banke su imale značajno veću neto kamatnu maržu od proseka, nižu ROA i ROE u poređenju sa prosekom i nisku zaduženost (ROE/ROA). To dalje upućuje na zaključak da su takve banke bile atraktivne stranim investitorima, jer su imale velik broj klijenata na osnovu kojih su ostvarivale visoke neto kamatne marže, iako ukupna profitabilnost banaka nije bila na visokom nivou. Budući da u tom periodu (videti lekciju br.4 ovog poglavlja) je došlo do velikog broja postupaka likvidacije i stečaja banaka koje su poslovale na tržištu Srbije, svakako stranim investitorima su bile atraktivne one banke kod kojih nisu iskorišćeni svi kapaciteti za ostvarivanje dobiti i povećanje profitabilnosti banaka.

U periodu nakon preuzimanja dolazi do pada neto kamatne marže ispod proseka, značajnog smanjenjapokazatelja ROE i ROA, značajnog smanjenja neto prihoda od kamate, ali i do povećanja zaduženosti (ROE/ROA) banaka iznad proseka. Budući da nakon 2001.godine, kada je počeo drugi “talas” tranzicionih reformi u Republici Srbiji, dolazi do ukidanja politike “mekog” budžetskog kreditiranja, tada dolazi i do značajnog smanjenja neto prihoda od kamate i neto kamatne marže. Rast zaduženosti dolazi kao posledica upravo politike “mekog” budžetskog kreditiranja i velikog broja otpisa nenaplativih potraživanja zbog nemogućnosti dužnika (to su najčešće bila ona preduzeća koja posluju sa gubitkom i nalaze se u pred stečajnim postupkom, ali kod kojih postoji visoki strateški interes države) da izmire svoje dospеле obaveze.

Na osnovu rezultata istraživanja poređenjem perioda pre preuzimanja (dve godine pre i godinu dana pre preuzimanja) i perioda posle preuzimanja (godinu dana posle i dve godine posle preuzimanja), budući da je nakon preuzimanja došlo do pogoršanja finansijskih performansi, odnosno većine indikatora profitabilnosti, odbacuje se hipoteza **H3: Poslovno**

²⁶⁶ Izvor: Autor doktorske disertacije

restrukturiranje kroz merdzere i akvizicije doprinosi krieranju vrednosti za akcionare preduzeća kupca.

Međutim, ovakav zaključak, odnosno odbacivanje hipoteze treba tumačiti uz ograničenje da su u pitanju kratkoročne postakvizicione performanse banaka koje su preuzete od strane investitora. Kao što je prikazano u (lekcija br.4 ovog poglavlja) u dugom periodu dolazi do rasta tržišnog učešća gotovo svih preuzetih banaka, odnosno samo kod dve banke je došlo do pada tržišnog učešća nakon preuzimanja, tako da u dugom periodu dolazi do poboljšanja postakvizicionih performansi banaka nakon preuzimanja.

9. Merila performansi poslovnog restrukturiranja

(1) Računovodstvena merila performansi

U uslovima realizacije strategije eksternog rasta preduzeća i njene opravdanostidolazi do povećanja performansi preduzeća. Performanse preduzeća bi trebale da su u direktnoj vezi sa postavljenim ciljevima preduzeća. Merenje performansi se koristi kao indikator za ocenu uspešnosti preduzeća u ostvarivanju definisanih ciljeva i faktora uspeha preduzeća.

Među najčešće korišćena merila performansi izdvajaju se:

EPS (earnings per share) kao neto dobit po akciji. EPS se dobija kada se ostvarena neto dobit podeli sa brojem emitovanih akcija i označava prinos koji pripada vlasnicima akcionarskog kapitala, nakon podmirenja obaveza prema poveriocima.

EBIT (earnings before interest and taxes) kao dobit pre odbitka kamata i poreza. EBIT predstavlja dobit kao razliku između prihoda od prodaje i ukupnih rashoda iz poslovne aktivnosti (varjabilnih i fiksnih), ali pre pokriva finansijskih rashoda i obaveznih izdavanja prema državi, kroz poreze.

EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) kao dobit pre odbitka kamata, poreza, depresijacije i amortizacije. Zapravo EBITDA predstavlja EBIT uvećan za iznos amortizacije. Amortizacija se u poreskom zakonodavstvu tretira kao poreska olakšica jer umanjuje dobit za oporezivanje. Tako da primena degresivne metode amortizacije još više utiče na povećanje ove olakšice u prvim godina otpisa osnovnih sredstava. Upravo iz ovoga razloga amortizacija predstavlja besplatni izvor finansiranja preduzeća sve do momenta potpunog otpisa starog osnovnog sredstva i kupovine novog osnovnog sredstva.

Dva najčešće korišćena merila profitabilnosti u praksi su:

- (1) Stopa prinosa na ukupnu imovinu (ROA – *return on assets*)
- (2) Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE – *return on equity*)

Stopa prinosa na sopstveni kapital (ROE return on equity) predstavlja odnos neto dobiti i sopstvenog kapitala. ROE meri profitabilnost vlastitog kapitala, pri čemu su isključene sve obaveze i dugovanja preduzeća.

ROA (return on assets) predstavlja stopu prinosa na ukupna sredstva, i izračunava se kao odnos neto dobiti i ukupne aktive. Ova stopa profitabilnosti meri efikasnost posloводства u stvaranju profita na osnovu postojeće imovine.

Stepen međuzavisnosti između ove dve stope proizilazi iz sledeće formule:²⁶⁷

$$ROE = \text{Stepen zaduženosti} \times ROA \times \text{Teret duga}$$

Na osnovu napred navedenog može se izvesti zaključak da nivo stope prinosa na vlasnički kapital zavisi od nivoa stope prinosa na ukupnu imovinu. Odnosno ako je:

- (1) $ROE > ROA \rightarrow$ stepen zaduženosti x teret duga > 1
- (2) $ROE = ROA \rightarrow$ stepen zaduženosti x teret duga = 1
- (3) $ROE < ROA \rightarrow$ stepen zaduženosti x teret duga < 1

Ovaj oblik razlaganja ROE prvenstveno služi za sagledavanje kakve efekte finansijskog leveridža ostvaruje preduzeće.²⁶⁸

- 1) $ROE > ROA \rightarrow$ *pozitivan efekat finansijskog leveridža* – dugovi su pozitivno uticali na profitabilnost vlasničkog kapitala i povećali su je iznad profitabilnosti imovine
- 2) $ROE = ROA \rightarrow$ *negativan efekat finansijskog leveridža* – dugovi su toliko visoki da su oborili profitabilnost vlasničkog kapitala ispod profitabilnosti ukupne imovine
- 3) $ROE < ROA \rightarrow$ *granica zaduživanja preduzeća*

Slabost računovodstvenih merila performansi proizilazi iz činjenice, da su ona podložna uticaju različitih računovodstvenih politika. To je naročito karakteristično kod osnovnih sredstava gde se mogu primenjivati različite metode otpisa osnovnih sredstava, zatim primena različitih metoda obračuna zaliha, otpisa sitnog inventara, a to sve utiče na pojavu latentnih rezervi i skrivenih gubitaka u preduzeću, i na iskazivanje drugačijeg finansijskog rezultata u odnosu na stvarni rezultat.

²⁶⁷ Institut za pravo i finansije www.ipf.rs, preuzeto 17.10.2014.godine

²⁶⁸ Institut za pravo i finansije www.ipf.rs, preuzeto 17.10.2014.godine

(2) Tržišna merila performansi

Koncept MVA (market value added) je razvila konsultantska kuća Stern Stewart & Co.²⁶⁹ Koncept MVA predstavlja razliku između tržišne vrednosti preduzeća i iznosa investiranog kapitala u preduzeće.

$$\text{MVA} = \text{Tržišna vrednost kapitala (akcija i dugova)} - \text{Investirani kapital}^{270}$$

Tržišna vrednost preduzeća obuhvata tržišnu vrednost akcijskog kapitala i kredita u preduzeću. Investirani kapital predstavlja zbir kapitala koji je obezbeđen od strane investitora i kreditora preduzeća. Tržišna vrednost može biti pozitivna i negativna. Ukoliko je MVA pozitivna, to znači da je tržišna vrednost kapitala veća od iznosa investiranog kapitala i da preduzeće stvara vrednost. S druge strane, ukoliko je MVA negativna, to znači da investirani kapital odbacuje stopu prinosa nižu od cene kapitala, što utiče na umanjene vrednosti kapitala.

(3) Hibridna merila performansi²⁷¹

(4) Finansijska merila performansi

Koncept EVA (economic value added) razvila je konsultantska kuća Stern Stewart & Co i ovaj koncept predstavlja dodatnu ekonomsku vrednost.

$$\text{EVA} = \text{Neto poslovni profit (posle oporezivanja)} - \text{Troškovi kapitala}^{272}$$

Dodata vrednost za akcionare EVA predstavlja iznos zarada koji pripada akcionarima preduzeća nakon pokrivanja troška kapitala. Odnosno, koncept EVA nastaje ukoliko preduzeće ostvari stopu prinosa na ukupni uloženi kapital veću od cene kapitala koja predstavlja minimalnu zahtevanu stopu prinosa. Ono što ističe u prvi plan upotrebu koncepta EVA jeste činjenica, da ni sopstveni kapital nije besplatan, tako da u ukupne troškove kapitala treba uključiti i oportunitetne troškove upotrebe sopstvenog kapitala. Samo u slučajevima ako ukupni kapital odbaci stopu prinosa veću od ukupnog troška kapitala, tada se ostvaruje dodatna vrednost za akcionare.

Koncept EVA je u uskoj povezanosti sa procenom neto sadašnje vrednosti i diskontovanog novčanog toka. „Ekonomski dodata vrednost predstavlja jednostavno proširenje pravila neto sadašnje vrednosti. Neto sadašnja vrednost projekta predstavlja sadašnju vrednost ekonomske dodate vrednosti tog projekta tokom njegovog veka trajanja.“²⁷³ Neto sadašnja vrednost predstavlja diskontnu metodu putem koje se svode budući očekivani novčani tokovi na

²⁶⁹Pettit, J. (2000), *EVA & Strategy*, Evaluation Stern Stewart & Co Research, New York.

²⁷⁰Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej, str.198

²⁷¹ O hibridnim merilima je bilo reči u okviru pomoćnih metoda procene vrednosti preduzeća

²⁷²Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej

²⁷³Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice*, 2nd. John Wiley&Son, Inc.str.81

sadašnju vrednost i oduzimaju neophodna ulaganja na početku investicionog projekta. Dakle, neto sadašnja vrednost predstavlja pokazatelj viška vrednosti, kao što i koncept EVA predstavlja višak vrednosti zarade nakon podmirjenja ukupnih troškova kapitala.

Koncept SVA (shareholder value added) je razvio Alfer Rappaport profesor Northwestern Univerziteta iz Ilinoisa, koji predstavlja dodatnu vrednost za akcionare. Ovaj koncept polazi od glavnog cilja korporativnog preduzeća, a to je maksimiziranje vrednosti za akcionare. Osnovu ovog koncepta čine varijable koje utiču na ostvarivanje maksimalne vrednosti akcionara.

Koncept SVA predstavlja meru promene vrednosti za akcionare u određenom vremenu. Ovaj koncept prikazuje kako se menja dodata vrednost za akcionare u toku određenog vremenskog perioda, najčešće je to godinu dana. Na osnovu ovoga se može zaključiti, koncept SVA upoređuje vrednost koju su akcionari ostvarili na kraju i na početku godine. To dalje ukazuje, ukoliko je vrednost na kraju godine veća od vrednosti na početku godine koncept SVA je pozitivan.

9.1. Faktori neuspeha poslovnog restrukturiranja preduzeća

Jedan od najčešće prisutnih razloga neuspeha poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta preduzeća, jeste preplaćivanje transakcije preuzimanja preduzeća. Preplaćivanje transakcije preuzimanja se najčešće vezuje za već objašnjeni motiv preuzimanja, odnosno "menadžerski ego" ili "prokletstvo pobednika," gde menadžeri zbog stvaranja ličnog bogatstva često preplaćuju transakciju. Veličina povrata je u negativnoj korelaciji sa veličinom preduzeća kupca koji se prepisuju "hubris hipotezi," gde menadžeri velikih preduzeća češće preplaćuju transakciju.²⁷⁴ Hubris hipoteza predstavlja hipotezu Richarda Roll-a iz 1986. godine koji je dokazao da preduzeće kupac uporno precenjuje iznos sinergije koja bi mogli da se ostvari spajanjem, a sa druge strane podcenjuje vreme koje im je potrebno za ostvarivanje te sinergije.²⁷⁵

Međutim, suprotno je stanovište ako analiziramo veličinu ciljnog preduzeća, gde se ističe da je manja verovatnoća pretplate veće ciljne kompanije.²⁷⁶ Jedni teoretičari uzroke preplaćivanja transakcije pripisuju nedovoljno sprovedenim aktivnostima planiranja i ističu da ako M&A nisu strateški planirani tada češće uništavaju nego što stvaraju vrednost.²⁷⁷

Ako se pogledaju drugi motivi koji pokreću M&A, kao što je istaknuto u prethodnom poglavlju:

²⁷⁴Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics* 73 , 201-228.

²⁷⁵Richard, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business* 59 , 97-216.

²⁷⁶Alexadridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Journal of Corporate Finance* 20 , 1-13.

²⁷⁷Grundey, T. (1996.). Strategy, acquisitions and value. *European menagment Journal* Vo.14, No.2 .

- (1) Ako je motiv sinergija kao zbir procenjene vrednosti ciljnog preduzeća „takvog kakvo je” i vrednosti sinergije predstavlja maksimalan iznos koji treba da plati preduzeće kupac.
- (2) Ako je motiv vrednost kontrole kao zbir procenjene vrednosti ciljnog preduzeća „takvog kakvo je” i vrednosti kontrole predstavlja maksimalan iznos koji treba da plati preduzeće kupac
- (3) Ako je motiv jeftina kupovina (potcenjenost preduzeća) onda procenjena vrednost ciljnog preduzeća „takvog kakvo je” predstavlja maksimalni iznos koji treba da plati preduzeće kupac

Kada su razlozi neuspeha u pitanju, u literaturi se takođe napominje da ponuđači u nepovezanim transakcijama češće preplaćuju transakciju. Veća je verovatnoća da će se desiti pretplata ukoliko ima više ponuđača. U zanosu nadmetanja često ponuđač koji želi po svaku cenu da pobedi vrši pretplatu transakcije.²⁷⁸ Preduzeća sa niskim racionom zaduženosti ugovaraju veće premije pa češće preplaćuju transakciju. To je u skladu sa navodima da ponuđač koji ima najmanji udeo tuđeg kapitala, odnosno najniži finansijski leveridž u poređenju sa granskim prosekom ima najveću šansu da pobedi u nadmetanju.²⁷⁹

, 1996

U literaturi postoji visok nivo saglasnosti da su apsolutni pobednici u aktivnostima preuzimanja akcionari ciljnog preduzeća. Međutim, ne postoji opšti nivo saglasnosti da i akcionari preduzeća kupca ostvaruju pozitivne ili negativne prinose nakon spajanja dva preduzeća. Najčešće pominjan razlog za ostvarivanje negativnih prinosa akcionara preduzeća kupca jeste neodgovarajuća procena ciljnog preduzeća i preplaćivanje transakcija.

9.2. Merila performansi interesnih grupa na primeru Srbije

Nakon sprovedenog istraživanja, o karakteristikama ciljnih preduzeća iz oblasti prehrambene industrije i banaka koja su bile „mete” preuzimanja kroz privatizaciju ili akviziciju, i poređenja pokazatelja profitabilnosti banaka nakon sprovedenog preuzimanja, u ovom delu istraživanja vršiće se analiza uticaja procesa preuzimanja na interesne grupe preduzeća. Analiza uticaja procesa preuzimanja na interesne grupe je sprovedena putem anketnog upitnika.

Uzorak istraživanja čine 101 ispitanik iz tri oblasti koje su na tržištu Srbije bile zahvaćene najvećim talasom preuzimanja; jedno preduzeće iz oblasti prehrambene industrije (34 ispitanik), jedna finansijska institucija (31 ispitanik) i jedno trgovinsko preduzeće (34 ispitanik). (Anketa u prilogu br.5)

Putem anketnog upitnika se vršila analiza promena kod interesnih grupa preduzeća nakon promene vlasništva, odnosno nakon sprovedenog procesa preuzimanja. Celokupno

²⁷⁸Flanagan, D. J., & O'Shaughnessy, K. C. (2003). Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research* Vol.56 , 573-585.

²⁷⁹Morellec, E., & Zhdanov, A. (2008.). Financing and takeovers. *Journal of Financial Economics* doi:10.1016/j.jfineco.2007.01.006.

istraživanje sprovedeno je u 6 tematskih celina. Analizirana je razlika između delatnosti (trgovinsko preduzeće, finansijska institucija i proizvodno preduzeće) u odnosu na analizu opštih podataka (C_1), analizu uslova rada i obima posla (C_2), analizu strukture interesnih grupa (C_3), analizu ispitanika zarade zaposlenih (C_4), analizu ispitanika profesionalnog razvoja zaposlenih (C_5) i analizu ispitanika satisfakcije zaposlenih (C_6).

Metodologija istraživanja:

Budući da analizirana obeležja imaju neparametrijska svojstva shodno tome analiziraće se neparametrijskim postupcima po učestalosti modliteta. Koristiće se multivarijantni postupci MANOVA i diskriminativna analiza. Od univarijantnih postupaka primeniće se Roy-ev test. Da bi se izbeglo gubljenje informacija, pronalaženjem najsuptilnijih veza i saznanja, na neparametrijskim veličinama, izvršeno je skaliranje podataka na tabelama kontingencije. Ovim postupkom se, na osnovu učestalosti, svakoj klasi pridružuje realan broj. Činjenica da je na skaliranim vrednostima moguća primena postupaka vezanih za skalu razmere, ukazuje da na ovaj način dolazi do novih saznanja u istraživačkom radu, do kojih se ne bi došlo primenom postupaka i metoda vezanih za neparametrijske skale. Skaliranje podataka ne isključuje primenu neparametrijskih testova. Na osnovu izloženog može se uočiti da je na skaliranim podacima moguća primena multivarijantne analize varijanse (MANOVA), diskriminativne analize i drugih parametrijskih postupaka i metoda. Od univarijantnih postupaka primeniće se Roy-ev test, Pirsonov koeficijent kontingencije (χ), koeficijent multiple korelacije (R).

Izračunavanjem koeficijenta diskriminacije izdvajaju se obeležja koja određuju specifičnost subuzoraka i obeležja koje je potrebno isključiti iz dalje obrade, odnosno vrši se redukcija posmatranog prostora. Svrha primene matematičko-statističke analize ima za cilj da se odrede karakteristike svakog subuzorka, kao i homogenost, da bi se mogla izvesti pouzdano i precizno predviđanje i prognoza sa određenom pouzdanošću (Brojčana i procentualna zastupljenost odgovora u prilogu br.6)

Analiza opštih podataka (Celina 1)

Tabela br. 30 Značajnost razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu opštih podataka²⁸⁰

Analiza	N	F	P
MANOVA	5	8.662	.000
diskriminativna	5	8.997	.000

Na osnovu vrednosti $p = .000$ (analize MANOVA) i $p = .000$ (diskriminativne analize), koje se nalaze ispod praga značajnosti $p < 0.05$ može se zaključiti da postoji razlika i jasno definisana granica između ispitanika u odnosu na delatnost.

²⁸⁰ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br. 31 Analiza razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu opštih podataka²⁸¹

	χ	R	F	P	k.dsk
Starost	.248	.224	2.591	.080	.101
Pol	.326	.345	6.609	.002	.128
Bračni status	.096	.076	.281	.756	.035
Stručna sprema	.462	.472	14.075	.000	.314
Zanimanje	.510	.556	21.896	.000	.437

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije, χ - Pirsonov koeficijent kontigencije

Koeficijent diskriminacije upućuje da je najveći doprinos diskriminaciji između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu opštih podataka, odnosno da je razlika najveća, kod: zanimanje (.437), stručna sprema (.314), pol (.128), starost (.101), bračni status (.035). Latentno obeležje je: bračni status (.756).

Na osnovu prezentirane tabele može se uočiti da je $p < 0.1$ kod: starost (.080), pol (.002), stručna sprema (.000) i zanimanje (.000), što znači da postoji razlika između ispitanika u odnosu na analizirane podatke. Kako je $p > .1$ kod: bračni status (.756) znači da ne postoji razlika između ispitanika kod ove tri delatnosti.

Budući da je $p = .000$, diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između delatnosti ispitanika, odnosno moguće je odrediti karakteristike svake delatnosti u odnosu na analizu opštih podataka.

Tabela br. 32 Karakteristike i homogenost delatnosti ispitanika u odnosu na analizu opštih podataka²⁸²

	Trgovinsko preduzeće	Finansijska institucija	Proizvodno preduzeće	dpr %
Zanimanje	sa strankama"	sa strankama*, una terenu* službi*		43.054
Stručna sprema	srednja škola*	visoka škola*	viša škola*, srednja škola"	30.936
Pol	ženski"	ženski*	muški*	12.611
Starost	51-60*	-	51-60"	9.951
Bračni status	-	-	-	3.448
n/m	23/36	25/31	20/34	
%	63.89	80.65	58.82	

²⁸¹ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁸² Izvor: Autor doktorske disertacije

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama, *prag značajnosti $p < 0.05$, "prag značajnosti $0.05 < p < 0.1$

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: zanimanje 43.05%, stručna sprema (30.94%) i pol (12.61%). Homogenost trgovinskog preduzeća je 63.89%, finansijske institucije je 80.65% i proizvodnog preduzeća je 58.82%.

Na osnovu analize opštih podataka ispitanika može se reći da:

- **trgovinsko preduzeće** ima sledeća svojstva, za zanimanje je *sa strankama*", za stručna sprema je *srednja škola**, za pol je *ženski*", za starost je *51-60**, za bračni status je -.

- **finansijska institucija** ima svojstva, za zanimanje je *sa strankama**, u službi*, za stručna sprema je *visoka škola**, za pol je *ženski**, za starost je -, za bračni status je -.

- **proizvodno preduzeće** ima svojstva, za zanimanje je *na terenu**, za stručna sprema je *viša škola**, *srednja škola*", za pol je *muški**, za starost je *51-60*", za bračni status je -.

Analiza uslova rada i obima posla (Celina 2)

Tabela br. 33 Značajnost razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu uslova rada i obima posla²⁸³

Analiza	n	F	P
MANOVA	4	7.599	.000
diskriminativna	4	7.554	.000

Na osnovu vrednosti $p = .000$ (analize MANOVA) i $p = .000$ (diskriminativne analize), koje se nalaze ispod praga značajnosti $p < 0.05$ može se zaključiti da postoji razlika i jasno definisana granica između ispitanika u odnosu na delatnost.

Tabela br. 34 Analiza razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu uslova rada i obima posla²⁸⁴

	χ	R	F	P	k.dsk
Uslovi rada	.414	.449	12.370	.000	.216
Obim posla	.269	.278	4.105	.019	.116
Pozicija	.355	.361	7.365	.001	.051
Međuljudski odnosi	.429	.424	10.741	.000	.191

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

²⁸³ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁸⁴ Izvor: Autor doktorske disertacije

Koeficijent diskriminacije upućuje da je najveći doprinos diskriminaciji između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu uslova rada i obima posla, odnosno da je razlika najveća, kod: uslovi rada (.216), međuljudski odnosi (.191), obim posla (.116), pozicija (.051)..

Na osnovu prezentirane tabele može se uočiti da je $p < 0.1$ kod: uslovi rada (.000), obim posla (.019), pozicija (.001) i međuljudski odnosi (.000), što znači da postoji razlika između ispitanika u odnosu na analizirane podatke.

Budući da je $p = .000$, diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između delatnosti ispitanika, odnosno moguće je odrediti karakteriske svake delatnosti u odnosu na analizu uslova rada i obima posla.

Tabela br. 35 Karakteristike i homogenost delatnosti ispitanika u odnosu na analizu uslova rada i obima posla²⁸⁵

	Trgovinsko preduzeće	Finansijska institucija	Proizvodno preduzeće	dpr %
Uslovi rada	isti*	lošiji*	isti", lošiji"	37.631
Međuljudski odnosi	bolji *	lošiji*, bolji "	isti*	33.275
Obim posla	veći"	veći*	manji*	20.209
Pozicija	nova", bolja"	nova*, bolja*	ista*	8.885
n/m	32/36	22/31	29/34	
%	88.89	70.97	85.29	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: uslovi rada (37.63%), međuljudski odnosi (33.28%) i obim posla (20.21%). Homogenost kod trgovinskog preduzeća iznosi 88.89%, finansijske institucije je 70.97% i kod proizvodnog preduzeća je 85.29%.

Na osnovu analize ispitanika uslova rada i obima posla može se reći da:

- **trgovinsko preduzeće** ima sledeća svojstva, za uslovi rada je *isti**, za međuljudski odnosi je *bolji **, za obim posla je *veći"*, za pozicija je *nova", bolja"*.
- **finansijska institucija** ima svojstva, za uslovi rada je *lošiji**, za međuljudski odnosi je *lošiji*, bolji "*, za obim posla je *veći**, za pozicija je *nova*, bolja**.
- **proizvodno preduzeće** ima svojstva, za uslovi rada je *isti", lošiji"*, za međuljudski odnosi je *isti**, za obim posla je *manji**, za pozicija je *ista**.

²⁸⁵ Izvor: Autor doktorske disertacije

Struktura interesnih grupa (Celina 3)

Tabela br. 36 Značajnost razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu strukture interesnih grupa²⁸⁶

analiza	N	F	p
MANOVA	2	52.130	.000
diskriminativna	2	77.718	.000

Na osnovu vrednosti $p = .000$ (analize MANOVA) i $p = .000$ (diskriminativne analize), koje se nalaze ispod praga značajnosti $p < 0.05$ može se zaključiti da postoji razlika i jasno definisana granica između ispitanika u odnosu na delatnost.

Tabela br. 37 Značajnost razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu strukture interesnih grupa²⁸⁷

	χ	R	F	p	k.dsk
Promena rukovodeće strukture	.389	.421	10.671	.000	.048
Broj zaposlenih	.676	.874	159.620	.000	3.089

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Koeficijent diskriminacije upućuje da je najveći doprinos diskriminaciji između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu strukture interesnih grupa, odnosno da je razlika najveća, kod: broj zaposlenih (3.089), rukovodeća struktura (.048).

Na osnovu prezentirane tabele može se uočiti da je $p < 0.1$ kod: rukovodeća struktura (.000) i broj zaposlenih (.000) što znači da postoji razlika između ispitanika u odnosu na analizirane podatke.

Budući da je $p = .000$, diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između delatnosti ispitanika, odnosno moguće je odrediti karakteriske svake delatnosti u odnosu na analizu strukture interesnih grupa.

²⁸⁶ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁸⁷ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.38 Karakteristike i homogenost delatnosti ispitanika u odnosu na analizu strukture interesnih grupa²⁸⁸

	Trgovinsko preduzeće	Finansijska institucija	Proizvodno preduzeće	dpr %
Broj zaposlenih	isti*, manji"	veći *	manji*, isti"	98.470
Promena rukovodeće strukture	potpuno*, bez promene"	delimično *	Bez promene*, potpuno "	1.530
n/m	32/36	30/31	33/34	
%	88.89	96.77	97.06	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele, i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju redom: broj zaposlenih (98.47%), rukovodeća struktura (1.53%) i delatnosti (.00%). Homogenost za trgovinsko preduzeće je 88.89%, za finansijsku instituciju je 96.77% i za proizvodno preduzeće je 97.06%.

Na osnovu analize ispitanika strukture interesnih grupa može se reći da:

- **trgovinsko preduzeće** ima sledeća svojstva, za broj zaposlenih je *isti**, *manji"*, za rukovodeća struktura je *potpuno **, *bez promene"*.
- **finansijska institucija** ima svojstva, za broj zaposlenih je *veći*, * za rukovodeća struktura je *delimično **.
- **proizvodno preduzeće** ima svojstva, za broj zaposlenih je *manji**, *isti"*, za rukovodeća struktura je *bez promene**, *potpuno "*.

Zarada (Celina 4)

Tabela br. 39 Značajnost razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu zarade zaposlenih²⁸⁹

analiza	n	F	p
MANOVA	2	16.450	.000
diskriminativna	2	17.146	.000

Na osnovu vrednosti $p = .000$ (analize MANOVA) i $p = .000$ (diskriminativne analize), koje se nalaze ispod praga značajnosti $p < 0.05$ može se zaključiti da postoji razlika i jasno definisana granica između ispitanika u odnosu na delatnost

²⁸⁸ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁸⁹ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br. 40 Analiza razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu zarade zaposlenih²⁹⁰

	χ	R	F	p	k.dsk
Zarada	.311	.325	5.863	.004	.121
Bonusi i kompenzacije	.551	.613	29.726	.000	.566

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Koeficijent diskriminacije upućuje da je najveći doprinos diskriminaciji između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu zarade zaposlenih, odnosno da je razlika najveća, kod: bonusi i kompenzacije (.566), zarada (.121).

Na osnovu prezentirane tabele može se uočiti da je $p < 0.1$ kod: zarada (.004) i bonusi i kompenzacije (.000). To znači, da postoji razlika između ispitanika u odnosu na analizirane podatke.

Činjenica je da je $p = .000$ diskriminativne analize, što znači da postoji jasno definisana granica između delatnosti ispitanika, odnosno moguće je odrediti karakteriske svake delatnosti u odnosu na analizu zarade zaposlenih.

Tabela br. 41 Karakteristike i homogenost delatnosti ispitanika u odnosu na analizu zarade zaposlenih²⁹¹

	Trgovinsko preduzeće	Finansijska institucija	Proizvodno preduzeće	dpr %
Bonusi i kompenzacije	ne*	postojali su *	da*, postojali su "	82.387
Zarada	veća"	veća*	manja*	17.613
n/m	25/36	25/31	19/34	
%	69.44	80.65	55.88	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: bonusi i kompenzacije (82.39%), zarada (17.61%) i delatnosti (.00%). Homogenost za trgovinsko preduzeće je 69.44%, za finansijsku instituciju je 80.65% i proizvodno preduzeće je 55.88%.

Svojstvo svakog subuzorka delatnosti najviše definiše Na osnovu analize ispitanika zaposlenih može se reći da su:

²⁹⁰ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁹¹ Autor doktorske disertacije

- **trgovinsko preduzeće** ima sledeća svojstva, za bonusi i kompenzacije je *ne**, za zarada je *veća*".

- **finansijska institucija** ima svojstva, za bonusi i kompenzacije je *postojali su **, za zarada je *veća**.

- **proizvodno preduzeće** ima svojstva, za bonusi i kompenzacije je *da**, *postojali su "*, za zarada je *manja**.

Profesionalni razvoj (Celina 5)

Tabela br. 42 Značajnost razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu profesionalnog razvoja zaposlenih²⁹²

analiza	N	F	p
MANOVA	3	1.550	.164
diskriminativna	2	1.730	.145

Na osnovu vrednosti $p = .164$ (analize MANOVA) i $p = .145$ (diskriminativne analize) može se zaključiti da ne postoji značajna razlika i jasno definisana granica između delatnosti ispitanika.

Tabela br. 43 Analiza razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu profesionalnog razvoja zaposlenih²⁹³

	χ	R	F	p
Profesionalni razvoj	.192	.195	1.957	.147
Motivacija za rad	.170	.168	1.445	.241
Obavljanje posla	.080	.078	.299	.742

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Na osnovu tabelarnog prikaza može se uočiti da je $p > 0.1$ kod: mogućnost profesionalnog razvoja (.147), motivacija za rad (.241), način obavljanja posla (.742), što znači da ne postoji jasno razlika u promenama koje su se desile nakon preuzimanja kod tri izabrane delatnosti.

²⁹² Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁹³ Izvor: Autor doktorske disertacije

Satisfakcija zaposlenih (Celina 6)

Tabela br.44 Značajnost razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu satisfakcije zaposlenih²⁹⁴

analiza	n	F	p
MANOVA	2	7.674	.000
diskriminativna	2	7.737	.000

Na osnovu vrednosti $p = .000$ (analize MANOVA) i $p = .000$ (diskriminativne analize), koje se nalaze ispod praga značajnosti $p < 0.05$ može se zaključiti da postoji razlika i jasno definisana granica između ispitanika u odnosu na delatnost

Tabela br.45 Analiza razlike između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu satisfakcije zaposlenih²⁹⁵

	χ	R	F	p	k.dsk
Satisfakcija pre preuzimanja	.305	.316	5.373	.006	.179
Satisfakcija posle preuzimanja	.372	.358	7.140	.001	.169

Legenda: k.dsk je koeficijent diskriminacije

Koeficijent diskriminacije upućuje da je najveći doprinos diskriminaciji između delatnosti ispitanika u odnosu na analizu satisfakcije zaposlenih, odnosno da je razlika najveća, kod: satisfakcija pre preuzimanja (.179), satisfakcija posle preuzimanja (.169).

Na osnovu prezentirane tabele može se uočiti da je $p < 0.1$ kod: satisfakcija pre preuzimanja (.006) i satisfakcija posle preuzimanja (.001).

Budući da je $p = .000$, diskriminativne analize, znači da postoji jasno definisana granica između delatnosti ispitanika, odnosno moguće je odrediti karakteriske svake delatnosti u odnosu na analizu satisfakcije zaposlenih.

²⁹⁴ Izvor: Autor doktorske disertacije

²⁹⁵ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.46 Karakteristike i homogenost delatnosti ispitanika u odnosu na analizu satisfakcije zaposlenih²⁹⁶

	Trgovinsko preduzeće	Finansijska institucija	Proizvodno preduzeće	dpr %
Satisfakcija pre	nezadovoljan/a sam svojim poslom*	zadovoljan/a sam na poslu*	-	51.437
Satisfakcija posle	Nezadovoljan/a sam svojim poslom", Zadovoljan/a sam na poslu"	Veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom*, nezadovoljan/a sam svojim poslom*, veoma sam zadovoljan/a na poslu*	Zadovoljan/a sam na poslu*	48.563
n/m	30/36	21/31	28/34	
%	83.33	67.74	82.35	

hmg - homogenost; dpr % - doprinos obeležja karakteristikama

Na osnovu prezentirane tabele i doprinosa obeležja karakteristikama (dpr %) može se zaključiti da najveći doprinos imaju: satisfakcija pre preuzimanja (51.44%) i satisfakcija posle preuzimanja (48.56%). Homogenost za trgovinsko preduzeće je 83.33%, za finansijska institucija je 67.74% i za proizvodno preduzeće je 82.35%.

Na osnovu analize ispitanika satisfakcije zaposlenih može se reći da:

- **trgovinsko preduzeće** ima sledeća svojstva za satisfakcija pre preuzimanja vrednosti su *nezadovoljan/a sam svojim poslom** za satisfakciju nakon preuzimanja vrednosti su *nezadovoljan/a sam svojim poslom"*, *zadovoljan sam svojim poslom"*

- **finansijska institucija** ima sledeća svojstva za satisfakcija pre preuzimanja vrednosti su *zadovoljan/a sam na poslu** za satisfakciju posle vrednosti su *veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom* nezadovoljan/a sam svojim poslom*, voma sam zadovoljan/a na poslu*

- **proizvodno preduzeće** ima sledeća svojstva za satisfakcija pre preuzimanja vrednosti su - za satisfakciju posle preuzimanja vrednosti su *zadovoljan/ sam na poslu**

²⁹⁶ Izvor: Autor doktorske disertacije

Zaključna razmatranja

Na osnovu rezultata ankete može se zaključiti, da je nakon preuzimanja kod tri izabrane delatnosti došlo do sledećih promena:

Najveće promene su uočene kod **analize strukture interesnih grupa**, pa interpretacijom rezultata koji su značajni zaključuje se da je kod trgovinskog preduzeća broj zaposlenih ostao na istom nivou, kod finansijske institucije taj broj se povećao, dok kod proizvodnog preduzeća došlo je do smanjenja broja zaposlenih. U trgovinskom preduzeću rukovodeća struktura se u potpunosti promenila, kod finansijske institucije delimično, dok kod proizvodnog preduzeća većina ispitanika je odgovorila da nema promene.

Što se tiče **analize zarada zaposlenih**, u trgovinskom preduzeću i finansijskoj instituciji došlo je do povećanja zarade, dok je u proizvodnom preduzeću došlo do njenog smanjenja. Kod trgovinskog preduzeća nisu uvedeni bonusi i kompenzacije, kod finansijske institucije već su postojali, dok je u proizvodnom preduzeću došlo do njihovog uvođenja nakon preuzimanja.

Analiza opštih podataka obuhvata osnovne informacije o zanimanju, stručnoj spremi, polu, bračnom statusu i starosnom dobu navedenih institucija, njihove razlike su navedene na početku interpretacije rezultata ankete, ali pošto ne predstavljaju promene koje se dešavaju nakon preuzimanja u ovom delu neće biti ponovo navedeni.

Veći broj ispitanika je odgovorio da su **uslovi rada** ostali na istom nivou u trgovinskom i proizvodnom preduzeću, dok su se oni pogoršali kod finansijske institucije. U trgovinskom preduzeću došlo je do poboljšanja međuljudskih odnosa, dok ostale promene nisu bile značajne. Kod finansijske institucije došlo je do pogoršanja međuljudskih odnosa, većeg obima posla, i povećanja broja zaposlenih ili unapređivanja postojećih zaposlenih. Kod proizvodnog preduzeća međuljudski odnosi su ostali na istom nivou, obim posla se smanjio, dok su uglavnom zaposleni ostajali na svojim pozicijama.

Na osnovu **analize ispitanika satisfakcije zaposlenih** može se reći da kod trgovinskog preduzeća pre preuzimanja interesne grupe su ispoljile visok stepen nezadovoljstva svojim poslom dok nakon preuzimanja nije došlo do značajnije promene. Kod finansijske institucije došlo je do pogoršanja zadovoljstva zaposlenih u velikoj meri, od satisfakcije “zadovoljan sam na poslu” pre preuzimanja do *veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom* nezadovoljan/a sam svojim poslom**, nakon preuzimanja. Kod proizvodnog preduzeća nakon preuzimanja većina ispitanika je odgovorila sa “zadovoljan/a sam svojim poslom”, dok pre preuzimanja nijedan odgovor se nije izrazio kao značajan.

Kako kod **analize ispitanika profesionalnog razvoja zaposlenih**, nije jasno definisana granica između delatnosti pa samim tim nije moguće odrediti njihove karakteristike, odnosno nije došlo do promena kod interesnih grupa nakon preuzimanja.

V DEO: POSLOVNO RESTRUKTURIRANJE U ZEMLJAMA JUGOISTOČNE EVROPE

1. Komparativni pregled poslovnog restrukturiranja u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope i u Republici Srbiji

Kao što je već napomenuto „restrukturiranje preduzeća u ekonomijama u tranziciji se opisuje kao proces koji treba da osposobi preduzeća za uspešno poslovanje u tržišnoj ekonomiji.²⁹⁷ Budući da je to jedan sveobuhvatan proces koji podrazumeva čitav niz reformi koje treba preduzeti, potrebno je pored mikro nivoa i analize uticaja poslovnog restrukturiranja na preduzeće kao privredni subjekt, sagledati i makro nivo i izvršiti analizu uticaja poslovnog restrukturiranja na privredu jedne zemlje.

Kada se govori o makro aspektu i privredi jedne zemlje, najreprezentativniju meru za sagledavanje poslovnog restrukturiranja predstavljaju neto tokovi stranih direktnih investicija, jer je kretanje prekograničnih merdžera i akvizicija i zajedničkih ulaganja sastavni deo metodologije stranih direktnih investicija. Uzročno-posledična veza između eksternog okruženja i preduzeća, nalaže ispitivanje uticaja determinanti razvoja privrede na proces poslovnog restrukturiranja s jedne strane, a sa druge strane ispitivanje uticaja poslovnog restrukturiranja na privredni rast i razvoj privrede.

Istraživanje se odnosi na šest zemalja, bivših članica iste države, nekadašnje SFRJ: Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru, Makedoniju, Hrvatsku, Sloveniju²⁹⁸ i Srbiju, i njihov proces poslovnog restrukturiranja u periodu od 2001. do 2012. godine. Proces tranzicije, od momenta „rušenja” Berlinskog zida 1989.godine do danas, detaljno je opisan u četvrtom poglavlju.

U ovom delu istraživanja akcenat će biti stavljen na faktore eksternog okruženja i determinante razvoja odabranih zemalja kako bi se nakon pregleda dosadašnjih oblika poslovnog restrukturiranja mogao izvesti zaključak koji je to optimalan model eksternog rasta u odabranim zemljama u razvoju. To će stvoriti naučni doprinos u kreiranju mera i ograničenja za ostvarivanje optimalnog modela privrednog rasta.

1.1. Globalni tokovi poslovnog restrukturiranja

Poslovno restrukturiranje, koje se realizuje preko merdžera i akvizicija, neodvojivo je od kretanja ulaznih i izlaznih tokova direktnih stranih investicija, jer isti čine njihov sastavni deo. Upravo mere i politike koje su se donosile i menjale u uslovima pre i nakon nastanka globalne svetske ekonomsko-finansijske krize, uticale su na ukupnu prekograničnu aktivnost

²⁹⁷ Linz, S., & Kreuger, G. (1998). "Enterprise Restructuring in Russia's Transition Economy: Formal and Informal Mechanism". *Coparative Economics Studies, Vol.40, No.2*, u: Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.18

²⁹⁸ Slovenija se po klasifikaciji UNCTAD-a i Svetske Banke svrstava u zemlju Centralne Evrope, ali budući da su nakon rušenja Berlinskog zida 1989.godine od kad se i posmatra proces tranzicije, Jugoistočnu Evropu činile: SFRJ, Albanija, Rumunija i Bugarska, dakle i Slovenija, analiza će uključivati svih šest država bivše SFRJ.

merdžera i akvizicija, a sam tim i na tok ukupne investicione aktivnosti. Promene u tokovima prekograničnih merdžera i akvizicija su različito osetile razvijene zemlje, zemlje u razvoju i zemlje u tranziciji.²⁹⁹

Tabela br. 47 Kretanje SDI tokova pre i nakon nastanka svetske ekonomsko-finansijske krize³⁰⁰

U mil.\$	2005-2007	2009-2011
Svet	1473	1344
Razvijene zemlje	972	658
Zemlje u razvoju	443	607
Zemlje u tranziciji	59	79

Na osnovu prezentirane tabele može se zaključiti da je prosečna vrednost SDI tokova nakon svetske ekonomsko-finansijske krize smanjena u odnosu na prosečnu vrednost pre svetske ekonomsko-finansijske krize. Takođe se može zaključiti, da je došlo do promene u kretanju tokova stranih direktnih investicija. Dakle, došlo je do porasta stranih direktnih investicija u zemljama u razvoju i zemljama u tranziciji, uz smanjenje obima SDI u razvijenim zemljama u odnosu na period pre nastanka svetske ekonomsko-finansijske krize.

Tabela br. 48 Prilivi i odlivi SDI, i ukupna prekogranična aktivnost M&A³⁰¹

	1990	2005-2007.	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Prilivi SDI								
Svet	208	1473	1771	1114	1409	1700	1330	1452
Razvijene zemlje	-	972	1018	566	696	880	517	566
Zemlje u razvoju	-	443	630	478	637	725	729	778
Zemlje u tranziciji	-	59	123	70	75	95	84	108
Odlivi SDI								
Svet	241	1501	1929	1101	1505	1712	1347	1411
Razvijene zemlje	-	-	1572	821	1030	1216	853	857
Zemlje u razvoju	-	-	296	229	413	423	440	454
Zemlje u tranziciji	-	-	52	51	62	73	54	99
Prekogranični M&A	111	780	707	250	344	556	332	349

Na osnovu prezentirane tabele može se konstatovati da je prosečna vrednost prekograničnih M&A u periodu pre nastanka svetske ekonomsko-finansijske krize predstavljala polovinu

²⁹⁹Prema metodologiji UNCTAD-a, razvijene zemlje čine: članice OECD, zatim članice EU koje nisu i članice OECD, zemlje u razvoju čine: Kina, Makao, Tajvan i ostale provincije Kine, dok zemlje u tranziciji uključuju: Zemlje Jugoistočne Evrope, Zajednicu Nezavisnih država Komonvelta i Džordžiju.

³⁰⁰ UNCTAD, World Investment Report 2012., www.unctad.org preuzeto 14.12.2014.

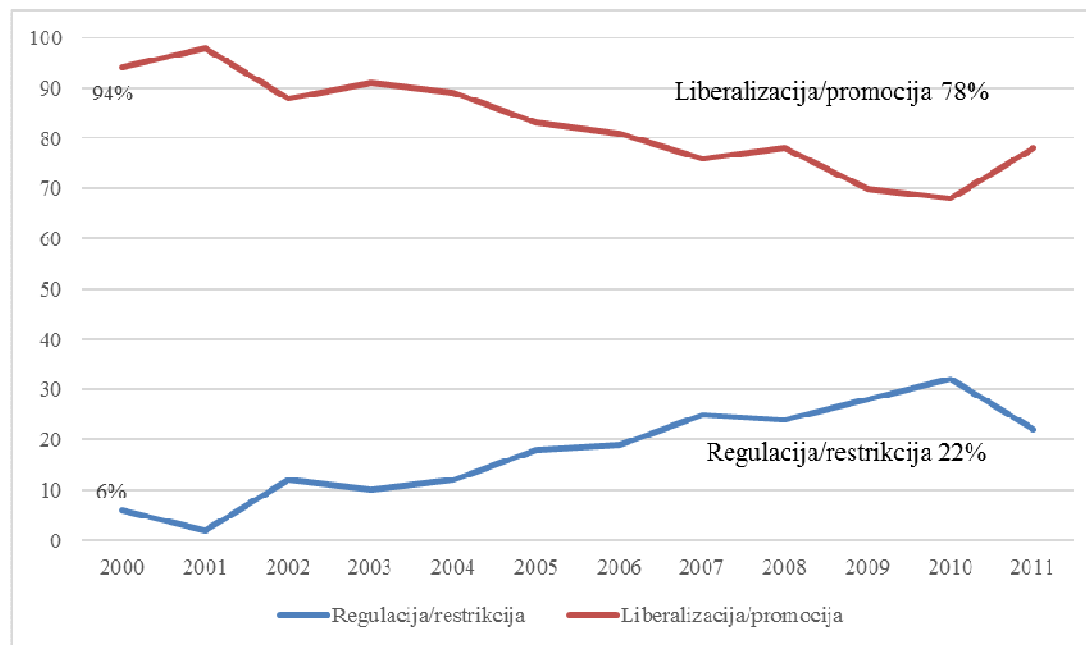
³⁰¹Autor na osnovu više izveštaja: UNCTAD, World Investment Report 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, www.unctad.org, preuzeto 12.09.2015.

ukupnih priliva SDI, i da su upravo merdžeri i akviziciji glavni pokretači ukupne investicione aktivnosti. Za kretanje M&A i ukupne investicione aktivnosti karakteristične su dve godine – 2008. godina kada dolazi do njihovog naglog pada i 2011. godina kada dolazi do značajnog oporavka i rasta investicione aktivnosti, uprkos uslovima nestabilnosti i neizvesnosti koje je izazvala svetska ekonomsko-finansijska kriza.

Prekogranična M&A aktivnost imala je trend rasta, počev od njihovog „buma”, 2000-te godine kada je broj postignutih mega dogovora iznosio 175 dogovora, sve do 2007. godine kada je zabeležen njihov istorijski maksimum, da bi nakon 2008. godine došlo do njihovog naglog pada usled posledica svetske ekonomsko-finansijske krize.³⁰²

U 2005. godini dolazi do porasta ukupnih priliva SDI za 29% (na 986 milijardi dolara) u odnosu na 2004. godinu, dok je povećanje prekograničnih M&A iznosilo 88% (na 716 milijardi dolara). Broj dogovora je porastao za 20%, odnosno na 6.134 dogovora. Može zaključiti da su upravo procesi prekograničnih merdžera i akvizicija uticali na porast ukupne investicione aktivnosti. Slična situacija je bila i krajem devedesetih, odnosno početkom 2000-te godine kada je zabeležen njihov „vrh” i kada su ukupne SDI iznosile 1.4\$ triliona.

Grafički prikaz br. 1 Promena u politici investiranja³⁰³



Ukupna prekogranična aktivnost je porasla za 53% u 2011. godini i iznosi 556 milijardi dolara. Prekogranični M&A u tranzicionim ekonomijama iznosile su 33 milijarde dolara. Njihova vrednost je 2010. godine iznosila svega 4.5 milijarde dolara. Ovakav nagli “skok” prekograničnih aktivnosti nastao je kao posledica promene u politici prema stranim investicijama. Mere liberalizacije su se povećale za 10%, sa 68% u 2010. godini na 78% u 2011. godini, dok su se mere restrikcije smanjile sa 32% u 2010. godini na 22% u 2011.

³⁰² UNCTAD, World Investment Report 2006., www.unctad.org preuzeto 12.03.2014.

³⁰³ UNCTAD, World Investment Report 2012, www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.

godini. Međutim, ovakva politika liberalizacije i regulacije odnosila se samo na one sektore gde je postojao interes da dođe do većeg obima investiranja.³⁰⁴

Taj trend se nije nastavio 2012. godine, jer kao što se može videti iz šematskog prikaza, broj prekograničnih M&A se značajno smanjio. Posledice svetske ekonomsko-finansijske krize, koje se pre svega odnose na pogoršanje makroekonomske stabilnosti, uticale su na i dalju opreznost investitora prilikom izbora destinacija i oblika ulaganja.³⁰⁵ U 2012. godini takođe dolazi do preraspodele u ukupnim globalnim tokovima, pa kao što se vidi te godine zemlje u razvoju po prvi put postaju nosioci ukupnih priliva SDI, odnosno njihov nivo premašuje nivo priliva razvijenih zemalja. Što se tiče ukupnih odliva, odnosno investiranja, takođe dolazi do porasta učešća zemalja u razvoju i zemalja u tranziciji u ukupnim odlivima, ali i dalje visoko razvijene zemlje imaju najznačajniju ulogu.

Takav trend, porasta investiranja u zemlje u razvoju nisu izazvali prekogranični merđžeri i akvizicije, jer kao što se može videti, u 2012. godini dolazi do njihovog naglog pada. Nakon 2011. godine zemlje u razvoju se okreću ka politici stvaranja institucionalnog okvira za procese privlačenja stranog kapitala putem „globalnih lanaca” vrednosti čiji su nosioci transnacionalne kompanije koje kordiniraju portokom resursa između svojih filijala stvorenih kroz prekogranične M&A, strateška partnerstva i ugovorne odnose sa dobavljačima.³⁰⁶ Pozitivan trend se nastavio i u 2013. godini, tako da su zemlje u razvoju zadržale ulogu najvećih primaoca u ukupnim tokovima SDI, što znači da je njihova politika zaokreta ka alternativnih mehanizmima privlačenja stranog kapitala dobila na značaju.

Može se izvesti zaključak, da današnju svetsku ekonomiju pokreće stvaranje „globalnih lanaca” vrednosti. Nakon što su iscrpljene mogućnosti privlačenja stranog kapitala kroz procese privatizacije i prekogranične merđžere i akvizicije, zemlje u tranziciji bi takođe trebale da slede trend zemalja u razvoju, kako bi došlo do povećanja obima investiranja.

1.2. Poslovno restrukturiranje u zemljama Jugoistočne Evrope

Proces saradnje u Jugoistočnoj Evropi pokrenut je 1996. godine sa ciljem da se Jugoistočna Evropa transformiše u region stabilnosti, bezbednosti i saradnje u skladu sa evropskim integracionim tokovima. Posebno kroz unapređenje međusobne saradnje na svim nivoima i u svim oblastima od zajedničkog interesa između dvanaest zemalja: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Grčka, Hrvatska, Bivša Jugoslovenska Republika Makedonija, Moldavija, Rumunija, Srbija, Slovenija i Turska.³⁰⁷

Proces stabilizacije i pridruživanja Evropskoj uniji podrazumeva kriterijume formulisane na samitu Evropskog saveta održanog u Kopenhagenu 1993. godine. Korišćeni su krajem devedesetih godina za procenu spremnosti zemalja Srednje i Istočne Evrope da pristupe EU (uslovi se uglavnom odnose na stabilnost institucija kojima se garantuju ljudska prava, zaštitu manjina, demokratija, funkcionisanje tržišne privrede, liberalizacija cena i konkurentski

³⁰⁴ UNCTAD, World Investment Report 2011. www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.

³⁰⁵ UNCTAD, World Investment Report 2013. www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.

³⁰⁶ UNCTAD, World Investment Report 2013. www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.

³⁰⁷ Ministarstvo spoljnih poslova Republike Srbije, <http://www.mfa.gov.rs/sr/index.php/spoljna-politika/eu/regionalna-saradnja/seecp?lang=lat>, preuzeto 11.02.2014.

uslovi privređivanja). Zemlje Zapadnog Balkana pored ovih uslova treba da pokažu i spremnost za saradnju sa susednim državama, i da ispunjavaju svoje međunarodne obaveze.

Bugarska i Rumunija su već 1993. godine potpisale Ugovor o pridruživanju EU što je omogućilo postepenu trgovinsku liberalizaciju i bescarinski izvoz većine industrijskih proizvoda u EU. Slovenija je taj sporazum potpisala 1996. godine. Slovenija je postala članica EU 2004. godine, Bugarska i Rumunija 2007. godine, a Hrvatska 2013. godine.

Srbija je 2008. godine potpisala Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju i privremeni sporazum o trgovini i trgovinskim pitanjima, čime je značajno olakšala izvozniciima iz EU pristup Srbiji. Iako je molbu za članstvo podnela 22. decembra 2009. godine status kandidata je dobila tek u martu 2012. godine.³⁰⁸ Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju omogućava neograničen bescarinski pristup tržištu Evropske unije za većinu poljoprivredno-prehrambenih proizvoda.

Tabela br. 49 Prilivi i odlivi SDI u zemljama Jugoistočne Evrope³⁰⁹

Zemlje JIE		SDI u milionima \$			
		2005-2007	2011	2012	2013
Albanija	Priliv	416	876	855	1266
	Odliv	13	30	30	40
Bosna i Hercegovina	Priliv	908	496	351	283
	Odliv	11	18	16	-15
Bugarska	Priliv	8038	1849	1467	1920
	Odliv	256	163	347	140
Hrvatska	Priliv	3221	1682	1451	955
	Odliv	267	42	-56	-180
Crna Gora	Priliv	686	558	620	447
	Odliv	65	17	27	17
Makedonija	Priliv	407	479	143	335
	Odliv	1	-	-8	-15
Rumunija	Priliv	8914	2363	3199	3602
	Odliv	223	-28	-114	-281
Srbija	Priliv	3413	4392	1299	2053
	Odliv	352	318	331	329
Slovenija	Priliv	675	1087	339	-144
	Odliv	1015	198	-259	-223
Zemlje JIE	Priliv	6199	7890	3562	4740
	Odliv	488	403	410	380
Tranzicione ekonomije	Priliv	59704	97263	85135	99590
	Odliv	33207	73740	53565	91496

³⁰⁸ Zbog jednostranog proglašenja nezavisnosti Kosova 2008. godine, Srbija se protivila raspoređivanju misije EULEKSA od strane EU za uspostavljanje vladavine prava na Kosovu – bez odobrenja Saveta bezbednosti UN, što je sve usporavalo proces otpočinjanja pregovora

³⁰⁹ Izvor: Autor na osnovu izveštaja www.unctad.org.

Najveći primaoci ukupnih stranih investicija u periodu neposredno pred izbijanje svetske ekonomsko-finansijske krize su tri zemlje članice EU: Bugarska, Rumunija i Hrvatska, dok se Srbija nalazila na četvrtom mestu. Slovenija se nalazi na prvom mestu kada su u pitanju ukupni odlivi stranih investicija među izabranim zemljama. Ostale zemlje: Albanija, Bosna i Hercegovina, Crna Gora i Makedonija su privukle neznatan nivo stranih direktnim investicija.

U 2006. godini, neposredno pred izbijanje svetske ekonomsko-finansijske krize, SDI su dostigle svoj "vrh". Zemlje Centralne i Istočne Evrope su privukle znatno više SDI nego zemlje Jugoistočne Evrope. Mađarska, Češka i Poljska su privukle 40-50 mlrd EUR, dok su kasni reformatori (Slovačka, Rumunija i Bugarska) privukli tri puta manje investicija. Srbija i Hrvatska su dostigle 10 mlrd. EUR u 2006.godini.³¹⁰

U početnim fazama tranzicije, SDI su se uglavnom obavljale kroz prekogranične M&A, odnosno kroz učešće stranih investitora u privatizaciji državnih preduzeća. "Prednost M&A u takvim uslovima je to što se njima restrukturiraju postojeći kapaciteti koji bi inače bili suočeni sa rizikom od otpuštanja ili zatvaranja."³¹¹

U Centralnoj i Istočnoj Evropi proces privatizacije je uglavnom završen, pa su se samim tim iscrpile mogućnosti za prekogranične M&A, a investitori ocenjuju da ovaj region Evrope ima visoke razvojne šanse i predstavlja atraktivnu destinaciju za greenfield projekte.

Zemlje Centralne i Istočne Evrope, kao što su: Estonija, Češka, Mađarska, Slovačka i Poljska, strane direktne investicije su uglavnom izvozno orjentisane. U početnoj fazi privlačenja SDI one su uglavnom bile usmerene ka domaćem (lokalnom) tržištu i domaćoj tražnji. U drugoj polovini devedesetih, kada su uglavnom bile usmerene ka prerađivačkoj industriji dolazi do zaokreta i one se sve više usmeravaju na izvoz i privrednu efikasnost.

Prema izveštaju WIR 2011.³¹² godine priliv SDI u Istočnu Evropu ima sledeću strukturu: Zemlje Centralnoistočne Evrope (Češka, Mađarska, Poljska, Slovačka i Slovenija) 27.2%, Zemlje Jugoslovene Evrope 18.7%, Baltičke Zemlje (Estonija, Letonija, Litvanija) 3.8%, Zajednica nezavisnih država (Rusija, Ukrajina, Belorusija, Moldavija, Jermenija, Azerbejdžan, Gruzija, Kazahstan, Kirgiska Republika, Tadžikistan, Turkmenistan, Uzbekistan) 50.3%.

Nakon 2011. godine SDI imaju trend rasta u odabranim zemljama, s tim što se u 2013. godini Srbija nalazi na drugom mestu, odmah iza Rumunije po pitanju ukupnih priliva SDI među odabranim zemljama Jugoistočne Evrope.

³¹⁰ Baza podataka o SDI u Centralnoj, Istočnoj i Jugoistočnoj Evropi, 2007: Pomeranje ka istoku, u: Centar za liberalno-demokratske studije (2008): Grinfield strane direktne investicije u Srbiji, Beograd, str.18

³¹¹ Centar za liberalno-demokratske studije (2008): Grinfield strane direktne investicije u Srbiji, Beograd, str.18

³¹² UNCTAD, World Investment Report 2011, u: Centar za liberalno-demokratske studije (2008): Grinfield strane direktne investicije u Srbiji, Beograd, str.36

Tabela br. 50 Stopa rasta % SDI u BDP³¹³

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	3.88	5.07	3.03	3.15	4.57	3.13	3.56	6.10	9.63	11.15	9.13	8.14	7.45
BiH	2.65	2.06	4.03	4.56	7.08	5.72	6.74	11.93	5.37	0.80	2.63	2.57	1.98
Bu	7.50	5.68	5.54	9.94	10.27	13.99	23.40	31.80	19.31	7.77	3.84	3.81	3.00
Hr	5.10	6.79	4.09	5.91	2.59	3.91	6.38	8.24	8.25	5.43	1.42	2.00	2.37
Mk	6.00	13.01	2.78	2.48	5.86	2.43	6.52	8.99	6.22	2.79	3.23	4.89	3.47
Ru	2.78	2.85	2.49	3.10	8.50	6.92	9.33	6.03	6.78	3.00	1.94	1.40	1.55
Sr	0.79	1.45	3.52	6.64	4.14	7.81	16.23	8.52	6.08	4.54	3.40	5.81	2.91
Sl	0.67	2.41	7.04	1.02	2.41	2.67	1.75	3.92	3.28	(0.71)	1.32	1.59	(0.49)

Iskazivanjem priliva stranih investicija kroz procentualno učešće u domaćem bruto proizvodu, uočava se da je njihova stopa rasta bila izražajnije na tržištu Bugarske do izbijanja svetske ekonomsko-finansijske krize. Ona je čak 2006. godine iznosila 23%, 2007. godine 31% i 2008. godine 19%, nakon čega dolazi do naglog pada. U 2006. godini učešće SDI u BDP je bilo značajno na tržištu Srbije, jer je njihova stopa iznosila 16.23%, što je u skladu sa podatkom da je najveći broj preuzimanja bio u tom periodu kada je najveći broj državnih i društvenih preduzeća privatizovan.

U protekloj deceniji, tranzicione ekonomije su bili najveći primaoci što se tiče stranih investicija, pri čemu najveći broj tih stranih investicija dolazio iz zemalja članica Evropske Unije. U zemlje Jugoistočne Evrope, strane investicije su se uglavnom dolazile u formi privatizacije domaćih preduzeća od strane investitora iz zemalja Evropske Unije.

Zemlje Evropske Unije predstavljale su glavne investitore u zemlje u tranziciji, motivisane pre svega niskim troškovima radne snage, liberalizacijom tržišta i prirodnim resursima. Moglo bi se zaključiti, da slede strategiju traganja za resursima prilikom donošenja odluke o izboru ulaganja.

Tabela br.51 M&A u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope³¹⁴

M&A u mil.dolara	Prodaja (neto)				Kupovina (neto)			
	Prosek 2005-2007	2011	2012	2013	Prosek 2005-2007	2011	2012	2013
Albanija	70	-	-	-	-	-	-	-
Bosna i Hercegovina	371	-	1	6	-	-	1	-
Bugarska	1439	-96	31	-52	7	-	-	-
Hrvatska	1188	92	81	100	-41	-	-	5
Makedonija	111	27	-	-	-	-	-	-
Crna Gora	2	-	-	-	1	-	-	-
Rumunija	2993	88	151	-45	-	-	-	-
Srbija	483	1340	2	9	-348	51	1	-

³¹³ Izvor: Autor, na osnovu izveštaja www.worldbank.org

³¹⁴ Izvor: Autor, na osnovu izveštaja www.unctad.org

Slovenija	73	51	330	30	66	-10	-	-
Zemlje JIE	1401	1367	3	16	-604	51	2	-
Tranzicione ekonomije	12278	32762	6825	3820	8996	13378	9296	3054

U periodu pre nastanka svetske ekonomsko-finansijske krize Bugarska, Rumunija i Hrvatska su bili nosioci ukupne prekogranične vrednosti merđžera i akvizicija u Jugoistočnoj Evropi. U 2011. godini dolazi do naglog smanjenja vrednosti zaključenih merđžera i akvizicija u tim zemljama, dok Srbija postaje nosilac ukupne vrednosti prekograničnih M&A u zemljama Jugoistočne Evrope. Što se tiče ukupnih odliva može se konstatovati da je njihova neto vrednost u periodu pred izbijanje svetske ekonomsko-finansijske krize negativna, što je rezultat brojnih raskinutih ugovora čija vrednost prevazilazi vrednost zaključenih ugovora.

Sporost stranih direktnih investicija u zemljama u tranziciji u 2012. godini uzrokovana je smanjenjem prekograničnih M&A, čija neto vrednost (novi M&A minus divestitacije M&A) negativna po prvi put.³¹⁵ Kao što je već napomenuto najveći broj merđžera i akvizicija u početnoj fazi tranzicije nalazio se u obliku vlasničke transformacije državnih i društvenih preduzeća u privatno vlasništvo. Pa tako najveći priliv stranog kapitala u Bosni i Hercegovini je ostvaren 2007.godine zahvaljujući privatizaciji velikih državnih preduzeća u iznosu od 1.3 milijarde eura. Već 2008. godine dolazi do naglog smanjenja procesa privatizacije i priliva stranog kapitala u iznosu od 684 miliona eura. Procenjuje se da se 60% malih preduzeća i 30% velikih preduzeća sada nalazi u privatnom vlasništvu ili su u postupku prodaje.

Bosna i Hercegovina je ubrzala proces privatizacije strateških preduzeća koja uključuju velika preduzeća, telekomunikacije i sektor elektroprivrede, komunalnih usluga, u cilju povećanja privrednog rasta i povećanja obima stranih ulaganja.³¹⁶

Na tržištu Crne Gore najveći privatizacioni procesi su ostvareni u periodu od 2006. do 2009.godine, kada su ukupne strane investicije iznosile oko 3 milijarde eura, od čega je samo u 2009. ostvaren priliv od 1,07 milijardi eura zbor privatizacije Elektroprivrede Crne Gore.³¹⁷

Što se tiče tržišta Slovenije, na snazi je strategija ubrzanja procesa privatizacije državnih preduzeća i banaka, jer se ocenjuje da su procesi privatizacije na tržištu Slovenije isuviše spori i da predstavljaju veliku „kočnicu” razvoja slovenačke privrede. Po modelu parcijalne akvizicije, privatizacija državnih preduzeća podrazumeva tri kategorije: na one u kojima će država zadržati najmanje 50 posto akcija, na one u kojima će se udeo državnog vlasništva spustiti na 25 posto i na one koje će u celosti biti otvorene prema potencijalnim investitorima uz odredbu da se neće dopustiti koncentracija vlasništva pa bi u njima država mogla ostati jedan od značajnih akcionara.³¹⁸

S druge strane, Slovenija je zbog problema u zaostajanju produktivnosti privrede u odnosu na evropski prosek primenila pristup „dinamičnih procesnih krugova” u koncipiranju klastera

³¹⁵ UNCTAD, World Investment Report 2013., www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.

³¹⁶ <http://www.fipa.gov.ba>, preuzeto 10.11.2015.

³¹⁷ <http://www.mipa.co.me> gencija Crne Gore za promociju stranih investicija, preuzeto 10.11.2015.

³¹⁸ <http://www.poslovnih.hr/svijet-i-regija/drzavi-vecina-u-triglavu-i-savi-re-296019>, preuzeto 10.11.2015.

što je omogućilo malim i srednjim preduzećima da se integrišu oko vodećeg preduzeća, naročito iz oblasti automobilske industrije što je uzrokovalo povezivanje od oko 200 preduzeća u automobilski lanac snabdevanja.³¹⁹ Suštinu povezivanja čini „vertikalni lanac” snabdevanja između s jedne strane malih i srednjih, a sa druge strane velikih preduzeća što je sve uticalo na povećanje konkurentnosti i ubrzani razvoj slovenačke privrede. Zajednička ulaganja naročito u automobilskoj industriji i procesi klasterizacije dovela su do povećanja izvoza zemlje i rasta zaposlenosti, jer se procenjuje da se oko 80% proizvodnje klastera plasira na tržište Evropske Unije.

1.3. Međusobni oblici poslovnog restrukturiranja

Zemlje članice Evropske Unije, kao što napred navedno, predstavljaju najveće primaocce stranih investicija kroz prekogranične merđžere i akvizicije, u okviru zemalja Jugoistočne Evrope. To je u skladu sa podatkom da su razvijene zemlje Evropske Unije najveći ulagači u zemlje Jugoistočne Evrope, a samo članstvo podrazumeva ispunjenje zahtevanih uslova i prilagođavanje politike zemalja članica, zahtevima Evropske Unije, što znatno olakšava investiranje i utiče na povećanje prekogranične akvizicione aktivnosti. Kao što autori Bevan & Estrin³²⁰ u svojoj empirijskoj studiji o modelima ulaska razvijenih zapadnih zemalja u zemlje u razvoju Istočne i Centralne Evrope zaključili, sama najava pridruživanja zemlje u članstvo Evropske Unije povećava atraktivnost te zemlje i dolazi do rasta stranih direktnih investicija. Oni dalje navode, da su troškovi radne snage preovlađujući faktor prilikom izbora zemlje, odnosno da oni slede strategiju traganja za resursima i efikasnošću kada su u pitanju zemlje Centralne, Istočne i Jugoistočne Evrope.

Što se tiče međusobnih oblika poslovnog restrukturiranja između zemalja Jugoistočne Evrope isti suna dosta niskom nivou, a u najvećoj meri je na to uticalo nasleđe iz devedesetih, ratni sukobi, etničke tenzije i politički rizik. Proces saradnje između zemalja Jugositočne Evrope regulisan je putem dva sporazuma: “Multilateralni sporazum o slobodnoj trgovini u regionu Jugoistočne Evrope, CEFTA 2006, koji je zasnovan na principima i pravilima slobodne trgovine u Svetskoj trgovinskoj organizaciji i Evropskoj Uniji, treba da bude primenjen u celosti i adekvatno. To znači da svi potpisnici sporazuma treba da usaglase svoje nacionalne tehničke propise za proizvode, sa evropskim direktivama novog i sektorskog pristupa. Isto tako i druge necarinske prepreke slobodnoj trgovini u regionu treba da se identifikuju i uklone.”³²¹ Drugi sporazum predstavlja već pomenuti Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju koji omogućava neograničen bescarinski pristup tržištu Evropske unije za većinu poljoprivredno-prehrambenih proizvoda. „Sporazum omogućava širenje tržišta za sve proizvode, ali i trgovinu pod istim uslovima za sve proizvođače, proširuje i modernizuje domen slobodne trgovine, otvara veće tržište za trgovinu i investicije i stvara institucije nadležne da upravljaju u ovoj oblasti. Sporazumom je predviđena liberalizacija javnih

³¹⁹ Mitrović, V., Mitrović, I.: Unapređenje konkurentnosti malih i srednjih preduzeća i preduzetnika kroz klstersko povezivanje, UDK:339.137.2005.591.45

³²⁰ Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 775-787.

³²¹ <http://www.pks.rs/MSaradnja.aspx?id=1003&p=2&>, preuzeto 12.05.2014.

nabavki i privlačenje investicija u zemlje potpisnice, a povećava se i šansa za izlazak na evropska tržišta po preferencijalnom, povlašćenom tretmanu.”³²²

Proces liberalizacije tržišta regiona Jugoistočne Evrope započeo je 2001. godine potpisivanjem Memoranduma o liberalizaciji i olakšicama u trgovini u Briselu, pod okriljem Pakta za stabilnost Jugoistočne Evrope. Na ovaj način je otvoren proces pregovora koji su vodili zaključivanju mreže od 32 sporazuma o međusobnoj liberalizaciji trgovine industrijskim i poljoprivrednim proizvodima koja je uspostavljena između zemalja Centralne i Jugoistočne Evrope, odnosno Albanije, Bosne i Hercegovine, Bugarske, Hrvatske, Makedonije, Moldavije, Rumunije, Srbije i Crne Gore.³²³ Rumunija i Bugarska su ušle u Evropsku uniju 01.januara 2007.godine, Hrvatska 01.jula 2013.godine, nakon čega se u bilateralnim odnosima između Srbije i tih zemalja primenjuje Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju EU, dok sa ostalim zemljama ostaju na snazi uslovi trgovine prema CEFTA sporazumu.

Najznačajnije investicije Srbije kroz proces preuzimanja preduzeća na tržištu Jugoistočne Evrope su usmerene na tržište Bosne i Hercegovine i Crne Gore. Što se tiče ulaganja u restrukturiranje preduzeća iz Srbije, najveći obim investicija dolazi iz Hrvatske i Slovenije, dok je i Bugarska u velikoj meri učestvovala u procesu privatizacije srpskih preduzeća tokom 2006. i 2007.godine.

Prema zvaničnim podacima Centralne banke Slovenije, slovenačka privreda je, zaključno sa 31.12.2011. godine, u druge zemlje investirala 5.519 mil. evra i to: u Srbiju 1.421 mil.evra (uključena slovenačka ulaganja na AP Kosovo i Metohiju i Crnu Goru do 2005. godine). U zemlje EU 988 mil. evra (Holandiju 276, Nemačku 167, Austriju 80); Hrvatsku 1.105. U Bosnu i Hercegovinu 642 mil. evra i dr. Prema slovenačkim statističkim podacima, slovenačke investicije u Srbiji iznose preko 1.500 miliona evra. U Srbiji je registrovano oko 1500 slovenačkih firmi i predstavništava, a aktivno je oko 500, dok srpske investicije u Sloveniji iznose svega 100 miliona evra.³²⁴

Najveći broj slovenačkih investicija je došlo kroz greenfield projekte, dok od značajnijih akvizicionih aktivnosti svakako predstavlja preuzimanje u bankarskom sektoru Continental banke 2005.godine od strane slovenačke NLB banke i Credenya banke 2010.godine od strane slovenačke Nove KBM banke. Od srpskih investicija na tržište Slovenije, svakako najznačajnije predstavlja kupovina slovenačkog Fructala od strane kompanije Nektar i kupovina slovenačkog “Hermes” od strane kompanije Komtrade.

Prema podacima Hrvatske Narodne banke ulaganja Hrvatske u Srbiju u periodu od 1999. godine do 2013/6. godine su iznosila 658 mln. evra, što čini oko 15% ukupnih hrvatskih ulaganja u inostranstvu. Srpska ulaganja u Hrvatsku iznose svega 40 miliona evra.³²⁵ Kao što je već napomenuto, slovenačka ulaganja u Hrvatsku iznose 1.105 miliona evra, dok Hrvatska

³²² www.pks.rs, preuzeto 12.05.2014.

³²³ <http://siepa.gov.rs/sr/index/sporazumi/cefta.html>, preuzeto 12.05.2014.

³²⁴ www.pks.rs, preuzeto 13.07.2014.

³²⁵ [www.pks](http://www.pks.rs), preuzeto 13.07.2014.

ulaganja u Sloveniju iznose oko 500 miliona evra, što znači da su i njihovi međusobni oblici na dosta visokom nivou.

Slovenija i Hrvatska među odabranim zemljama su najveći ulagači na tržište Srbije. Svakako najveće učešće u akvizicionim aktivnostima, bilo kroz proces vlasničkog ili strateškog preuzimanja na tržištu Srbije od strane hrvatskih investitora ima Atlantik Grupa i hrvatska kompanija "Agrokor". Agrokor je vlasnik srpske industrije ulja "Dijamant" iz Zrenjanina, Frikoma, trgovinskog lanca Idea, a od skoro i vlasnik slovenačkog Merkatora kojeg je preuzela Idea. Atlantik Grupa je 2010.godine preuzela slovenačku kompaniju "Droga Kolinska" koja je prethodno preuzela srpske kompanije: "Grand prom", Soko Štark" i "Palanački kiseljak".

Ukupne investicije iz Srbije u Crnu Goru su u periodu od 2003. do jula 2010. godine su iznosile 231,1 miliona evra, dok u privredu Bosne i Hercegovine iznose preko 820 mil.evra. Srpske investicije u Makedoniji u poslednjih nekoliko godina iznose oko 40 miliona evra. Što se tiče preuzimanja preduzeća na tržištu Bosne i Hercegovine od strane srpskih investitora najznačajnija je svakako kupovina Telekoma Republike Srpske i kupovina Tropika od strane Delata Maksija.

2. Faktori eksternog okruženja zemalja Jugoistočne Evrope

2.1. Privredni i pravni ambijent

Jedan od najznačajnijih faktora za privlačenje stranih investitora i proces poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta odnosi se na izgradnju "zdravog" tržišnog ambijenta i uspostavljanju mehanizama za konkurentniji nivo poslovanja. To dalje podrazumeva radikalne promene privrednog i pravnog sistema kako bi se uskladili principi poslovanja i stvorio takav institucionalni okvir kakav imaju zemlje koje posluju u tržišnom sistemu privređivanja.

Nakon pada Berlinskog zida 1989.godine u svim zemljama Jugoistočne Evrope otpočeo je proces tranzicije. Događaji koji su usledili nakon toga, kao i raspad SFRJ 1992.godine, uticali su na različit tok tranzicionih reformi sadašnjih šest država, tada članica jedne zajedničke države. Proces tranzicije, prvenstveno za Srbiju je ponovo otpočeo 2001. godine.

Tranzicioni indikatori³²⁶ Evropske banke za obnovu i razvoj prate proces reformi zemalja koje prolaze kroz proces tranzicije i žele da se prilagode tržišnim uslovima poslovanja. Oblasti koje se prate su: privatizacija velikih i malih preduzeća, upravljanje i restrukturiranje preduzeća, liberalizacija cena i trgovinski sistem, politika konkurentnosti i infrastruktura. Ocena 1 označava nikakvu promenu, dok ocena 4 reprezentuje tržišne uslove privređivanja.

Prikazani tranzicioni indikatori će predstavljati osnovu za kasnije grupisanje odabranih zemalja putem multivarijantne statističke analize – Klaster analize, bivših članica SFRJ, kako bi se obezbedilo institucionalno poređenje između odabranih zemalja i definisao optimalan

³²⁶www.ebrd.com preuzeto 13.10.2013.

model rasta. Budući da se vremenski okvir istraživanja odnosi na period od 2000. do 2012. godine u narednim tabelama biće obuhvaćeno kretanje tranzicionih indikatora u tom periodu.

Tabela br. 52 Ocena tranzicionih reformi privatizacije velikih preduzeća³²⁷

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	3.7	3.7	3.7	3.7
BiH	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Bu	3.7	3.7	3.7	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Hr	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Mk	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Cg	1.7	1.7	2.7	2.7	2.7	3.3	3.3	3.3	3.3	3.0	3.3	3.3	3.3
Ru	3.0	3.3	3.3	3.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Sr	1.0	1.0	2.0	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Sl	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

Na osnovu prezenitirane tabele može se uočiti da od svih prikazanih zemalja jedino Bugarska nakon 12 godina sprovođenja tranzicionih reformi ima najvišu ocenu 4, što upućuje na zaključak da se proces privatizacije velikih preduzeća u toj zemlji bliži kraju. Kao što je već napomenuto, početna pozicija Srbije u drugom “krugu” tranzicionih reformi je bila u najgorem položaju što se i može uočiti iz prezentirane tabele, jer 2000-te godine njena ocena je bila 1. To znači, da nije iskazivala nikakvu promenu u odnosu na prethodne godine i da proces privatizacije prema Zakonu iz 1991. i 1997. godine nije dao gotovo nikakve rezultate. Nakon deset godina tranzicionih reformi, Srbija se nalazi u najgorem položaju što se tiče privatizacije državnih velikih preduzeća i one u značajnoj meri predstavljaju “kočnicu” strukturalnih reformi.

Tabela br. 53 Ocena tranzicionih reformi privatizacije malih preduzeća³²⁸

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
BiH	2.3	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Bu	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Hr	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Mk	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Cg	2.0	2.0	3.0	3.3	3.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Ru	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Sr	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
Sl	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3

Prezentirani podaci pokazuju, da Bosna i Hercegovina ima najnižu reformsku ocenu, dok Hrvatska i Slovenija sa najvišom ocenom od 4.3 su završile proces reforme malih i srednjih preduzeća. Polazeći od činjenice da je većina malih i srednjih preduzeća u vlasništvu

³²⁷ Autor na osnovu www.ebrd.com

³²⁸ Autor na osnovu www.ebrd.com

privatnih lica, samim tim su i indikatori tranzicionih reformi po pitanju malih preduzeća na zadovoljavajućem nivou. Mala i srednja preduzeća predstavljaju „stub” razvoja jedne privrede, jer značajno mogu da ubrzaju privredni razvoj i apsorbuju negativne efekte od restrukturiranja velikih preduzeća.

Tabela br. 54 Ocena tranzicionih reformi upravljanja i restrukturiranja preduzeća³²⁹

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
BiH	1.7	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Bu	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Hr	2.7	2.7	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3
Mk	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Cg	1.0	1.0	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3
Ru	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
Sr	1.0	1.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Sl	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

Što se tiče restrukturiranja preduzeća, rezultati u svim zemljama Jugoistočne Evrope nisu zadovoljavajući. Podaci pokazuju, da su Srbija, Crna Gora i Bosna i Hercegovina imale najlošiju startnu ocenu. Međutim, ni posle deset godina tranzicionih reformi ni jedna zemlja Jugoistočne Evrope nije dostigla ocenu koja reprezentuje tržišne uslove poslovanja. Na ovakvo stanje upućuje podatak, da ni u jednoj analiziranoj zemlji još uvek nije završen proces privatizacije velikih preduzeća, kao i neuspešno restrukturiranje onih državnih preduzeća koja su od strateškog interesa za državu, a posluju sa gubitkom.

Tabela br.55 Ocena tranzicionih reformi liberalizacije cena³³⁰

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
BiH	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Bu	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Hr	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Mk	4.0	4.0	4.0	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Cg	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Ru	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Sr	2.3	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Sl	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0

Budući da je proces liberalizacije tržišta regiona Jugoistočne Evrope započeo još 2001. godine potpisivanjem Memoranduma o liberalizaciji i olakšicama u trgovini u Briselu, pod primenom Pakta za stabilnost Jugoistočne Evrope, uočava se da sve zemlje Jugoistočne

³²⁹ Autor na osnovu www.ebrd.com

³³⁰ Autor na osnovu www.ebrd.com

Evrope imaju liberalizovani sistem privređivanja i uslove trgovine. Liberalizaciji tržišta naročito doprinose brojni bileteralni i multilateralni sporazumi koje primenjuju zemlje Jugoistočne Evrope, kako međusobno, tako i sa drugim zemljama svetskog tržišta.

Tabela br.56 Ocena tranzicionih reformi trgovinskog i deviznog sistema³³¹

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
BiH	3.0	3.0	3.0	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Bu	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Hr	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Mk	4.0	4.0	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Cg	2.3	2.7	3.0	3.0	3.0	3.7	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.3
Ru	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Sr	1.0	2.7	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0
Sl	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3

Na osnovu prikazane tabele može se uočiti da indikatori tranzicionih reformi trgovinskog i deviznog sistema su takođe na visokom nivou. Većina zemalja ima najviše ocene, što je svakako u skladu sa pomenutim procesom liberalizacije tržišta Jugoistočne Evrope. Visoko učešće izvoza i uvoza u domaćem bruto proizvodu, međusobna prekogranična trgovina, kao i otvorenost tržišta su doprineli da se odabrane zemlje približe tržišnim uslovima privređivanja.

Tabela br.57 Ocena tranzicionih reformi u uslovima konkurencije³³²

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	1.7	1.7	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3
BiH	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3
Bu	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Hr	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
Mk	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7
Cg	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0
Ru	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7	3.0	3.3	3.3
Sr	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.7	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3
Sl	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	3.0	3.0	2.7

Uslovi konkurencije u svim analiziranim zemljama ne pokazuju zadovoljavajuće rezultate. Najlošiju početnu ocenu su imale Srbija, Crna Gora i Bosna i Hercegovina. Ne razvijenost tržišta kapitala i prisustvo velikog broja monopola zbog nerešenog državnog vlasništva velikih preduzeća i loših ocena u sprovođenju njihovih reformi su doveli do vrlo loših uslova konkurencije. Upravo ova činjenica predstavlja jedan od najvažnijih ograničavajućih faktora za privlačenje stranih investitora kada je ovaj region u pitanju.

³³¹ Autor na osnovu www.ebrd.com

³³² Autor na osnovu www.ebrd.com

Tabela br.58 Ocena tranzicionih reformi vezanih zainfrastrukturu³³³

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Al	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
BiH	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7
Bu	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Hr	2.3	2.7	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Mk	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7	2.7	2.7
Cg	1.3	1.3	1.3	1.7	1.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.3
Ru	3.0	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
Sr	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.3	2.7	2.7
Sl	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0

Na osnovu prezentirane tabele uočava se da su indikatori tranzicionih reformi vezani za infrastrukturu na dosta niskom nivou. Na ovakav podatak, upućuje činjenica da najveći broj preduzeća iz oblasti infrastrukture (putevi, železnica, voda, telekomunikacije) se nalazi u državnom vlasništvu. Velik broj tih preduzeća posluje sa gubitkom i uz subvencije države, što ih ne čini atraktivnima za investitore i proces privatizacije.

Tabela br.59 Ocena tranzicionih indikatora zemalja Centralne i Istočne Evrope u 2012.godini³³⁴

Tranzicioni indikatori	Slovačka	Poljska	Mađarska	Litvanija	Estonija	Letonija
Privatizacija velikih preduzeća	4.0	3.7	4.0	4.0	4.0	3.7
Privatizacija malih preduzeća	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Restrukturiranje i upravljanje	3.7	3.7	3.7	3.0	3.7	3.3
Liberalizacija cena	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Trgovinski i poreski sistem	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3
Politika konkurencije	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7

U prezentiranoj tabeli su prikazani indikatori zemalja Centralne i Istočne Evrope u 2012.godine koje su u proces tranzicije krenule nakon “rušenja” Berlinskog zida i sada većina njih, članica Evropske Unije se ubrajaju u razvijene zemlje sveta. Njihove ocene većinom zadovoljavaju tržišne uslove privređivanja, i zapravo reprezentuju ocene kojima teže odabrane zemlje Jugoistočne Evrope.

Tabela br. 60 Rang odabranih zemalja prema Indeksu globalne konkurentnosti, 2007. do 2013.godine³³⁵

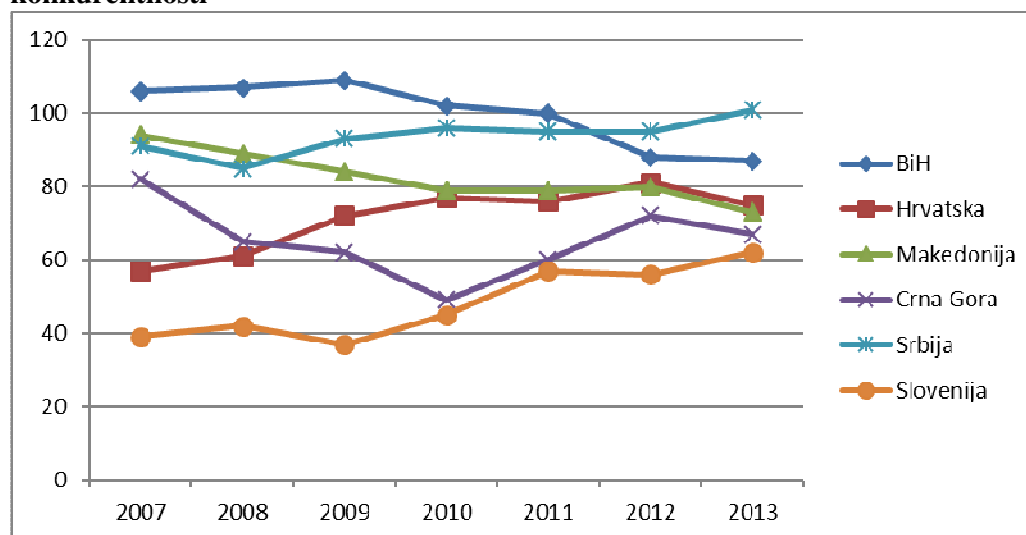
³³³ Autor na osnovu www.ebrd.com

³³⁴ Autor na osnovu www.ebrd.com

Zemlje	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
BiH	106	107	109	102	100	88	87
Hrvatska	57	61	72	77	76	81	75
Makedonija	94	89	84	79	79	80	73
Crna Gora	82	65	62	49	60	72	67
Srbija	91	85	93	96	95	95	101
Slovenija	39	42	37	45	57	56	62

Prezentirana tabela prikazuje izveštaj Svetskog ekonomskog foruma koji ocenjuje ukupnu konkurentnost zemlje putem Indeksa globalne konkurentnosti koji se kreće od 1 do 7, kao i Ranga globalne konkurentnosti koji je prikazan u datoj tabeli. Indeks globalne konkurentnosti predstavlja važan faktor donosiocima odluka o izboru zemlje za ulaganje. Ovaj indeks predstavlja kompozitni indeks koji u sebe uključuje 12 oblasti: institucije, infrastrukturu, makroekonomsku stabilnost, zdravstvo i primarno obrazovanje, više obrazovanje i praksa, efikasnost tržišta roba, efikasnost tržišta rada, sofisticiranost finansijskog tržišta, tehnološku spremnost, veličinu tržišta, sofisticiranost poslovnih procesa i inovacije. Indeks globalne konkurentnosti predstavlja ponderisani prosek navedenih dvanaest indikatora. Budući da je u 2013.godini Indeksom globalne konkurentnosti bilo obuhvaćeno 148 zemalja, Srbija je među odabranim zemljama zauzimala najlošiju ocenu imala je pad pozicije u odnosu na prethodne godine.

Grafikon br.2 Grupisanje odabranih zemalja prema rangu Indeksa globalne konkurentnosti³³⁶



Na osnovu datog prikaza, može se uočiti da u 2013. godini po pitanju ranga koji je utvrđen na osnovu Indeksa globalne konkurentnosti, slične uslove poslovanja imaju: Srbija i Bosna i Hercegovina, Makedonija i Hrvatska, i Slovenija i Crna Gora. U poređenju sa 2007. godinom, pa sve do 2013. godine može se uočiti da su: Bosna i Hercegovina, Makedonija i

³³⁵ Izvor: WEF (2007,2008,2009,2010,2011,2012,2013.) preuzeto iz Zrnić mr Danica: Razvoj modela konkurentnosti malih i srednjih preduzeća u tranzicionim uslovima, Novi Sad, 2014.godine, str.43

³³⁶ Autor, na osnovu tabele br.78

Crna Gora popravile svoju poziciju, dok su: Hrvatska, Slovenija i Srbija pogoršale svoju poziciju prema Indeksu globalne konkurentnosti.

2.2. Ekonomski i tržišni ambijent

Kao što je u drugom poglavlju istaknuto, najčešće strategije koje investitori slede pri izboru oblika ulaganja su: (1) strategija traganja za tržištem, (2) strategija traganja za resursima, (3) strategija traganja za efikasnošću. Najčešći faktori koje ulagači procenjuju kod strategije traganja za tržištem su: veličina tržišta (najčešće izražena kroz realnu vrednost BDP) i životni standard (najčešće izražen kroz BDP per capita). Kod strategije traganja za resursima pored prirodnih bogatstava neke zemlje (taj resurs je karakterističan za ulagače koji posluju u određenim sektorima i traže takve resurse) svakako je i radna snaga, odnosno troškovi radne snage (izraženi putem vrednosti neto zarada). Kod strategije traganja za efikasnošću investitore privlači povoljan poreski ambijent (izražen putem stopa PDV i stope poreza na dobit), koji značajno utiče na umanjeње troškova.

Tabela br.61 Bruto domaći proizvod u mlrd.EUR i BDP per capita EUR³³⁷

Tranzicione ekonomije	BDP mlrd.EUR				Prosečna stopa rasta 2001-2009	Prosečna stopa rasta 2009-2014	Stopa rasta u 2014.	BDP per capita EUR			
	2001	2008	2009	2014				2001	2008	2009	2014
Bugarska	16.0	36.5	36.1	42.0	5.8	0.2	1.7	2.000	4.800	4.800	5.800
Rumunija	45.5	142.4	120.4	150.0	6.3	0.0	2.8	2.000	6.900	5.900	7.500
Hrvatska	26.0	48.1	45.1	43.1	4.3	-2.2	-0.4	6.000	11.200	10.500	10.200
Makedonija	4.1	6.7	6.8	8.5	3.0	1.9	3.8	2.000	3.300	3.300	4.100
Crna Gora	1.3	3.1	3.0	3.4	5.0	0.4	1.5	2.000	4.900	4.700	5.500
Albanija	4.5	8.9	8.7	10.0	6.0	2.4	1.9	1.500	3.000	3.000	3.300
Bih	6.5	12.7	12.4	13.6	4.9	0.3	1.4	1.700	3.300	3.200	3.500
Srbija	13.7	33.7	30.7	33.1	5.9	-0.2	-1.8	1.800	4.500	4.200	4.600

Srbija je sredinom 2008. godine dostigla samo 72% BDP-a iz 1989. godine. Mada su do tada samo tri od šest zemalja Jugoistočne Evrope premašile nivo svog BDP-a iz 1989. godine i to: Albanija 2000. godine, Hrvatska 2006. godine. i Makedonija 2008. godine. Srbija je bila u najlošijem položaju. Jedna od manje razvijenih zemalja Jugoistočne Evrope, Bosna i Hercegovina, do sredine 2008. godine ostvarila je 84% od nivoa svog BDP-a iz 1989. godine.³³⁸ Na osnovu prezentirane tabele može se zaključiti da su prosečnu stopu rasta u periodu 2001. do 2009. godine preko 5% imale: Rumunija, Albanija, Bugarska i Srbija. Nakon pojave svetske ekonomske-finansijske krize dolazi do naglog pada stope rasta, pa prosečna stopa u periodu od 2009. do 2014. godine, osim u Albaniji gde ne prelazi rast od 1% su imale tri zemlje: Srbija, Mađarska i Hrvatska čak beleže pad stope BDP u periodu nakon pojave svetske ekonomsko-finansijske krize.

³³⁷ Izveštaj o privrednom razvoju Srbije 2014, Izvor: Eurostat, RZS, nacionalne statistike Makedonije, Crne Gore BiH, Albanije za 2014.godina str.5

³³⁸ Uvalić, M. (2012). *Tranzicija u Srbiji - ka boljoj budućnosti*. Beograd.str.205

Što se tiče životnog standarda jedino se Hrvatska može izdvojiti po značajnom BDP po stanovniku. Iz analize proizilazi da mnoge zemlje, nisu uspele ni u desetogodišnjem periodu značajno da podignu životni standard stanovništva uprkos brojnim reformama koje su sprovele u tom periodu.

Tabela br. 62 Neto zarade (EUR)³³⁹

Zemlje	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Slovenija	900	930	967	987	991	997	1005
Hrvatska	738	737	720	723	722	725	729
Mađarska	447	455	486	483	471	484	522
BIH	384	404	408	417	422	423	424
Rumunija	373	349	334	338	352	363	385
Srbija	400	338	331	372	366	388	380
Makedonija	262	326	334	338	339	343	348
Bugarska	226	237	259	283	303	319	327

Za investitore koji tragaju za resursima, koja se postiže kroz niže troškove pre svega radne snage, Srbija bi mogla da bude interesantna, jer u poređenju sa zemljama u regionu Srbija se nalazi na trećem mestu. To znači da niže zarade od Srbije imaju samo Makedonija i Bugarska. Rumunija i Bugarska imaju dosta niske neto zarade iako su još od 2007. godine članice Evropske Unije. Slovenija koja je članica Evropske Unije od 2004. godine se nalazi na prvom mestu sa neto zaradom od 1005 eura, iza nje se nalazi Hrvatska sa neto zaradom od 729 eura, koja je postala članica Evropske Unije 2013. godine.

Tabela br.63 Porez na dodatnu vrednost i porez na dobit preduzeća u odbaranim zemljama³⁴⁰

Zemlje	PDV	Porez na dobit
Srbija	20%	15%
Bugarska	20%	10%
Slovačka	20%	22%
Češka	21%	19%
Poljska	23%	19%
Rumunija	24%	16%
Hrvarska	25%	20%
Mađarska	27%	19%

Srbija, Bugarska i Slovačka imaju najnižu stopu poreza na dodatnu vrednost od 20%, dok je najniža stopa poreza na dobit u Bugarskoj i iznosi 10%. Istu stopu je do nedavno imala i Srbija. Ona sada iznosi 15% što je svrstava u red druge zemlje u regionu po nižim stopama poreza na dobit.

³³⁹ Izveštaj o privrednom razvoju Srbije 2014.godine , Izvor: RZS, nacionalne statistike, MP-istraživanje, preuzeto, www.pks.rs, 12.05.2015.

³⁴⁰ Agencija za strana ulaganja i promociju izvoza www.siepa.rs, preuzeto 15.12.2015.

2.3. Konkretna primjer finansijskog restrukturiranja preduzeća u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope

Kao što je već napomenuto, poseban problem koji otežava proces tranzicije predstavljaju velika državna preduzeća čiji je proces privatizacije odložen, ne postoji zainteresovanost stranih investitora za kupovinu tih preduzeća, ili država ne želi da se odrekne svog učešća u tim preduzećima.

Da bi se završio proces tranzicije, ključni preduslov predstavlja jačanje privatnog sektora i završetak procesa privatizacije državnih preduzeća. „Jedan od problema u procesu tranzicije je i pitanje: da li državna preduzeća treba da budu restrukturirana pre privatizacije, ili da se ostavi novim vlasnicima da brinu o restrukturiranju? Naime, u mnogim slučajevima restrukturiranje preduzeća u zemljama u tranziciji neposredno pre privatizacije nije imalo nikakve pozitivne efekte ili je čak imalo negativne rezultate na dolazeće „strateške“ investitore.“³⁴¹

Restrukturiranje donosi kako nove mogućnosti tako i izazove. Dok se jedni koncentrišu na preživljavanje, smanjenje troškova i otpuštanje viška zaposlenih, oni drugi koji su uspješni sprovedu one mere koje dovode do poboljšanja poslovnih performansi i osvajanja novih tržišta. Kada se govori o restrukturiranju državnih preduzeća, tada se najčešće misli na smanjivanje broja zaposlenih ili spašavanje preduzeća iz finansijskih „neprilika“. Najčešći razlozi za upadanje preduzeća u finansijske „neprilike“ su: previsoka zaduženost državnih preduzeća ili neadekvatno upravljanje državnim preduzećima.

Restrukturiranje u Srbiji najčešće podrazumeva subvencionisanje državnih preduzeća, isplate visokih otpremnina radnicima i čekanje strateških investitora koji bi preduzeća ulaganjima izbacili iz finansijskih „neprilika“.

U stabilizaciji poslovanja i otklanjanju finansijske krize se počinje formiranjem „timova“ za restrukturiranje preduzeća. Prvo je potrebno izvršiti sagledavanje unutrašnjih problema poslovanja preduzeća. Treba posvetiti pažnju: analizi prihoda, strukturi troškova, marketinškom planu, prodaji, analizi obrtnih sredstava, kvalitetu poslovnog modela i strukturi kapitala, a sve u cilju povećanja efikasnosti poslovanja preduzeća.

Pod pritiskom međunarodne zajednice jedan broj državnih preduzeća u Srbiji je izvršio izdvajanje određenih organizacionih delova iz svoje organizacione strukture, naročito onih koji predstavljaju sporedne delatnosti, nakon čega su nastavili da posluju kao samostalni entiteti (Elektroprivreda Srbije, Železnice Srbije, itd.).

U nastavku istraživanja, biće prikazan konkretna primjer restrukturiranja državnog preduzeća iz oblasti elektroprivrede u cilju poboljšanja finansijskih performansi na primeru Srbije, Hrvatske i Crne Gore.

³⁴¹ Erić, D., Stošić, I. Korporativno restrukturiranje, Institut ekonomskih nauka, Beograd, 2013.str. 95

Tokom 20-tog veka Elektroprivreda Srbije je, kao i većina svetskih elektroprivreda, funkcionisala u strogo regulisanim uslovima od strane države. Ova delatnost je smatrana prirodnim monopolom i funkcionisala je u okviru velikih vertikalno integrisanih sistema. Sistemi su se sastojali iz: (1) proizvodnja (2) prenos (3) distribucija i (4) usluge u okviru distribucije električne energije.³⁴²

Tabela br.64 - Reforma tržišta električne energije³⁴³

Restrukturiranje	Vertikalno razdvajanje proizvodnje, prenosa, distribucije i snabdevanja krajnjih potrošača
	Horizontalno razdvajanje proizvodnje i snabdevanja
Reorganizacija	Uvođenje konkurencije u segment proizvodnje i Snabdevanja
	Kreiranje tržišta veleprodaje i maloprodaje
Regulacija mrežnih Delatnosti	Formiranje nezavisnog regulatornog tela
	Pristup treće strane mreži
	Podsticajna regulativa za prenosnu i distributivnu Mrežu
Privatizacija	Osnivanje novih privatnih kompanija
	Privatizacija postojećih kompanija u državnom Vlasništvu

Pre početka sektorske reforme, elektroprivreda je imala karakteristike prirodnog monopola, što je podrazumevalo jedno vertikalno integrisano preduzeće koje je bilo organizovano tako što bi predstavljalo ili sastavni deo jedinstvene kompanije ili zavisno pravno lice sa odvojenom upravom. Liberalizacija tržišta je dovela do dezintegracije, odnosno izdvajanja segmenata u kojima je moguće uvesti konkurenciju.³⁴⁴

Proseć otvaranja tržišta električne energije je u Srbiji počeo 2004. godine, usvajanjem Zakona o energetici. Zakon je bio prilagođen evropskoj pravnoj regulativi koja reguliše ovu oblast. U 2005. godini Srbija je potpisala Ugovor o osnivanju energetske zajednice Jugoistočne Evrope, a iste godine je počela sa radom i Agencija za energetiku. Takođe, u 2005. godini dolazi i do izdvajanja Javnog preduzeća Elektromreže Srbije za prenos električne energije što je u skladu sa Zakonom i ostalim evropskim regulativama. Javno preduzeće Elektromreže Srbije vrši poslove Operatora prenosnog sistema, a zaduženo je i da povremeno vrši poslove Operatora tržišta. U 2011. godini je usvojen nov Zakon o energetici. Ovaj Zakon je u skladu sa evropskom pravnom regulativom, koja reguliše ovu oblast. Zakon je definisao pored neophodnih subjekata i pravila na tržištu i određene rokove za prelazak na status kvalifikovanog potrošača i potpuno otvaranje tržišta za sve kupce. Po nacrtu zakona od 2012. godine Agencija za energetiku je zadužena za određivanje cene električne energije.

³⁴²Zakon o energetici Republike Srbije, 2004. Član 2

³⁴³Jamasb, T., Pollitt M. (2005), Electricity Market Reform in the EU – Review of Progress towards Liberalisation and Integration, University of Cambridge, Working Paper 66.

³⁴⁴www.ekof.bg.ac.rs, preuzeto 13.03.2014.godine

Tokom 2007. i 2009. godine konsultantske kuće su u saradnji sa Elektroprivredom Srbije izradile materijale vezane za restrukturiranje, poboljšanje performansi i pripremu za postepen prelazak na poslovanje u uslovima konkurencije prenoseći tako iskustva evropskih država koje su već otpočele pomenute procese i čiji energetske subjekti posluju na liberalizovanim tržištima. Elektroprivreda Srbije je 2007. godine formirala Stručni “tim” koji je započeo rad na razdvajanju delatnosti unutar privrednih društava za distribuciju električne energije. Doneto je i Uputstvo o načinu razvrstavanja prihoda i troškova na energetske delatnosti i druge delatnosti koje se obavljaju u privrednim društvima za distribuciju električne energije.

Tabela br.65 Rezultati poslovanja Elektroprivrede Srbije u periodu od 2005.-2012.godine, u 000³⁴⁵

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kapital	321.756.242	341.394.900	490.242.492	460.415.024	457.576.791	451.883.181	1.014.602.503	780.953.152
Dugoročni krediti	45.466.732	35.054.701	34.935.260	41.550.014	41.450.980	49.869.951	45.541.497	58.143.363
Kratkoročni krediti	14.239.138	10.317.195	8.801.336	9.584.357	13.624.782	16.225.608	17.682.434	33.092.959
Stalna imovina	389.814.123	387.324.649	552.173.206	528.820.421	520.860.997	527.386.292	1.150.623.635	955.702.400
Obrtna imovina	53.159.087	61.502.416	68.316.854	76.019.530	87.104.907	98.033.097	102.949.867	118.521.152
Rashodi kamata	7.501.287	3.929.357	2.566.316	2.471.359	2.241.636	3.423.632	2.505.474	3.878.727
Neto rashodi finansiranja	-8.435.453	6.174.013	5.370.694	-2.743.998	2.729.917	1.063.689	5.872.658	3.319.370
Neto dobitak/gubitak	393.842	16.303.246	-99.613.978	-25.698.137	-8.056.746	-3.202.125	26.819.837	-12.338.811

Kao što je napomenuto, dve godine su ključne u finansijskom i organizacionom restrukturiranju Elektroprivrede Srbije. U 2005.godini dolazi do izdvajanja Elektromreža Srbije u posebni pravni entitet. Na osnovu tabelarnog prikaza može se uočiti da takva odluka dovodi do smanjenja ukupne zaduženosti preduzeća. U 2006. godini dolazi do smanjenja ukupne glavnice duga dugoročnih kredita i značajnog smanjenja rashoda kamata. Kapital i obrtna imovina se povećavaju, dok kratkoročni krediti i stalna imovina imaju trend blagog smanjenja. Međutim, ono što se može uočiti jeste značajan rast profitabilnosti preduzeća sa 393.842 u 2005.godini na 16.303.246 u 2006. godini, što se može pripisati jednim delom značajnom povećanju neto rashoda finansiranja u korist prihoda od kamata, jer su u 2005.godini oni iznosili -8.435.453. U 2006. godini dolazi do većeg učešća prihoda od kamata pa su samim tim neto rashodi finansiranja pozitivni i iznose 6.174.013.

U 2007.godini Elektroprivreda ostvaruje najveći gubitak u poslovanju koji iznosi 99.613.978 dinara. Te godine, Elektroprivreda Srbije donosi odluku o restrukturiranju koju postupkom razdvajanja određenih delatnosti u samostalne entitete. Proces restrukturiranja dovodi do rasta zaduženosti preduzeća, odnosno do rasta dugoročnih kredita i neto rashoda finansiranja

³⁴⁵Izvor: Autor doktorske disertacije na osnovu finansijskih izveštaja preuzetih sa sajta <http://www.eps.rs>, preuzeto 15.03.2016.

sa negativnim predznakom. Međutim, proces odvajanja delatnosti koje ne predstavljaju osnovnu delatnost preduzeća dovodi do poboljšanja finansijskih performansi, jer se iznos gubitka u 2008.godini smanjuje i iznosi 25.698.137 dinara.

Elektroprivreda Hrvatske se nalazi u sastavu HEP a.d. grupe koja se nalazi u državnom vlasništvu Republike Hrvatske. HEP a.d. grupa ima u svom sastavu 13 preduzeća. U 2009.godine dolazi do promene u politici korporativnog upravljanja koja se odnosila na decentralizaciju u pogledu organizacije prema kojoj strategijsko upravljanje sprovodi HEP a.d., a operativno upravljanje sprovode zavisna društva. Takav preokret u politici upravljanja je uticao na smanjenje troškova poslovanja što je stvorilo značajne uštede, a samim tim pozitivno uticalo na finansijske performanse preduzeća.

Tabela br.66 Rezultati poslovanja HEP a.d.grupe u Hrvatskoj u periodu 2008-2013.godine u 000 kuna³⁴⁶

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Kapital	18.130.245	18.248.114	19.734.331	19.216.940	19.917.120	21.210.249
Dugoročni krediti	943.099	947.747	1.184.921	1.174.713	132.084	208.838
Kratkoročni krediti	1.122.054	767.805	292.493	603.163	410.843	672.338
Stalna imovina	29.285.946	29.879.841	29.999.229	30.364.386	31.775.826	32.125.873
Obrtna imovina	3.349.493	2.831.213	3.753.220	3.381.984	3.703.524	3.435.049
Neto rashodi finansiranja	-241.470	-340.541	-348.037	-371.271	-284.797	-810.746
Neto dobitak/gubitak	31.097	154.422	1.435.366	-3.306	35.808	1.301.155

Na osnovu prezentirane tabele može se uočiti, da nakon 2009. godine dolazi do značajnog smanjenja kratkoročnih kredita i povećanja dugoročne zaduženosti preduzeća, što se dalje odražava na rast neto rashoda finansiranja u korist rashoda finansiranja. Međutim, ovakav zaokret u politici korporativnog upravljanja i decentralizacija poslovanja dovodi do značajnog povećanja dobiti preduzeća koja je 2009. godine iznosila 154.422, dok u 2010. godini iznosi 1.435.366. Takvo povećanje dobiti rezultat je naglog povećanja poslovnih prihoda u 2012. godini na 12.600,8 miliona kuna, što u odnosu na 2008. godinu predstavlja povećanje u iznosu od 711.4 miliona kuna.

U velikoj meri na povećanje poslovnih prihoda je uticalo povećanje prodajne cene toplotne energije i plina u drugoj polovini 2009. godine. U 2009. godini dolazi do povećanja i poslovnih rashoda u iznosu od 278.4 miliona kuna u odnosu na 2008. godinu, ali je taj rast značajno manji od rasta poslovnih prihoda, što se pozitivno odrazilo na finansijski rezultat preduzeća. Ostali poslovni rashodi povećani su za 26 procenata, od čega najveći deo otpada na povećanje troškova usklađivanja troškova zaliha, investicionih ulaganja u nekretnine, aktiviranja rezervisanja za nenaplativa potraživanja, kao i za sudske sporove i otpremnine nakon otpuštanja određenog broja zaposlenih.³⁴⁷

³⁴⁶Izvor: Autor doktorske disertacije, na osnovu finansijskih izveštaja HEP a.d. grupe, preuzeto sa sajta www.hep.hr, 13.03.2016.

³⁴⁷www.hep.hr, preuzeto 11.02.2016.godine

U Crnoj Gori proces restrukturiranja Elektroprivrede je sproveden po modelu delimične akvizicije, po kojem je deo kapitala putem tenderske prodaje prodat Italijanskoj kompaniji A2A, pri čemu je država zadržala većinsko vlasništvo. Proces delimične privatizacije je sproveden 2009. godine.

Tabela br.67 Rezultati poslovanja Elektroprivrede Crne Gore u periodu 2007-2012.godine, u EUR³⁴⁸

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Kapital	933.522.036	912.299.577	894.658.828	925.567.117	859.167.023	853.484.242
Dugoročni krediti	20.311.625	29.486.242	31.131.641	40.658.662	47.675.051	63.631.807
Kratkoročni krediti	1.250.000	2.000.000	9.005.559	3.915.600	7.019.080	3.944.720
Stalna imovina	963.099.622	954.950.605	843.182.881	870.976.054	854.760.529	863.104.548
Obrtna imovina	84.772.842	113.045.903	201.118.443	216.532.563	194.327.367	228.760.610
Rashodi kamata	2.322.667	1.378.964	1.923.784	1.924.909	1.290.096	576.111
Neto dobitak/gubitak	-7.876.475	-17.607.696	4.142.268	16.497.515	-66.548.265	-550.414

Na osnovu prezentirane tabele može se uočiti da nakon sprovedene privatizacije po modelu parcijalne akvizicije, u 2010. godini dolazi do značajnog povećanja dobiti preduzeća, sa 4.142.268 u 2009. godini na 16.497.515 u 2010. godini. Dolazi do naglog smanjenja kratkoročnih kredita preduzeća, sa 9.005.559 u 2009. godini. na 3.915.600 u 2010. godini i povećanja dugoročnih kredita sa 31.131.641 u 2009. godini na 40.658.662 u 2010. godini. Međutim, može se uočiti da rezultati delimične akvizicije u narednim godinama nisu bili na zadovoljavajućem nivou, jer već u 2011.godini preduzeće ostvaruje značajan gubitak u iznosu od 66.548.265 eura.

Na osnovu analize procesa restrukturiranja javnog preduzeća iz oblasti energetike u Srbiji, Hrvatskoj i Crnoj Gori može se zaključiti da proces restrukturiranja podrazumeva kompleksnu analizu poslovnog procesa preduzeća, kroz sagledavanje sadašnjeg stanja poslovanja preduzeća i razmatranje različitih finansijskih alternativa koje se mogu preduzeti kako bi se poboljšale finansijske performanse preduzeća.

Proces restrukturiranja u Srbiji je sproveden kroz procese odvajanja delova preduzeća koja ne predstavljaju osnovnu delatnost preduzeća u samostalni entitet. U Hrvatskoj restrukturiranje je sprovedeno kroz promenu u politici korporativnog upravljanja i decentralizaciju poslovanja. U Crnoj Gori proces restrukturiranja je sproveden po modelu delimične (parcijalne) akvizicije.

Na osnovu sumiranih rezultata o prikazanim modelima restrukturiranja može se zaključiti, da model restrukturiranja u funkciji poboljšanja finansijskih performansi preduzeća podrazumeva:

³⁴⁸Izvor: Autor doktorske disertacije

- (1) Definisavanje uzroka nastanka problema
- (2) Analizu strukture kapitala koja podrazumeva analizu dosadašnjih dugovanja preduzeća. Analiza se odnosi na kreditni bonitet preduzeća i njegovu sposobnost da izmiri troškove glavnice duga i kamata.
- (3) Ispitivanje mogućnosti za reprogram dugova koji podrazumeva otpis određenih zastarelih dugovanja i konverziju kratkoročnih u dugoročne dugove.
- (4) Analizu obrta obrtnih sredstava, posebno novčanih sredstava
- (5) Stabilizaciju poslovanja i otklanjanje finansijske krize
- (6) Restrukturiranje finansijskih obaveza kako bi se uklopile sa raspoloživim obrtom novčanim sredstava.
- (7) Promenu marketing strategije i približavanje klijentima i tržištu
- (8) Promenu modela korporativnog upravljanja
- (9) Promenu strategije preduzeća
- (10) Prodaju delova preduzeća, naročito neprofitabilnih pogona, ili onih delova koji ne predstavljaju deo osnovne delatnosti preduzeća
- (11) Analizu dodatnih izvora finansiranja preduzeća i uslove njihovog pribavljanja
- (12) Rekonstrukcija poslovanja preduzeća u cilju veće konkurentnosti preduzeća (kroz različite modele organizacionog restrukturiranja)
- (13) Uvođenje informacione tehnologije
- (14) Razvoj plana za promenu vizije preduzeća i uslovi za njegovo izvršenje
- (15) Sprovođenje modela parcijalne akvizicije

Na osnovu prezentiranih elemenata koje podrazumeva model finansijskog restrukturiranja može se zaključiti da je finansijsko restrukturiranje jedan sveobuhvatan i kompleksan proces koji podrazumeva veliki broj pravaca i mera koje se preduzimaju u funkciji poboljšanja finansijskih i poslovnih performansi preduzeća. Kada se govori o restrukturiranju preduzeća, naročito u zemljama u tranziciji u prvi plan se ističu problemi finansijske prirode i problemi vezani za vlasništvo i kontrolu nad preduzećem. U drugi plan dolaze problemi vezani za redizajniranje poslovnih procesa i promenu marketing strategije. Promena kontrole može da podrazumeva aktivnosti vezane za otkup sopstvenih akcija što svakako utiče na sužavanje vlasništva u rukama manje grupe akcionara, privatizaciju preduzeća, a samim tim i promenu vlasništva i kontrole preduzeća, prodaju javnog preduzeća menadžerima (MBO- management-buy-out), prodaju javnog preduzeća trećim licima putem velikog kreditnog zaduženja (LBO – leverage-buy-out), kao i promene vlasništva i kontrole kroz brojne strategije ekspanzije preduzeća kao što su: merdžeri i akvizicije, zajednička ulaganja, strategijske alijanse itd.

Kako je već istaknuto, preduzeća sa kojima se loše upravlja često postaju mete neprijateljskog napada, pa samim tim promene u sistemu internog upravljanja kroz promenu učesnika u odboru direktora i skupštini akcionara, naročito povećanjem učešća eksternih učesnika u velikoj meri utiču na rešavanje agencijskog problema. Takođe, promene u sistemu eksternog upravljanja kroz različite već promenute strategije promene vlasništva preduzeća predstavljaju veoma važne poluge restrukturiranja preduzeća. Kao što je prikazano u četvrtom poglavlju doktorske disertacije, upravo finansijske institucije su kroz procese vlasničkog i tržišnog preuzimanja i promenu strukture vlasništva značajno poboljšale svoje tržišno učešće i poslovne performanse preduzeća.

Rešavanje problema finansijske prirode kako je već naglašeno uglavnom je usmereno na reprogramiranje dugova, konverziju kratkoročnih u dugoročne kredite i razmatranje mogućnosti dodatnog zaduživanja preduzeća najčešće putem emisije obveznica ili uzimanjem novih kredita kod poslovnih banaka. Ovakve mere su najčešće pratile i brojne teške mere vezane za smanjenje broja zaposlenih, smanjivanje zarada, zatvaranje određenih pogona, prodaju ne profitabilnih pogona, a sve u cilju smanjenja troškova poslovanja, a samim tim i poboljšanja finansijskog stanja preduzeća. Na osnovu rezultata ankete koji su prikazani u četvrtom poglavlju doktorske disertacije, proces preuzimanja je najčešće pratilo ili smanjenje broja zaposlenih ili ostajanje broja zaposlenih na istom nivou, ali uz značajno povećanje obima posla. Uvođenje kompenzacija i bonusa, svakako utiče na povećanje motivacije i timski rad, ali satisfakcija zaposlenih kao što je prikazano nije na zadovoljavajućem nivou, jer velika otpuštanja, promena strukture rukovođenja, smanjenje zarada, stvaraju određeno okruženje koje utiče na povećanje straha kod zaposlenih za sigurnost radnog mesta. Upravo ove mere predstavljaju sastavni deo sprovođenja procesa finansijskog restrukturiranja.

Promena marketing strategije podrazumeva aktivnosti koje su umerene ka zadovoljenju zahteva tržišta i klijenata. Te aktivnosti su usmerene na unapređenje ponude proizvoda, penetraciju postojećih tržišta i osvajanje novih tržišta kao i promenu postojećih promotivnih aktivnosti. Promena marketing strategije dalje može da podrazumeva sklapanje različitih aranžmana sa drugim preduzećima kako bi se iskoristile prednosti unakrsne prodaje i distribucije, zajedničkog istupanja na pojedinim tržištima, poboljšanje imidža preduzeća, širenje palete usluga i omogućavanje potrošačima da više usluga mogu dobiti na jednom mestu, a sve u cilju sticanja i poboljšanja konkurentskih prednosti preduzeća. U finansijskom sektoru promena marketing strategije bi se mogla odnositi na ostvarivanje efekata ekonomije okvira (delokruga) kroz nuđenje veće palete usluga – npr. pored klasičnih bankarskih usluga, banke bi mogle da nude usluge vezane za davanje raznih vrsta osiguranja, usluge vezane za trgovinu hartijama od vrednosti, savetodavne usluge, sklapanje ugovora sa brojnim trgovinskim organizacijama i proizvodnim organizacijama u kojima bi klijenti banke mogli da kupuju proizvode uz određene pogodnosti i povoljnije uslove kreditiranja.

Na osnovu prezentiranih mera finansijskog restrukturiranja naročito u zemljama u tranziciji koje karakterišu nagomilani problemi i „zapadanje” preduzeća u ogromne finansijske neprilike, može se zaključiti, da bi model restrukturiranja bio uspešan potrebno je da bude zasnovan na integralnom obuhvatanju svih pomenutih strategija preduzeća. Takav integralan pristup u definisanju uzroka problema kao i definisanja mera za rešavanje identifikovanih problema, može da dovede do poboljšanja poslovnih i finansijskih performansi, prevazilaženja elemenata finansijske krize i poboljšanja efikasnosti poslovanja preduzeća.

3. Poslovno restrukturiranje privrede kroz strane direktne investicije u funkciji eksternog rasta

Kao što je prikazano i objašnjeno u drugom poglavlju disertacije, poslovno restrukturiranje se realizuje kroz dve strategije: (a) strategije rasta tj. ekspanzije i, (b) strategije kontrakcije. Strategije rasta poslovnog restrukturiranja obuhvataju procese vlasničkog, organizacionog, tržišnog i strategijskog restrukturiranja najčešće kroz merdžere i akvizicije, kao i kroz njihove

alternativne oblike kao što su zajednička ulaganja i strategijske alijanse. Greenfield investicije ne predstavljaju strategiju rasta koja utiče na restrukturiranje postojećih preduzeća u funkciji eksternog rasta. Kada se govori o restrukturiranju privrede jedne zemlje, tada sunajbolja mera koja reprezentuje makro aspekt ovog fenomena strane direktne investicije.

Tradicionalna teorija o stranim direktnim investicijama u prvi plan stavlja samo modele restrukturiranja privrede u punom vlasništvu (kroz merdžere i akvizicije i greenfield ulaganja). Savremena teorija o stranim direktnim investicijama, proširuje ove modele i stavlja veći akcenat na modele u delimičnom vlasništvu (kroz zajednička ulaganja i strategijske alijanse). Jedan od najuticajnijih modela u literaturi koji se koristi za procenu izbora modela ulaska na određeno strano tržište je svakako Dunningova „Ekletička paradigma“, odnosno, tzv. „OLI model.“³⁴⁹

OLI model polazi od tri grupe faktora. „O“ faktor (eng.ownership) predstavlja posedovanje, vlasništvo, „L“ faktor (eng.location) predstavlja lokaciju, „I“ faktor (eng.internalization) predstavlja internalizaciju. Ovaj model objašnjava činjenicu, ukoliko preduzeće, poseduje retke resurse i kompetencije koje mu omogućavaju da ostvari konkurentsku prednost, tada je najbolje da kao model internalizacije koristi modele u punom vlasništvu, jer mu to na najbolji način pruža mogućnost da eksploatiše retke resurse koje poseduje.³⁵⁰

Savremena literatura o stranim ulaganjima proširuje OLI model, naročito onaj deo koji se odnosi na specifičnu imovinu ili resurse na kvaziinternacionalizaciju, odnosno internacionalizaciju kroz nevlasničke forme organizovanja - mreže i alijanse.³⁵¹

U literaturi ne postoji dilema o brojnim determinantama koje utiču na proces privlačenja stranih investicija, ali s druge strane postoji visok stepen ne slaganja o tome koliko je zaista uticaj izabranih determinanti značajan.³⁵² Suprotna mišljenja postoje i oko toga da li privredni rast utiče na privlačenje SDI, ili s druge strane SDI utiču na privredni rast³⁵³, ili je jednostavno ta veza uzročno-posledična.

Nadovezujući se na istraživanje o uticaju stranih investicija na privredni rast zemalja Centralne i Istočne Evrope,³⁵⁴ u ovom delu istraživanja, ispitaće se uticaj stranih investicija na privredni rast odabranih zemalja Jugoistočne Evrope. Uporedivost analiza međutim nije

³⁴⁹Dunning, J. H. (2001). Paradigm of International Production: Past, Present and Future. *International Journal of the Economics of business*, Vol.8, No.2 , 173-190.

³⁵⁰Stoian, C., & Filippaios, F. (2008). Dunning's eclectic paradigm: A holistic, yet context specific framework for analysing the determinants of outward FDI Evidence from international Greek investments. *International Business Review* 17 , 349-367.

³⁵¹Scott-Kennel, J., & Enderwick, P. (2004). Inter-firm Alliance and Network Relationships and the Eclectic Paradigm of International Production: An Exploratory Analysis of Quasi-internalisation at the Subsidiary Level". *International Business Review*, Vol.13 , 425-445.

³⁵²Wei, Y., Liu, X., Parker, D., & Vaidya, K. (1999.). The regional distribution of foreign direct investment in China. *Regional Studies* 33(9) , 857-867.

³⁵³Pritchett, L. (2000) "Understanding Patterns of Economic Growth: Searching for Hills among Plateaus, Mountainins and Plains", World Bank Economic Review, UNCTAD Investment Brief, No.2 2008. Ističe kako ta veza nije empirijski potvrđena

³⁵⁴Neuhaus. M. (2006), The Impact of FDI on Economic Growth, Springer-Verlag Company

moguća, jer vremenski okvir istraživanja za trinaest zemalja Centralne i Istočne Evrope se odnosi na period od 1989. do 2006. godine, kada su strane investicije neprekidno imale uzlaznu putanju, i na taj način potvrđivale značajan pozitivan uticaj na privredni rast. Takođe, potvrđeno je da zemlje koje su imale visok priliv SDI imale su i veće stope rasta. Istraživanje bi sigurno dalo drugačije rezultate ukuljučivanjem vremenskog perioda posle izbijanja svetske ekonomsko-finansijske krize, kada dolazi do pada ukupne investicione aktivnosti.

Takođe, u ovom delu istraživanja ispitaće se uticaj izabranih determinanti razvoja na proces restrukturiranja privrede u odabranim zemaljama uz korišćenje modela višestruke regresije. Pre sprovođenja linearne i višestruke regresije, biće dat prikaz vladajućih stavova o fakotrima lokacije i ključnim determinantama koje utiču na proces privlačenja stranih investitora i izbor modela ulaska kroz poslovno restrukturiranje.

Ispitivanjem veličine tržišta zemlje i institucionalnih determinanti koje utiču na stepen razvoja jedne zemlje bavio se veliki broj autora kao što su: Brouthers & Brouthers,³⁵⁵ zatim Mudambi & Mudambi,³⁵⁶. U najvećem broju radova autora Bevan & Estrin,³⁵⁷ Bevan, Estrin, & Meyer,³⁵⁸ i Rodriguez & Pallas,³⁵⁹ testirana je hipoteza da postoji značajna veza između veličine tržišta³⁶⁰ i stranih direktnih investicija. Ovo je u skladu sa teorijom investitora koji traže tržište i koji žele da iskoriste rastući tržišni potencijal i ostvare značajne uštede kroz ekonomiju obima.

Takođe i otvorenost tržišta³⁶¹ smatra se važnom determinantom prilikom izbora zemlje za određeni oblik ulaganja, jer veći indikator pokazuje veći stepen konkurentnosti izabrane zemlje. Pozitivan uticaj veličine tržišta i otvorenosti tržišta na strane investicije su potvrdili autori Thomas & Grosse,³⁶² i Sun, Wilson, & Yu.³⁶³

Autorka Aseidu³⁶⁴ je istraživala ekonomske faktore prilikom izbora ulaganja u izabrane zemlje afričkog kontinenta. Na osnovu istraživanja došlo se do zaključka, da stopa rasta BDP per capita i otvorenost tržišta imaju pozitivan uticaj na priliv stranih investicija.

³⁵⁵Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. (2000). Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. *Strategic Management Journal* 21 , 89-97.

³⁵⁶Mudambi, R., & Mudambi, S. M. (2002). Diversification and market entry choices in the context of foreign direct investment. *International Business Review* 11 , 35-55.

³⁵⁷Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics* , 775-787

³⁵⁸Bevan, A., Estrin, S., & Meyer, K. (2004). Foreign investment location and institutional development in transition economies. *International Business Review* 13 (1) , 43-64.

³⁵⁹Rodriguez, X. A., & Pallas, J. (2008). Determinants of foreign direct investment in Spain. *Applied Economics* 40 (19) , 2443-2450.

³⁶⁰ Za veličinu tržišta najčešće uzimana determinanta je vrednost nominalnog (realnog) domaćeg bruto proizvoda ili njegova stopa rasta

³⁶¹ Za otvorenost tržišta se najčešće uzima učešće izvoza i uvoza zemlje u domaćem bruto proizvodu

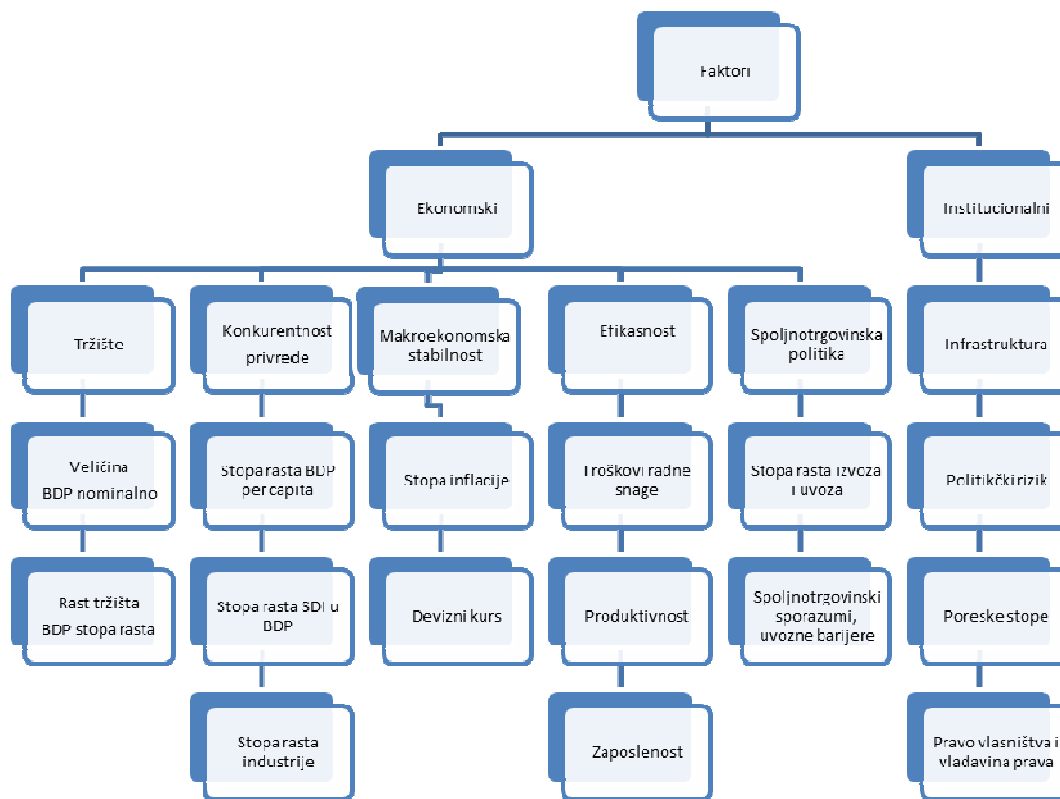
³⁶²Thomas, D. E., & Grosse, R. (2001). Country-of-origin determinants of foreign direct investment in an emerging market: the case of Mexico. *Journal of International Management* 7 , 59-79.

³⁶³Sun, Q., Wilson, T., & Yu, Q. (2002). Determinants of foreign direct investment across China. *Journal of International Money and Finance* 21 , 79-113.

³⁶⁴Aseidu, E. (2002). On the Determinants on Foreign Direct Investment to Developing countries: Is Africa Different? *World Development Vol.30, No.1* , 107-119.

Autor Ang³⁶⁵ je istaživao determinante za privlačenje stranih investicija u Maleziji u periodu od 1960. do 2005.godine na osnovu godišnjih podataka. Došao je do zaključka, da realni BDP u velikoj meri pozitivno utiče na priliv stranih investicija, dok stopa rasta BDP umerno pozitivno utiče na priliv stranih investicija. Povećanje finansijskog razvoja, infrastrukture i otvorenosti tržišta takođe pozitivno utiče na priliv stranih investicija. Veća poreska stopa i apresijacija kursa negativno utiču na priliv stranih investicija. Istraživanje potvrđuje da visoka makroekonomska neizvesnost takođe pozitivno utiče priliv stranih investicija.

Šematski prikaz br.4 Faktori eksternog okruženja koji utiču na izbor modela restrukturiranja privrede³⁶⁶



Autori Villaverde & Maza³⁶⁷ su ispitali uticaj 16 determinanti za privlačenje stranih direktnih investicija (SDI) na tržištu Španije. Navedene faktore su podelili u četiri velike grupe: (a) ekonomski potencijal, (b) uslovi radne snage, (c) tržište i (d) konkurentnost. U istraživanjima se došlo do zaključka, da ekonomski potencijal, uslovi radne snage i konkurentnost predstavljaju glavne faktore za privlačenje stranih investicija. Međutim, oni su suprotno gore prikazanim istraživanjima zaključili, da veličina tržišta ne utiče na privlačenje stranih direktnih investicija.

³⁶⁵ Ang, J. B. (2008). Determinants of foreign direct investment in Malaysia. *Journal of Policy Modeling* 30 , 185-189.

³⁶⁶ Izvor: Autor na osnovu pregleda vladajućih stavova

³⁶⁷ Villaverde, J., & Maza, A. (2011). Foreign direct investment in Spain: Regional distribution and determinants. *International Business Review* .

Tabela br. 68 Determinante razvoja za privlačenje stranih investicija³⁶⁸

FAKTORI	DETERMINANTE
Ekonomski potencijal	BDP per capita , Produktivnost
Uslovi radne snage	Zaposlenost , Stopa aktivnosti, Stopa zauzetosti, Jedinični troškovi rada
Tržište	BDP , Populacija
Konkurentnost	Otvorenost tržišta , Učešće industrije u BDP , Infrastruktura

Na osnovu istraživanja autora Villaverde & Maza, i sumiranjem prethodno navedenih vladajućih stavova, stvoren je konceptualni okvir za definisanje determinanti razvoja koje u najvećoj meri utiču na proces privlačenja stranih investitora, a samim tim i na proces restrukturiranja privrede odabranih zemalja.

Tabela br.69 Determinante razvoja izabranih zemalja Jugoistočne Evrope³⁶⁹

FAKTORI (nezavisne promenljive)	DETERMINANTE	BAZA PODATAKA
	Zemalje Jugoistočne Evrope Period 2000-2012.	
BDP	BDP tekući \$	Svetska banka ³⁷⁰
BDPpc	BDP per capita constant 2005 \$	Svetska banka
IZVOZ/BDP	Učešće % Izvoza u BDP	Svetska banka
UVOZ/BDP	Učešće % Uvoza u BDP	Svetska banka
ZAP./TOTAL	Stopa zaposlenosti % u totalnoj populaciji	Svetska banka
IND/BDP	Učešće% Industrije u BDP	Svetska banka

Uticaj prikazanih nezavisnih varijabli, na zavisnu varijablu – neto priliv stranih investicija³⁷¹ u odabranim zemljama: Bosna i Hercegovina, Hrvatska, Makedonija, Srbija i Slovenija vršice se primenom modela višestruke regresije. Budući da za Crnu Goru, nedostaju podaci za period do 2006.godine, ista je isključena iz analize.

³⁶⁸ Autor prilagođeno prema Villaverde, J., & Maza, A. (2011). Foreign direct investment in Spain: Regional distribution and determinants. *International Business Review* .

³⁶⁹ Izvor: Autor doktorske disertacije

³⁷⁰ www.wto.org

³⁷¹ Neto priliv stranih direktnih investicija, preuzet iz baze podataka Svetske banke, www.wto.org

Dakle, u ovom delu istraživanja ispitaće se uticaj izabranih determinanti na proces privlačenja stranih investicija. Prikaz varijabli koje se koriste u ovoj doktorskoj disertaciji za potrebe: linearne regresije, višestruke regresije i klaster analize dat je u prilogu br.7

Model multiple regresione analize bi predstavljao sledeću funkciju:

$$SDI = f(BDP, BDP_{pc}, IZVOZ/BDP, UVOZ/BDP, ZAP/TOTAL, IND/BDP)$$

Tabela br. 70 Uticaj nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu³⁷²

	F	P	Durbin-Watson test	Multipla korelacija
BiH	3.969	.076	.418	.909
Hr	2.522	.164	.809	.867
Mk	1.816	.265	.393	.828
Sr	1.084	.475	.529	.752
Sl	1.147	.450	.381	.761

Budući da multipla regresiona analiza ispituje, da li postoji povezanost između nezavisnih varijabli i zavisne varijable, prisutne su sledeće relacije:

- Ako je $p < 0,05$ postoji značajna razlika,
- Ako je $p > 0,1$ ne postoji značajna razlika,
- Ako je $p < 0,1$ postoji razlika, ali sa povećanim rizikom

Na osnovu datih pragova značajnosti (relacija) može se zaključiti da samo u Bosni i Hercegovini izabrane determinante razvoja utiču na strane investicije, bez obzira da je taj prag značajnosti $p = 0,076$ i nije velik. U ostalim zemljama nije potvrđena značajna veza između izabranih determinanti i stranih investicija.

Tabela br.71 Parametri uticaja nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu na primeru Bosne i Hercegovine³⁷³

Nezavinsna var.	kor (X,Y)	reg.koef.	t	p
BDP	0.425	0.369	0.144	0.891
BDP _{pc}	0.464	0.009	0.003	0.998
IZVOZ/BDP	0.065	-134.405	-3.01	0.03
UVOZ/BDP	-0.264	40.845	1.971	0.106
ZAP/TOTAL	-0.543	-364.065	-2.719	0.042
IND/BDP	0.54	161.705	1.266	0.261

³⁷² Izvor: Autor doktorske disertacije

³⁷³ Izvor: Autor doktorske disertacije

Daljom analizom nezavisnih varijabli na primeru Bosne i Hercegovine, kod koje se jedino regresioni model iskazao kao značajan, najveći doprinos kreiranju razlike imaju sledeće determinante: Zaposlenost (.042) i učešće izvoza u BDP (.030). Kod jedne i druge determinante prisutan je suprotan, odnosno negativan uticaj na proces privlačenja stranih investicija.

Budući, da je već istaknuto da postoji uzročno-posledična veza između eksternog okruženja i stranih investicija, u nastavku, u skladu sa istraživanjima autora Mencinger³⁷⁴ i Neuhaus, 2006³⁷⁵ biće prikazani rezultati linearne regresije o uticaju stranih investicija na privredni rast.³⁷⁶ Strane investicije će biti prikazane kroz procentualno učešće u domaćem bruto proizvodu, dok će privredni rast biti prikazan kroz stopu rasta domaćeg bruto proizvoda u periodu od 2000. do 2012.godine.³⁷⁷

Tabela br. 72 Linearna regresija %SDI u BDP na %BDP³⁷⁸

Zemlje	F	p	r	Linearna regresija
BiH	2.18	0.1594	0.4067	$Y = .1598x + 2.5670$
Hr	1.109	0.3642	0.3026	$Y = .6373x - 1.3235$
Mk	4.765	0.0323	-0.5498	$Y = -.2057x + 3.9723$
Sr	0.087	0.917	0.0887	$Y = .0377x + 3.7963$
Sl	8.201	0.0066	0.6535	$Y = 1.2400x - .9198$

Rezultati linearne regresije pokazuju da se samo kod dve izabrane zemlje ostvaruje uticaj stranih investicija na privredni rast. Međutim, treba napomenuti da je kod Slovenije ($p = .0066$) taj uticaj pozitivan, dok je kod Makedonije ($p = .0323$) uočen negativan uticaj stranih investicija na privredni rast. Takav trend je u skladu sa istraživanjima autora Mencingera³⁷⁹ koje je sproveo na osam zemalja Srednje i Istočne Evrope i koji je takođe potvrdio negativan uticaj stranih investicija na privredni rast. U istraživanjima Mencingera se navodi da je prihod od prodaje privatizovanih velikih državnih preduzeća najčešće iskorišćen za potrošnju i uvoz robe.

4. Optimalan model poslovnog restrukturiranja u zemljama Jugoistočne Evrope

Na osnovu prethodne analize o uticaju faktora privrednog ambijenta na proces privlačenja stranih investitora, utvrđeno je da samo kod jedne zemlje postoji ne tako značajan uticaj

³⁷⁴ Uvalić, M. (2012). *Tranzicija u Srbiji - ka boljoj budućnosti*. Beograd, str. 250

³⁷⁵ Neuhaus, M. (2006), *The Impact of FDI on Economic Growth*, Springer-Verlag Company

³⁷⁶ Podaci su preuzeti iz baze podataka Svetske banke, www.wto.org

³⁷⁷ Centar za liberalno-demokratske studije (2008) *Greenfield strane direktne investicije u Srbiji*, str.14

³⁷⁸ Izvor: Autor doktorske disertacije

³⁷⁹ Mencinger, J. (2003). Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth? *Kyklos* 56(4), 493-510.

izabranih determinanti i priliva stranog kapitala. S druge strane, analizirajući suprotan pravac, o uticaju stranih investicija na privredni rast, značajan pozitivan uticaj se ispoljio samo kod Slovenije, dok je kod Makedonije došlo do značajnog, ali negativnog uticaja na privredni rast. Završetak procesa tranzicije i približavanje tržišnim uslovima privređivanja, zavisi od reforme javnog sektora u kojem dominiraju velika preduzeća koja subvencionise država i čije restrukturiranje treba da se privede kraju, (a od kojih država ne želi tako lako da odstupa).

Takođe, kao što je prikazano, ni učešće privatnog sektora u domaćem bruto proizvodu nakon čitave jedne decenije tranzitornih reformi nije na zadovoljavajućem nivou. Ako se pođe od podatka da u zemljama Evropske Unije 99% čine mala i srednja preduzeća, od čega 93% malih preduzeća ima manje od 10 zaposlenih, čine mikro preduzeća. Ova preduzeća predstavljaju stubove tranzicije, tako da je zbog velikog učešća u privatnom sektoru potrebno u analizu restrukturiranja uključiti i ovaj važan segment.

U Srbiji mala i srednja preduzeća čine 99.4%, u Hrvatskoj 99.6%, Makedoniji 99.9%, Bosni i Hercegovini 99%pa samim tim i ovaj sektor se mora uključiti u analizu kreiranja optimalnog modela za završetak procesa poslovnog restrukturiranja privrede u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope. Primarni cilj je stvoriti takav ambijent u zemaljama u tranziciji kroz harmonizaciju propisa sa propisima Evropske Unije i završetak privatizacije velikih državnih preduzeća, kako bi odabrane zemlje ispunile zahteve tržišnog načina privređivanja i samim tim završile proces tranzicije.

Na osnovu analize poslovnog restrukturiranja preduzeća u zemljama Jugoistočne Evrope može se zaključiti da se najveći broj merdžera i akvizicija realizovao kroz proces privatizacije, odnosno vlasničko preuzimanje preduzeća u državnom vlasništvu u periodu do 2006.godine. Posle 2008.godine, usled posledica nastanka globalne ekonomsko-finansijske krize, broj merdžera i akvizicija značajno se smanjio, čak u nekim zemljama ima negativnu neto vrednost usled velikog broja raskinutih ugovara koji prevazilaze broj zaključenih ugovora. Takođe, učešće međusobnih oblika merdžera i akvizicija u zemljama Jugoistočne Evrope je na dosta niskom nivou.

Cilj istraživanja u disertaciji odnosi se na kreiranje optimalnog modela rasta za odabrane zemlje Jugoistočne Evrope. S jedne strane, proces privatizacije velikih državnih preduzeća nije završen, a sa druge strane nivo međusobnih prekograničnih aktivnosti nije na zadovoljavajućem nivou. U literaturi se najveći broj istraživanja bavi analizom faktora koji utiču na odluku preduzeća o modelu restrukturiranja u punom vlasništvu (akvizicije i greenfield) i modelu restrukturiranja u delimičnom vlasništvu (strategijske alijanse i zajednička ulaganja). U nastavku istraživanja prikazaće se neki od vladajućih stavova koji utiču na izbor modela. Nakon toga, pristupiće se analizi faktora eksternog okruženja odabranih zemalja Jugoistočne Evrope. Uz pomoć multivarijantne statističke analize-Klaster analize izvršiće se grupisanje zemalja prema zadatim kriterijumima, da bi se uz pomoć vladajućih stavova o faktorima koji utiču na izbor modela ulaska, kreirao optimalan model za odabrane zemlje.

Autori Meyer, Estrin, Bhaumik, & Peng³⁸⁰ istražujući modele zemalja u razvoju, zaključuju da su najvažnije determinante koje utiču na izbor između restrukturiranja u punom ili delimičnom vlasništvu institucionalno okruženje i resursi preduzeća. Autori su došli do zaključka da u zemljama koje imaju jako institucionalno okruženje - zdrav tržišni ambijent, postojanje tržišnih mehanizama razmene roba i usluga, preovlađuju modeli restrukturiranja je u punom vlasništvu (kroz greenfield i akviziciju). U zemljama koje imaju slabo institucionalno okruženje u kojima je veći nivo korupcije koja remeti funkcionisanje tržišnih mehanizama razmene, preovlađuju modeli u delimičnom vlasništvu, kroz zajedničko ulaganje.

Autori dalje zaključuju, da je to razgraničenje između modela ulaska izraženije kad su u pitanju neopipljivi (specifični) resursi, nego kad su u pitanju opipljivi resursi. Autori Dyer, Kale, & Singh³⁸¹ polaze od tri vrste faktora koje treba da analiziraju rukovodioci prilikom donošenja odluke o akviziciji ili alijansi. To su resursi i sinergija, tržište i kompetencije za saradnju. Oni predlažu da su akvizicije bolje ako su opipljivi resursi u pitanju, a da su savezi bolji ukoliko su u pitanju neopipljivi resursi, ljudski resursi i brendovi. Ukoliko je visoka neizvestnost tržišta, autori zaključuju da su bolji savezi (alijanse), mada uz ograničenje, ukoliko je saradnja za akviziciju bolja (postoji prethodno iskustvo) tada investitori treba da izaberu akviziciju kao model.

Autori Brouthers & Brouthers³⁸² su istraživali zašto se razlikuju modeli ulaska u uslužnim i proizvodnim delatnostima analizirajući transakcione troškove, rizik i poverenje. Došli su do zaključka, da uslužne delatnosti prati visok nivo neizvestnosti i specifičnu aktivu (resursi) pa samim tim strani investitori preferiraju zajedničko ulaganje kao model ulaska.

Ranija istraživanja bavila su se uglavnom ulaskom zapadnih razvijenih firmi na tržište zemalja u razvoju Centralne i Istočne Evrope, polazeći od ispitivanja OLI varijabli: vlasništva, lokacije i transakcionih troškova (Agarwal, S.; Ramaswami, S. N., 1992),³⁸³(Erramilli & Rao, 1990),³⁸⁴(Aulakh & Kotabe, 1997).³⁸⁵

Kako navodi autor Meyer³⁸⁶ u početnim godinama tranzicije, u zemljama Centralne i Istočne Evrope, privatizacija državnih preduzeća se odvijala po modelu parcijalne akvizicije. Može se reći da se privatizacija obavljala po principu delimičnog sticanja državnog preduzeća, gde

³⁸⁰Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K., & Peng, M. W. (2009). Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies. *Strategic Management Journal* 30 , 61-80.

³⁸¹Dyer, J., Kale, P., & Singh, H. (2004). When to ally and when to acquire? *Harvard Business Review* Vol.82 (7/8) , 108-115.

³⁸²Brouthers, K. D., & Brouthers, E. L. (2003). Why service and manufacturing entry mode choices differ: The influence of transaction cost factors, risk and trust. *Journal of Management Studies* 40 .

³⁸³Agarwal, S.; Ramaswami, S. N. (1992). Choice of Foreign Market Entry Mode: Impact of ownership, Location and Internalization. *Journal of International Business Studies* 23 (1) , 1-28.

³⁸⁴Erramilli, M. K., & Rao, C. P. (1990). Choice of foreign market entry modes by service firms: Role of market knowledge. *Management International Review* 30 (2) , 135-150.

³⁸⁵Aulakh, P. S., & Kotabe, M. (1997). Antecedents and performance implications of channel integration in foreign markets. *Journal of International Business Studies* 28 (1) , 145-175.

³⁸⁶Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K., & Peng, M. W. (2009). Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies. *Strategic Management Journal* 30 , 61-80.

država zadržava deo vlasništva, jer Vlada nije dozvoljavala potpunu akviziciju državnih preduzeća.

Autori Bevan & Estrin³⁸⁷ u svojoj empirijskoj studiji o modelima ulaska razvijenih zapadnih zemalja u zemlje u razvoju Istočne i Centralne Evrope zaključili su da sama najava pridruživanja zemlje u članstvo Evropske unije povećava atraktivnost te zemlje i dolazi do rasta direktnih stranih investicija, odnosno modela u punom vlasništvu. Autori dalje navode, da su troškovi radne snage preovlađujući faktor prilikom izbora zemlje, odnosno da oni slede strategiju efikasnosti.

Autori Gil, Nakos, & Brouthers³⁸⁸ su došli do zaključka, da izbor modela ulaska zavisi od strategije koju primenjuju investitori koja je specifična za svaku zemlju. Autori su ispitivali kako tražnja za resursima, tražnja za tržištem i tražnja za klijentima utiču na donošenje odluke o ulaganju na tržište Centralne i Istočne Evrope između pune akvizicije i zajedničkog ulaganja. Autori su došli do zaključka, da investitori koji su motivisani tržištem i rastom tržišnom potencijala biraju modele u punom vlasništvu, dok oni koji su motivisani traženjem resursa (jeftine radne snage) biraju modele u delimičnom vlasništvu kao što su zajednička ulaganja. Što se tiče tražnje za klijentima ne postoji značajna veza između ove strategije i izbora modela restrukturiranja u funkciji eksternog rasta. Autor Agarwal³⁸⁹ u skladu sa teorijom investitora koji traže tržišta, je došao do zaključka da u zemljama u kojima postoji visoka stopa rasta tržišta preferirani model ulaska je model u punom vlasništvu, dok u zemljama u kojima postoji niska stopa rasta tržišta preferirani su modeli u delimičnom vlasništvu.

Autori Contractor, Lahiri, Elango, & Kundu³⁹⁰ su analizirali 1389 akvizicija u 33 zemlje Indije i Kine u jedanaestogodišnjem periodu i došli do zaključka, da oblik poslovnog restrukturiranja, kroz puno, delimično ili nisko vlasništvo opredeljuju tri grupe faktora: (a) institucionalni faktori, (b) faktori kulture i (c) sektorska srodnost. Autori su utvrdili šta opredeljuje stranog ulagača da izvrši punu ili parcijalnu akviziciju.

Za izračunavanje institucionalne udaljenosti koristili su kompozitni index Svetske banke o Vladinim indikatroima³⁹¹ o: odgovornosti, političkoj stabilnosti, efikasnosti, regulatornom okviru i kvalitetu, vladavini prava i kontroli korupcije i to po sledećoj formuli:³⁹²

³⁸⁷Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics* , 775-787.

³⁸⁸Gil, A., Nakos, G., & Brouthers, E. L. (2006). County-specific strategy and new venture formation in Central and East Europe. *International Business Review* 15 , 1-13.

³⁸⁹Agarwal, S. (1994). Socio-cultural distance and the choice of Joint Ventures: A contingency perspective . *Journal of International Marketing* 2(2) , 63-80.

³⁹⁰Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. (2014). Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review* 23 , 931-941.

³⁹¹Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. (2014). Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review* 23 , 931-941.

$$ID_{at} = \sqrt{\sum_{i=1}^6 (I_{ia} - I_{it})^2}$$

U njihovom obimnom istraživanju potvrđena je hipoteza: što je niža formalna institucionalna udaljenost između zemlje sticaoca i zemlje targeta, veća je verovatnoća manjinskog sticanja od većinskog ili punog sticanja u zemljama u razvoju isto važi i obrnuto, što je veća udaljenost veća je verovatnoća punog ili većinskog sticanja u zemljama u razvoju. Oni dalje navode, što su zemlje institucionalno sličnije, tada iste preferiraju manjinsko vlasništvo. Znači, dve zemlje u razvoju biraju manjinsko ili delimično vlasništvo, dok razvijena zemlja (npr. USA) bira puno vlasništvo pri ulaganju u zemlje u razvoju (Kina i Indija), jer između njih postoji veća institucionalna udaljenost.

Što se tiče kulturne distance,³⁹³ koja je merena indexom “Izbegavanja neizvestnosti”, odnosno ukoliko postoji veća averzija prema riziku i neizvesnosti, investitori preferiraju manjinsko vlasništvo, koriste alternativne modele, kao što su zajednička ulaganja i strateške alijanse. Što se tiče sektorske srodnosti, kada se sticanje ciljnih firmi u zemljama u razvoju realizuje u srodnim industrijama (u poređenju sa ne povezanim ili slabo povezanim industrijama) veća je verovatnoća punog od manjinskog sticanja, odnosno većinskog od manjinskog sticanja.

Ova istraživanja su u saglasnosti sa autorima Estrin, Baghdasaryan, & Meyer,³⁹⁴ Peng,³⁹⁵ Ang & Michailova,³⁹⁶ Brouthers, Keith D.,³⁹⁷ Pothukuchi, Damanpour, & Choi,³⁹⁸ Kaufman & O'Neill,³⁹⁹ koji su se takođe bavili ispitivanjem institucionalne i kulturne udaljenosti i potvrdili ove hipoteze.

Istražujući vezu između organizacionog učenja, odnosno prethodnog iskustva u M&A aktivnostima i budućih M&A aktivnostima, autori su došli do zaključka da iskustvo povećava

³⁹² Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. (2014). Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review* 23 , 931-941.

³⁹³ Index kulturne distance, u najvećem broju radova , je kreiran na osnovu Hofstedeove kulturne dimenzije, videtu više u: Hofstede, G. (1991). *Cultures and Organizations*. London: McGraw-Hill., i www.geert-hofstede.com

³⁹⁴ Estrin, S., Baghdasaryan, D., & Meyer, K. E. (2009). The Impact of Institutional and Human Resource Distance on International Entry Strategies. *Journal of Management Studies* 46

³⁹⁵ Peng, M. W. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review* 28 , 275-296.

³⁹⁶ Ang, S. H., & Michailova, S. (2008). Institutional Explanations of Cross-border Alliance Modes: The Case of Emerging Economies Firms. *Management International Review* Vol.48, No.5 , 551-576.

³⁹⁷ Brouthers, Keith D. (2002). Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance. *Journal of international Business studies*, Vol.33, No.2 , 203-221.

³⁹⁸ Pothukuchi, V., Damanpour, F., & Choi, J. (2002). National and Organizational Culture Differences and International Joint Venture Performance. *Journal of international business studies* Vol.33, No.2 , 243-265.

³⁹⁹ Kaufman, J. B., & O'Neill, H. M. (2007). Do culturally distant partners choose different types of joint ventures? *Journal of World Business* 42 , 435-448.

verovatnoću daljih M&A aktivnosti. Zatim, da je pozitivna korelacija između pozitivnog iskustva u određenoj zemlji sa ponovnim ulaganjem u tu zemlju. Na uzorku od 374 preduzeća u 65 zemalja s liste S&P 500 u 2002.godini su ispitivali uticaj veličine firme, ROA, deviznog kursa, stopa rasta GDP-a, kulturne distance na izbor modela rasta.⁴⁰⁰

Autori Yin & Shanley⁴⁰¹ su došli do zaključka, da će M&A biti verovatniji od strateških alijansi u kapitalno intenzivnim industrijama, zatim industrijama koje karakteriše visok nivo know-how-a, gde je umerena koncentracija industrije, gde je slaba antitrustovska politika, i gde je to preferirani model ulaska. Strateške alijanse će biti preferirani model u industrijama koje zahtevaju specifične ljudske sposobnosti kroz znanja i veštine, gde je visok nivo neizvesnosti u poslovanju, gde je jaka antitrustovska politika, gde je to preferirani model ulaska i gde su preduzeća koja rađe biraju strateške alijanse kao model rasta. Autori dalje navode da postoje industrije kao što su automobilska i industrija čelika u kojima postoji visoka koncentracija i jako antimonopolsko zakonodavstvo gde domaći ulagači preferiraju zajedničko ulaganje kao model organizacionog restrukturiranja.

Autori Ang & Michailova⁴⁰² zaključuju, da su institucionalne razlike između zemalja u razvoju i razvijenih zemalja glavni faktori izbora vrste ulaganja od strane zemlje u razvoju koja planira ulaganje. Svoje istraživanje sprovedli su ispitujući 628 prekograničnih alijansi u 64 zemlje u razvoju u periodu od 1995. do 2004. godine. Takođe, u skladu sa prethodnim istraživanjima veća neizvesnost, veće restrikcije, veća kulturna distance povećavaju verovatnoću izbora strateške alijanse kao oblika restrukturiranja. U zemljama u razvoju gde su veće restrikcije i veća neizvesnost, analizu saveza treba staviti u prvi plan.

Na uzorku od 6838 kompanija u Turskoj autori Demirbag, Glaister, & Tatoglu⁴⁰³ su istraživali koje determinante utiču na izbor modela internacionalizacije između potpunog i delimičnog vlasništva. Kombinujući determinante teorije transakcionih troškova i institucionalne teorije došli su do zaključka, da je delimično sticanje preferirani model u zemljama gde postoje sledeće institucionalne determinante: visok politički rizik, veći nivo korpupcije, veća kulturna distanca, veća jezička udaljenost. Autori su kombinovali i sledeće transakcione determinante: veća koncentracija industrije, u R&D intenzivnim industrijama, gde postoji visok intenzitet oglašavanja, ako ciljna firma posluje u razvijenom regionu zemlje domaćina i ukoliko je ciljno preduzeće veliko.

⁴⁰⁰Collins, J. D., Holcomb, T. R., Certo, T. S., Hitt, M. A., & Lester, H. R. (2009). Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research* 62 , 1329-1334.

⁴⁰¹Yin, X., & Shanley, M. (2008, Vol.33, No.2). Industry determinants of the "merger versus" alliance" decision. *Academy of Management Review* , 473-491.

⁴⁰²Ang, S. H., & Michailova, S. (2008). Institutional Explanations of Cross-border Alliance Modes: The Case of Emerging Economies Firms. *Management International Review Vol.48, No.5* , 551-576

⁴⁰³Demirbag, M., Glaister, K. W., & Tatoglu, E. (2007). Institutional and transaction cost influences on MNEs' ownership strategies of their affiliates: Evidence from an emerging market. *Journal of World Business* 42 , 418-434.

Autor Dunning⁴⁰⁴ navodi, da izgradnja institucionalne infrastrukture predstavlja najvažniji faktor u kreiranju konkurentskih prednosti zemlje i regiona naročito u Evropskim zemljama u tranziciji. Autori Somlev & Hoshino⁴⁰⁵ ispitivali su ulazak 751 japanskih firmi na tržište Evrope analizirajući brojne varijable. Pri tome su zaključili da: konkurentnost, kulturna udaljenost i rast industrije su najvažnije determinante prilikom izbora oblika ulaganja.

Autor Derado⁴⁰⁶ se bavio proučavanjem determinanti koje utiču na privlačenje stranog kapitala proučavajući bilateralne tokove između parova zemalja Istočne Evrope kako bi procenio, da li je Hrvatska iskoristila sve potencijale za privlačenje stranog kapitala. Autor Derado je koristio logaritamsku regresionu jedanačinu o uticaju više varijabli na bilateralne tokove stranog kapitala između zemalja Centralne i Istočne Evrope. Utvrdio je da institucionalne varijable imaju važnu ulogu u učešću stranog kapitala u bilateralnim tokovima.

Autorica Stefanović⁴⁰⁷ takođe je ispitivala uticaj determinanti na izbor modela ulaska nadovezujući se na OLI teoriju i zaključila je da su modeli u punom vlasništvu preferirani model ulaska na tržištima koja su konkurentnija, liberalizovana i gde postoji veća stopa rasta tržišta. Dok su modeli u delimičnom vlasništvu preferirani model na tržištima srednje veličine, gde postoji niska stopa rasta tržišta i ograničenja lokalne vlade u spoljnotrgovinskoj razmeni. Ulaganja u Jugoistočnu Evropu uglavnom su bila motivisana procesima privatizacije, čije su mogućnosti uglavnom iscrpljene, pa je ključni cilj analizirati determinante razvoja koje utiču na izbor modela poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta.

Na osnovu teorijskog pregleda vladajućih stavova i u skladu sa ranije prikazanim teorijskim pregledom strategija koje utiču na izbor oblika restrukturiranja, pomoću multivarijantne Klaster analize na uzorku od 6 zemalja, u dvanaestogodišnjem periodu, testiraće se glavna hipoteza rada:

H0 Optimalan model rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kroz poslovno restrukturiranje je delimični model.

Istraživanje se odnosi na šest zemalja, bivših članica iste države, nekadašnje SFRJ: Bosnu i Hercegovinu, Crnu Goru, Makedoniju, Hrvatsku, Sloveniju i Srbiju, i njihov proces poslovnog restrukturiranja u periodu od 2001. do 2012.godine.

⁴⁰⁴Dunning, J. H. (2001). Paradigm of International Production: Past, Present and Future. *International Journal of the Economics of business*, Vol.8, No.2 , 173-190.

⁴⁰⁵Somlev, I. P., & Hoshino, Y. (2005). Influence of location factors on establishment and ownership of foreign investments: The case of the Japanese manufacturing firms in Europe. *International Business Review* 14 , 577-598.

⁴⁰⁶Derado, D. (2013). Determinants of FDI in transition countries and estimation of the potential level of Croatian FDI". *Financial Theory and Practice* 37 (3) , 227-258.

⁴⁰⁷Stefanović, S. (2008). Analytical framework of FDI determinants: Implementation of the OLI Model. *Facta Universitatis: Economics and Organization* Vo.5, No.3 , 239-249.

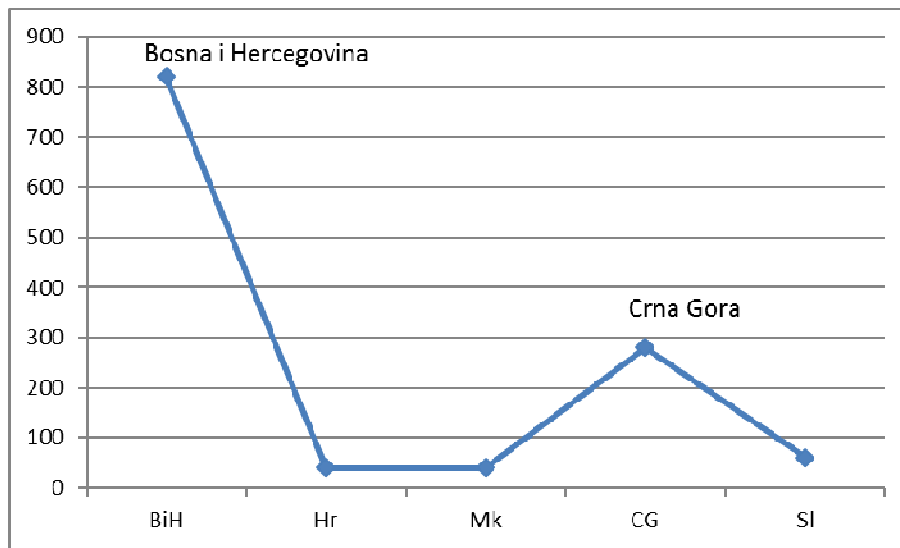
Klaster analiza je multivarijantna statistička analiza po kojoj se vrši grupisanje jedinica posmatranja u grupe ili klase, tako da se slične jedinice nađu u istoj klasi (klasteru). Pomoću Klaster analize vršiće se grupisanje devet zemalja Jugoistočne Evrope, pri čemu će se zaključci rada odnositi na već pomenutih šest zemalja, bivših članica nekadašnje SFRJ.

Putem Klaster analize zemlje će se grupisati prema: (a) ekonomskom rastu, (b) konkurentnosti privrede i (c) institucionalnoj udaljenosti. Ekonomski rast zemlje će biti izražen pomoću stope rasta BDP%⁴⁰⁸, konkurentnost privrede pomoću BDP per capita⁴⁰⁹ i institucionalna udaljenost pomoću sedam indikatora razvoja zemalja u tranziciji.⁴¹⁰

“Gravitacioni model koji meri razliku između stvarne i potencijalne trgovine, pokazuje da Srbija ima prostora za povećanje razmene sa Hrvatskom i Albanijom, dok je razmena sa Bosnom i Hercegovinom, Crnom Gorom i Makedonijom znatno iznad potencijala.”⁴¹¹

Najznačajnije investicije Srbije kroz proces preuzimanja preduzeća na tržištu Jugoistočne Evrope, su usmerene na tržište Bosne i Hercegovine i Crne Gore. Što se tiče ulaganja u restrukturiranje preduzeća iz Srbije, najveći obim investicija dolazi iz Hrvatske i Slovenije.

Grafikon br.3 Srpske investicije u odabrane zemlje⁴¹²



Na osnovu prezentiranog grafikona može se zaključiti, da je Srbija od susednih zemalja najviše ulagala na tržište Bosne i Hercegovine i Crne Gore, dok su investicije u ostale zemlje: Hrvatsku, Sloveniju i Makedoniju na dosta niskom nivou.

⁴⁰⁸ Baza podataka: Svetska banka (Prilog br.7)

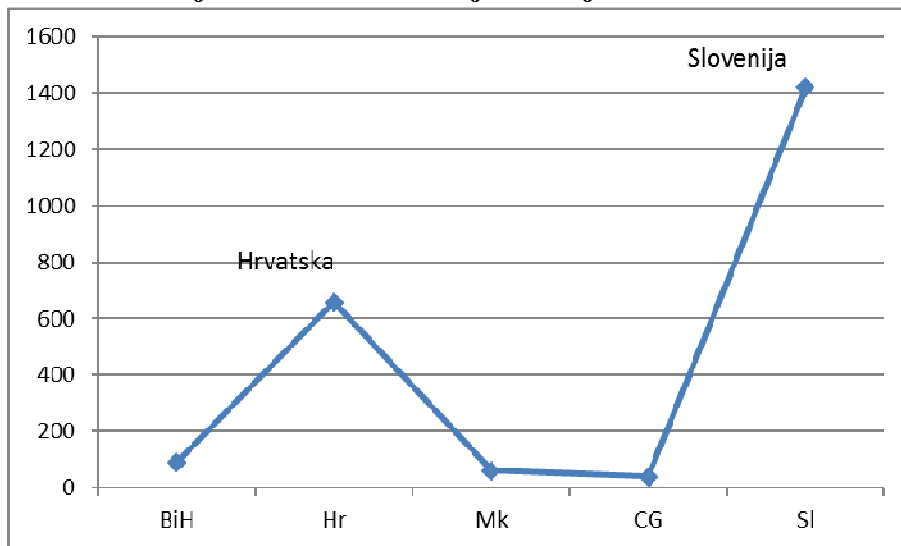
⁴⁰⁹ Baza podataka: Svetska banka (Prilog br.7)

⁴¹⁰ Baza podataka: Evropska banka za obnovu i razvoj (Tabele prikazane u tački br.2ovog poglavlja)

⁴¹¹ CEFTA studija 2006. godine

⁴¹² Izvor: Autor na osnovu više izvora

Grafikon br. 4 Investicije iz odabranih zemalja u Srbiju⁴¹³



Ukoliko se analiziraju ulaganja u Srbiju iz susjednih zemalja, tada se može uočiti da daleko najveći obim investicija dolazi iz Hrvatske i Slovenije, dok su investicije iz Bosne i Hercegovine, Crne Gore i Makedonije na dosta niskom nivou. Treba napomenuti, da su investicije Slovenije i Hrvatske u ostale odabrane zemlje takođe na visokom nivou. Investicije Slovenije⁴¹⁴ u Hrvatsku iznose 1.105 miliona evra, u Srbiju 1.421 miliona evra, u Bosnu i Hercegovinu 642 miliona evra. Investicije iz Hrvatske u Srbiju iznose 658 miliona evra, dok u Sloveniju iznose oko 500 miliona evra, što znači da su i Hrvatska i Slovenija međusobno dosta ulagale jedna u drugu.

Tabela br.73 Grupisanje zemalja pomoću multivarijantne Klaster analize⁴¹⁵

	BDP per capita	Priv. VP	Priv. MP	Restrukturir	Liber. cena	Trgovinski i devizni sistem	Konkurentnost privrede	Infrastruktura
Al	Al	Al	Al	Al	Al	Al	Al	Al
Bih	Bih	Bih	Bih	Bih	Bih	Bih	Bih	Bih
Bu	Bu	Bu	Bu	Bu	Bu	Bu	Bu	Bu
Hr	Hr	Hr	Hr	Hr	Hr	Hr	Hr	Hr
Mk	Mk	Mk	Mk	Mk	Mk	Mk	Mk	Mk
CG	CG	CG	CG	CG	CG	CG	CG	CG
Ru	Ru	Ru	Ru	Ru	Ru	Ru	Ru	Ru
Sr	Sr	Sr	Sr	Sr	Sr	Sr	Sr	Sr
SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI

⁴¹³ Izvor: Autor na osnovu više izvora

⁴¹⁴ Privredna komora Srbije, www.pks.rs preuzeto 14.09.2014.

⁴¹⁵ Izvor: Autor doktorske disertacije

Nakon što su zemlje grupisane u po dve kategorije po sličnosti izabranih pokazatelja, daljim uvidom u pokazatelje po kojima je vršeno razvrstavanja uočava se da zemlje imaju sledeće karakteristike:

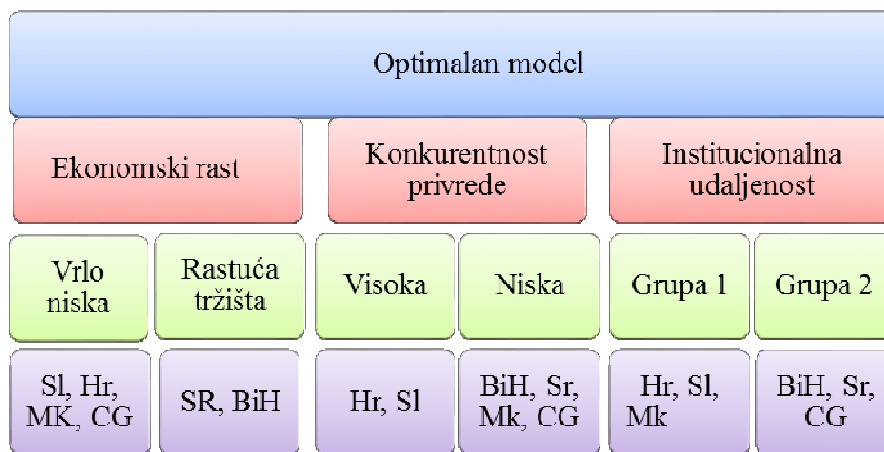
Tabela br. 74 Karakteristike odabranih zemalja nakon grupisanja⁴¹⁶

Zemlje	BDP %	BDP per capita	Priv.VP	Priv. MP	Restr.	Liber cena	Trgovinski i dev. sist.	Konk. priv.	Infrast.
Bih	>3.5% <5%	<10.000\$	<3.0	<3.7	<2.3	4	3.3-3.7	<2.3	<2.3
Hrvatska	<2.5%	>10.000\$	>3.0<3.7	>3.7	2.3-3.0	4	4.3	2.3-2.7	2.7-3.3
Makedonija	2.5-3.5%	<10.000\$	>3.0<3.7	>3.7	2.3-3.0	4.3	4.3	<2.3	<2.3
Crna Gora	2.5-3.5%	<10.000\$	<3.0	<3.7	<2.3	4	3.3-3.7	<2.3	<2.3
Srbija	>3.5% <5%	<10.000\$	<3.0	<3.7	<2.3	4	3.3-3.7	<2.3	<2.3
Slovenija	<2.5%	>10.000\$	>3.0<3.7	>3.7	2.3-3.0	4.3	4.3	2.3-2.7	2.7-3.3

Na osnovu prikazane tabele, uočavaju se karakteristike odabranih zemalja nakon grupisanja u dve grupe, odnosno da Bosna i Hercegovina i Srbija predstavljaju rastuća tržišta, dok druge zemlje imaju dosta nižu stopu rasta tržišta u dvanaestogodišnjem periodu. Što se tiče konkurentnosti, uočava se da Slovenija i Hrvatska predstavljaju konkurentnije zemlje u odnosu na ostale odabrane zemlje. Što se tiče pokazatelja razvoja, takođe se uočava da se Slovenija i Hrvatska približavaju tržišnim uslovima privređivanja i imaju institucionalne determinante bolje od ostalih odabranih zemalja.

Na osnovu teorijskih stavova i prikaza faktora odabranih zemalja stvara se osnova za kreiranje optimalnog modela odnosa između zemalja Jugoistočne Evrope.

Šematski prikaz br. 5 Optimalni model odnosa zemalja Jugoistočne Evrope⁴¹⁷



⁴¹⁶ Izvor: Autor doktorske disertacije

⁴¹⁷ Izvor: Autor doktorske disertacije

Sumiranjem podataka o nivou međusobnih oblika investiranja u funkciji eksternog rasta (Grafikon br. 5 i 6) i grupisanja zemalja prema izabranim pokazateljima: ekonomski rast, konkurentnost privrede i institucionalna udaljenost dolazi se do dve grupe zemalja: zemlje grupe 1: Hrvatska, Slovenija i Makedonija i zemlje grupe 2: Srbija, Bosna i Hercegovina i Crna Gora. Međutim preklapanjem podataka ekonomskog rasta, konkurentnosti privrede i institucionalne udaljenosti, iz zemalja Grupe 1 izostavlja se Makedonija, jer je njena konkurentnost niža od konkurentnosti druge dve zemlje, bez obzira što imaju dosta sličnu stopu tržišnog rasta. S druge strane, iz zemalja Grupe 2 izostavlja se Crna Gora, jer je njena stopa tržišnog rasta dosta niža od stope rasta druge dve zemlje u dotičnoj grupi.

Nakon sumiranja podataka može se izvesti sledeći zaključak:

- (1) Zemlje sa većim nivoom dohotka su više ulagale u zemlje sa nižim troškovima proizvodnje, ali imaju rastuća tržišta.
- (2) Zemlje koje imaju visok dohodak imale su manje investicija iz susednih zemalja
- (3) Veća sličnost između zemalja uticala je na veće tokove investicija
- (4) Razlike između zemalja imaju presudnu ulogu u bilateralnim tokovima ulaganja.

Ovaj zaključak je u potpunosti u skladu sa istraživanjem autora Derado⁴¹⁸ koje je sproveo analizirajući bilateralne tokove stranog kapitala između parova zemalja Istočne Evrope.

U skladu sa prvim zaključkom, Slovenija i Hrvatska imaju najviši nivo dohotka i najveći su obim poslovnog restrukturiranja usmerile ka Bosni i Hercegovini i Srbiji, koje su manje konkurentne, ali imaju najveću stopu rasta tržišta u regionu. S druge strane, u skladu sa drugim zaključkom, ostale zemlje u regionu, koje imaju dosta nisku konkurentnost manje su ulagale u zemlje sa visokim dohotkom, tj. u Sloveniju i Hrvatsku. Što su zemlje sličnije veći su tokovi investiranja. Hrvatska i Slovenija, koje su institucionalno sličnije, imaju velik obim međusobnih investicija, kao i Srbija i Bosna i Hercegovina koje su institucionalno veoma slične. To sve upućuje na zaključak, da institucionalne determinante igraju veliku ulogu u međusobnim oblicima poslovnog restrukturiranja.

U literaturi postoji veliko slaganje oko izbora modela ulaska po pitanju institucionalne udaljenosti. Ukoliko zemlja koja planira ulaganje zaostaje za zemljom u koju je planirano ulaganje, optimalniji model bi se onosio na delimično vlasništvo. Ako je zemlja investitor institucionalno razvijenija od zemlje u koju planira ulaganja, optimalniji model bi se odnosio na puno vlasništvo. Kako se dalje navodi što je manja institucionalna udaljenost između zemalja, preferirani model ulaska se odnosi na puno vlasništvo. Što je veća institucionalna udaljenost između zemalja, preferirani model ulaska se odnosi na delimično vlasništvo. Ovo je u potpunosti u skladu sa već pomenutim istraživanjem Derado⁴¹⁹ kao i pregledom empirijskih studija koja su došla do istog zaključka po pitanju institucionalne udaljenosti.

⁴¹⁸Derado, D. (2013). Determinants of FDI in transition countries and estimation of the potential level of Croatian FDI". *Financial Theory and Practice* 37 (3) , 227-258.

⁴¹⁹Derado, D. (2013). Determinants of FDI in transition countries and estimation of the potential level of Croatian FDI". *Financial Theory and Practice* 37 (3) , 227-258.

Na osnovu pregleda međusobnih oblika poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta preduzeća, zatim grupisanja zemalja po pitanju: ekonomskog rasta, konkurentnosti privrede i institucionalne udaljenosti *prihvata se glavnu hipotezu uz određeno ograničenje, što znači da se glavna hipoteza prihvata delimično.*

H0 Optimalan model rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kroz poslovno restrukturiranje je delimični model.

Ova hipoteza se prihvata uz ograničenje, da se ista odnosi na zemlje koje su insitucionalno udaljene, i institucionalno zaostaju za zemljama u koje planiraju ulaganje (zemlje Grupe 2 koje planiraju ulaganje u zemlje Grupe 1). Takođe, ovaj zaključak je u skladu sa činjenicom, ako je razlika između dve zemlje veća, merena razlikom BDP per capita, tada su i vertikalni oblici kombinovanja⁴²⁰ preferirani oblik rasta, što se najbolje ostvaruje kroz zajednička ulaganja i strategijske alijanse.

Za zemlje Grupe 1 koje planiraju ulaganje u zemlje Grupe 2 *odbacuje se hipoteza H0 Optimalan model rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kroz poslovno restrukturiranje je delimični model.* Ove zemlje su konkurentnije i pri ulaganju u zemlje koje karakteriše visoka stopa rasta tržišta (Zemlje grupe 2) za njih je optimalniji model pun model koji se odnosi na merđžere i akvizicije.

Za međusobne oblike poslovnog restrukturiranja između zemalja Grupe 1 i između zemalja grupe 2 *odbacuje se hipoteza H0 Optimalan model rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kroz poslovno restrukturiranje je delimični model,* zbog činjenice, ukoliko su zemlje međusobno sličnije, odnosno manje institucionalno udaljene, tada je optimalniji model rasta pun model koji se odnosi na merđžere i akvizicije, naročito kada je u pitanju horizontalni oblik kombinovanja.

⁴²⁰Derado, D. (2013). Determinants of FDI in transition countries and estimation of the potential level of Croatian FDI". *Financial Theory and Practice* 37 (3) , 227-258.

Zaključak

Poslovno restrukturiranje promoviše se u nezaobilazan proces eksterne ekspanzije mnogih preduzeća na svetu, jer brze i radikalne promene u okruženju materale su preduzeća da preduzimaju različite postupke kako bi se prilagodile tržištu i opstale u turbulentnom okruženju. Danas je poslovno restrukturiranje preduzeća jedna od ključnih strategija ostvarivanja rasta mnogih velikih i jakih preduzeća u postizanju svojih strateških ciljeva. Mnoge tržišne prilike su trenutne i ako ih preduzeća odmah ne iskoristi, postaju propuštene šanse. Eksterni rast se najčešće realizuje kroz merđžere i akvizicije, zajednička ulaganja i strategijske alijanse, a sve u cilju poboljšanja performansi preduzeća i uvećanja njegove vrednosti.

U prvom delu istraživanja, akcentat je stavljen na mikroaspekt poslovnog restrukturiranja, odnosno analizirani su finansijski aspekti poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta preduzeća. U skladu sa velikim brojem empirijskih studija koje su se bavile proučavanjem karakteristika preduzeća uključenih u akvizicione postupke, sprovedeno je istraživanje autora o karakteristikama ciljnih preduzeća koja su bila „mete” preuzimanja na tržištu Srbije, kao i posatkvizicionim performansama preduzeća kupaca. Nakon toga, putem anketnog upitnika ispitan je uticaj procesa preuzimanja na interesne grupe preduzeća.

U skladu sa postavljenim ciljevima istraživanja, na osnovu sprovedenog istraživanja o karakteristikama ciljnih preduzeća iz oblasti prehrambene industrije i postakvizicionim performansama preduzeća kupaca iz oblasti finansijske delatnosti izvedeni su sledeći zaključci:

1. Ciljna preduzeća u Republici Srbiji koja su bila “mete” preuzimanja su imala sledeće karakteristike: nisku zaduženost, nisku profitabilnost, veću likvidnost i veću efikasnost u poređenju sa granskim prosekom, pri čemu su se pokazatelji leveridž i likvidnost značajno razlikovali od granskog proseka, što znači da se prihvata postavljena hipoteza istraživanja *H1: Potencijalni kandidati za preuzimanje su ona preduzeća koja imaju visoku efikasnost, visoku likvidnost, nizak stepen leveridža i nisku profitabilnost u poređenju sa prosekom privredne grane.*
2. Rezultati istraživanja o karakteristikama ciljnih preduzeća u Republici Srbiji upotpunosti se slažu sa rezultatima drugih empirijskih studija.
3. Budući da je homogenost uzorka 90% što se smatra izrazito visokom homogenošću moguće je predvideti “mete” preuzimanja. Odnosno preduzeća koja posluju na tržištu Republike Srbije, a nisu preuzeta, i imaju: nisku zaduženost, nisku profitabilnost, veću likvidnost i veću efikasnost u poređenju sa granskim prosekom mogu postati meta neprijateljskog napada na tržištu korporativne kontrole. Na osnovu prikazane analize razlika izabranih pokazatelja između preduzeća u uzorku i proseka privredne grane, može se zaključiti da preduzeća koja su bila “mete” preuzimanja, nisu na adekvatan način iskoristila efekte finansijske poluge i rasta učešća tuđeg kapitala u ukupnom kapitalu, što se negativno odrazilo na njihovu profitabilnost. Preduzeća na

tržištu Srbije, kojima se ne upravlja na optimalan način, a ostvaruju visoku efikasnost i visoku likvidnost, su naročito atraktivna za preuzimanje, jer strani investitori samo smenom lošeg rukovodstva i promenom u politici finansiranja mogu značajno da poprave loše finansijske performanse ciljnih preduzeća. Kao što je već napomenuto, tržište korporativne kontrole, primorava menadžere da sa preduzećem upravljaju na optimalan način, jer neiskorišćene finansijske mogućnosti mogu ohrabriti strane investitore da upute ponudu za preuzimanje takvog preduzeća i ostvare bolje finansijske performanse.

4. Na osnovu analize oblika kombinovanja ciljnih preduzeća i preduzeća kupaca, i načina njihovog finansiranja prihvata se druga postavljena hipoteza istraživanja *H2: Način finansiranja menadžera i akvizicija zavisi od izabranog pravca rasta.*
5. Poređenjem indikatora profitabilnosti između perioda pre izvršenog preuzimanja i perioda nakon izvršenog preuzimanja može se zaključiti da u periodu pre preuzimanja (dve godine i godinu dana pre preuzimanja) banke su imale značajno veću neto kamatnu maržu od proseka, nižu ROA i ROE u poređenju sa prosekom i nisku zaduženost (ROE/ROA). To dalje upućuje na zaključak, da su takve banke bile atraktivne stranim investitorima, jer su imale velik broj klijenata na osnovu kojih su ostvarivale visoke neto kamatne marže, iako ukupna profitabilnost banaka nije bila na visokom nivou. Budući da u tom periodu je došlo do velikog broja postupaka likvidacije i stečaja banaka koje su poslovale na tržištu Srbije, svakako stranim investitorima su bile atraktivne one banke kod kojih nisu iskorišćeni svi kapaciteti za ostvarivanje dobiti i povećanje profitabilnosti banaka. U periodu nakon preuzimanja dolazi do pada neto kamatne marže ispod proseka, značajnog smanjenja pokazatelja ROE i ROA, značajnog smanjenja neto prihoda od kamate, ali i do povećanja zaduženosti (ROE/ROA) banaka iznad proseka. Budući da nakon 2001. godine, kada je počeo drugi "talas" tranzicionih reformi u Republici Srbiji dolazi do ukidanja politike "mekog" budžetskog kreditiranja, dolazi i do značajnog smanjenja neto prihoda od kamate i neto kamatne marže. Rast zaduženosti dolazi kao posledica upravo politike „mekog“ budžetskog kreditiranja i velikog broja otpisa nenaplativih potraživanja zbog nemogućnosti dužnika (to su najčešće bila ona preduzeća koja posluju sa gubitkom i nalaze se u pred stečajnim postupkom, ali kod kojih postoji visoki strateški interes države) da izmire svoje dospеле obaveze. Na osnovu rezultata istraživanja poređenjem perioda pre (dve godine pre i godinu dana pre preuzimanja) i perioda posle preuzimanja (godinu dana posle i dve godine posle preuzimanja), budući da je nakon preuzimanja došlo do pogoršanja finansijskih performansi, odnosno većine indikatora profitabilnosti, odbacuje se hipoteza **H3: Poslovno restrukturiranje kroz menadžere i akvizicije doprinosi krieranju vrednosti za akcionare preduzeća kupca.** Međutim, ovakav zaključak, odnosno odbacivanje hipoteze treba tumačiti uz ograničenje da su u pitanju kratkoročne postavkvizicione performanse banaka koje su preuzete od strane investitora. U dugom periodu dolazi do rasta tržišnog učešća gotovo svih preuzetih banaka, odnosno samo kod dve banke je došlo do pada tržišnog učešća nakon preuzimanja, tako da u dugom periodu dolazi do poboljšanja postavkvizicionih performansi banaka nakon preuzimanja.

Na osnovu empirijskog istraživanja autora o uticaju procesa preuzimanja preduzeća na interesne grupe preduzeća koja je obuhvatila ispitanike iz jednog prehrambenog preduzeća, jedne finansijske institucije i jednog proizvodnog preduzeća koji su preuzeti na tržištu Srbije izvedeni su sledeći zaključci:

Najveće promene nakon preuzimanja su učinjene kod **analize strukture interesnih grupa**. Interpretacijom rezultata koji su značajni izvedeni su sledeći zaključci: kod trgovinskog preduzeća broj zaposlenih ostao na istom nivou, kod finansijske institucije taj broj se povećao, dok kod proizvodnog preduzeća došlo je do smanjenja broja zaposlenih. U trgovinskom preduzeću rukovodeća struktura se u potpunosti promenila, kod finansijske institucije delimično, dok kod proizvodnog preduzeća većina ispitanika je odgovorila da nema promene.

Što se tiče **analize zarada zaposlenih**, u trgovinskom preduzeću i finansijskoj instituciji došlo je do povećanja zarade, dok je u proizvodnom preduzeću došlo do smanjenja zarade. Kod trgovinskog preduzeća nisu uvedeni bonusi i kompenzacije, kod finansijske institucije već su postojali, dok je u proizvodnom preduzeću došlo do njihovog uvođenja nakon preuzimanja.

Veći broj ispitanika je odgovorio da su **uslovi rada** ostali na istom nivou u trgovinskom i proizvodnom preduzeću, dok su se oni pogoršali kod finansijske institucije. U trgovinskom preduzeću došlo je do poboljšanja međuljudskih odnosa, dok ostale promene nisu bile značajne. Kod finansijske institucije došlo je do pogoršanja međuljudskih odnosa, većeg obima posla, i povećanja broja zaposlenih ili unapređivanja postojećih zaposlenih. Kod proizvodnog preduzeća međuljudski odnosi su ostali na istom nivou, obim posla se smanjio, dok su uglavnom zaposleni ostajali na svojim pozicijama.

Na osnovu **analize ispitanika satisfakcije zaposlenih** izvedeni su sledeći zaključci: kod trgovinskog preduzeća pre preuzimanja interesne grupe su ispoljile visok stepen nezadovoljstva svojim poslom dok nakon preuzimanja nije došlo do značajnije promene. Kod finansijske institucije došlo je do pogoršanja zadovoljstva zaposlenih u velikoj meri, od satisfakcije “zadovoljan sam na poslu” pre preuzimanja do *veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom* nezadovoljan/a sam svojim poslom**, nakon preuzimanja. Kod proizvodnog preduzeća nakon preuzimanja većina ispitanika je odgovorila sa “zadovoljan/a sam svojim poslom”, dok pre preuzimanja nijedan odgovor se nije izrazio kao značajan.

Kod **analize ispitanika profesionalnog razvoja zaposlenih**, nije jasno definisana granica između delatnosti, odnosno nije došlo do značajnije promene nakon preuzimanja kod motivacije, mogućnosti profesionalnog razvoja i načina obavljanja posla, pa se ne mogu jasno definisati njihove karakteristike.

Poslovno restrukturiranje preduzeća u zemljama u tranziciji u početnim fazama tranzicije se uglavnom odvijalo kroz privatizaciju, odnosno proces vlasničkog restrukturiranja i pretvaranja državne i društvene svojine u privatnu. Reforme ekonomskog i finansijskog sistema bile su usmerene ka podizanju makroekonomske stabilnosti, otvaranju granica, odnosno liberalizaciji ekonomskih odnosa sa inostranstvom, podizanju konkurentnosti i efikasnosti poslovanja.

Nakon „pada” Berlinskog zida 1989.godine otpočela je tranzicija u svim bivšim socijalističkim državama. Međutim, događaji koji su usledili nakon raspada SFRJ, uticali su da svaka od šest država, nekada članica iste Republike nastavi sopstvenim putem tranzicije. Tranzicija u Srbiji je ponovo započela 2000.te godine, ali nakon čitave jedne decenije unutrašnjih i spoljašnjih ograničenja, njena situacija je bila mnogo teža od one koja je postojala 1989.godine kada je tranzicija prvi put započeta. Druga faza je otpočela radikalno (donošenjem niza zakona svojstvenih tržišnoj privredi), a sve u cilju obezbeđivanja makroekonomske stabilnosti, deregulacije, liberalizacije, regulisanja odnosa sa međunarodnim finansijskim institucijama i privlačenja stranih investicija. Međutim, iako je Srbija započela ponovni proces tranzicije nakon deset godina kada su u tranziciju krenule bivše socijalističke zemlje, njihovo iskustvo u sprovođenju tranzicije nije bilo dovoljno da se ne ponove iste greške ili da se na njih ne obrati dovoljna pažnja.

Prema izveštaju o privrednom razvoju Srbije⁴²¹ za privatizaciju je preostalo još 708 privrednih društava, i to 494 subjekata privatizacije, sa 214 zavisnih društava. Predviđa se da najviše njih privatizovaće se prodajom kapitala i imovine, dok je strateško partnerstvo predloženo za 23 preduzeća. Pokretanjem stečajna, postupak privatizacije će se okončati u 188 preduzeća kod kojih ne postoji interes za privatizaciju. Iako je poboljšano sprovođenje stečajnog zakonodavstva, problem je jačanje konkurencije i korporativnog upravljanja. Takođe, za završetak strukturnih reformi veoma je značajna privatizacija velikih javnih preduzeća koji su od strateškog interesa za državu (kao što su energetika, železnice i vazdušni saobraćaj).

Na osnovu analize procesa restrukturiranja javnog preduzeća iz oblasti energetike u Srbiji, Hrvatskoj i Crnoj gori može se zaključiti da proces restrukturiranja podrazumeva kompleksnu analizu poslovnog procesa preduzeća, kroz sagledavanje sadašnjeg stanja poslovanja preduzeća i razmatranje različitih finansijskih alternativa koje se mogu preduzeti kako bi se poboljšale finansijske performanse preduzeća. Proces restrukturiranja u Srbiji je sproveden kroz procese odvajanja delova preduzeća koja ne predstavljaju osnovnu delatnost preduzeća u samostalni entitet. U Hrvatskoj restrukturiranje je sprovedeno kroz promenu u politici korporativnog upravljanja i decnetralizaciju poslovanja. U Crnoj Gori proces restrukturiranja je sproveden po modelu delimične (parcijalne) akvizicije. Na osnovu sumiranih rezultata o prikazanim modelima restrukturiranja može se zaključiti da model restrukturiranja u funkciji poboljšanja finansijskih performansi preduzeća podrazumeva:

- (1) Definisavanje uzroka nastanka problema,
- (2) Analizu strukture kapitala koja podrazumeva analizu dosadašnjih dugovanja preduzeća. Analiza se odnosi na kreditni bonitet preduzeća i njegovu sposobnost da izmiri troškove glavnice duga i kamata,
- (3) Ispitivanje mogućnosti za reprogram dugova koji podrazumeva otpis određenih zastarelih dugovanja i konverziju kratkoročnih u dugoročne dugove,
- (4) Analizu obrta obrtnih sredstava, posebno novčanih sredstava,
- (5) Stabilizaciju poslovanja i otklanjanje finansijske krize,

⁴²¹ Izveštaj o privrednom razvoju Srbije 2014.godine, Privredna komora Srbije, str.9

- (6) Restrukturiranje finansijskih obaveza kako bi se uklopile sa raspoloživim obrtom novčanim sredstava,
- (7) Promenu marketing strategije i približavanje klijentima i tržištu,
- (8) Promenu modela korporativnog upravljanja,
- (9) Promenu strategije preduzeća
- (10) Prodaju delova preduzeća, naročito neprofitabilnih pogona, ili onih delova koji ne predstavljaju deo osnovne delatnosti preduzeća,
- (11) Analizu dodatnih izvora finansiranja preduzeća i uslove njihovog pribavljanja,
- (12) Rekonstrukcija poslovanja preduzeća u cilju veće konkurentnosti preduzeća (kroz različite modele organizacionog restrukturiranja),
- (13) Uvođenje informacione tehnologije
- (14) Razvoj plana za promenu vizije preduzeća i uslovi za njegovo izvršenje,
- (15) Sprovođenje modela parcijalne akvizicije.

Iako u Srbiji postoje brojni pokretački faktori kao što su: visok potencijal za rast, niski troškovi radne snage, brojni trgovinski sporazumi, saradnja sa Evropskom Unijom, najniži porez na dobit i dodatnu vrednost u region. U Srbiji još uvek nedostaje institucionalni okvir koji bi privredu učinio konkurentnijom, nedovoljni podsticaji za osnivanje novih privatnih preduzeća, veća podrška malim i srednjim preduzećima i jačanje mehanizama korporativnog upravljanja. Takođe, potrebno je napustiti politiku mekog budžetskog kreditiranja pojedinih državnih preduzeća koja stvaraju ogromene gubitke i istovremeno započeti proces njihovog restrukturiranja.

Učešće privatnog sektora u zemljama u regionu i dalje nije na zadovoljavajućem nivou. U Srbiji i Bosni i Hercegovini iznosi 60% BDP-a, u Crnoj Gori ono iznosi 65%, u Makedoniji, Hrvatskoj i Sloveniji 70% BDP-a. Može se izvesti zaključak, da je primarni cilj za završetak procesa tranzicije kroz modele poslovnog restrukturiranja. Cilj je i stvaranje takvog privrednog ambijenta u zemljama u tranziciji kroz harmonizaciju propisa sa propisima Evropske Unije kako bi se stvorili neophodni uslovi za završetak privatizacije velikih državnih preduzeća i jačanja privatnog sektora.

Nakon što su se iscrpile mogućnosti vlasničkog restrukturiranja kroz proces privatizacije velikih državnih preduzeća i inicijalnog ulaska stranih investitora u početnim fazama tranzicije, zaključak bi se mogao izvesti da preostala državna velika preduzeća koja posluju u sektorima od javnog značaja i koja subvencioniše država i ne želi tako lako da ih se odrekne treba restrukturirati po modelu parcijalne akvizicije. To upravo predstavlja delimičnu akviziciju postojećeg državnog preduzeća, gde država zadržava određeno procentualno učešće u vlasništvu, ili po modelu podeljene akvizicije gde više investitora zajednički kupuje postojeće državno preduzeće. Kao što je prikazano u istraživanjima, ovakav model je bio prevladavajući model u početnim fazama tranzicije zemalja Istočne i Centralne Evrope, kako bi se sprečila potpuna privatizacija državnih preduzeća koja su od strateške važnosti za zemlju.

Mala i srednja preduzeća u Srbiji čine 99.4%, u Hrvatskoj 99.6%, Makedoniji 99.9%, Bosni i Hercegovini 99% od ukupnog broja preduzeća, i kako je prikazano na primeru Evropske unije. Mala i srednja preduzeća predstavljaju “stubove” tranzicije, jer značajno doprinose

stvaranju domaćeg bruto proizvoda i jačanju privatnog sektora. Samim tim potrebno je povećati njihovu integraciju u velike sisteme kroz stvaranje regionalnih klastera koji bi omogućili njihovo umrežavanje i podizanje konkurentnosti poslovanja, i uključivanje u globalne "lance" vrednosti između odabranih zemalja.

Na osnovu analize poslovnog restrukturiranja preduzeća u zemljama Jugoistočne Evrope može se zaključiti da se najveći broj merdžera i akvizicija realizovao kroz proces privatizacije, odnosno vlasničko preuzimanje preduzeća u državnom vlasništvu u periodu do 2006.godine. Posle 2008.godine, usled posledica nastanka globalne ekonomsko-finansijske krize, broj merdžera i akvizicija značajno opada, čak u nekim zemljama ima negativnu neto vrednost usled velikog broja raskinutih ugovora koji prevazilaze broj zaključenih ugovora. Takođe, učešće međusobnih oblika merdžera i akvizicija u zemljama Jugoistočne Evrope je na dosta niskom nivou.

Uzročno-posledična veza između eksternog okruženja i preduzeća, nalaže ispitivanje uticaja determinanti razvoja privrede na proces poslovnog restrukturiranja s jedne strane, a sa druge strane ispitivanje uticaja poslovnog restrukturiranja na privredni rast i razvoj privrede. Kada se govori o makro aspektu i privredi jedne zemlje, najreprezentativniju meru za sagledavanje poslovnog restrukturiranja predstavljaju neto tokovi stranih direktnih investicija. Treba istaći da je kretanje prekograničnih merdžera i akvizicija i zajedničkih ulaganja sastavni deo metodologije stranih direktnih investicija, a njihovo kretanje utiče na proces restrukturiranja privrede jedne zemlje.

Rezultati linearne regresije pokazuju da se samo kod dve izabrane zemlje ostvaruje uticaj stranih investicija na privredni rast. Međutim, treba napomenuti da je kod Slovenije ($p=.0066$) taj uticaj pozitivan, dok je kod Makedonije ($p=.0323$) uočen negativan uticaj stranih investicija na privredni rast. Takav trend je u skladu sa istraživanjima autora Mencinger koje je sproveo na osam zemalja Srednje i Istočne Evrope i koji je takođe potvrdio negativan uticaj stranih investicija na privredni rast. Kao što je u istraživanju navedeno, prihod od prodaje privatizovanih velikih državnih preduzeća je najčešće iskorišćen za potrošnju i uvoz robe.

Rezultati višestruke regresije o uticaju izabranih determinanti razvoja na proces restrukturiranja privrede odabranih zemalja kroz privlačenje stranog kapitala ($SDI = f(BDP, BDP_{pc}, IZVOZ/BDP, UVOZ/BDP, ZAP/TOTAL, IND/BDP)$) ukazuju da samo kod Bosne i Hercegovine, taj uticaj je bio značajan. Najveći doprinos kreiranju razlike imaju sledeće determinante: zaposlenost (.042) i učešće izvoza u BDP (.030), s tim što je kod obe determinante suprotan, negativan uticaj na proces privlačenja stranog kapitala.

Budući da rezultati sprovedenog istraživanja o uzročnoj-posledičnoj vezi nisu na zadovoljavajućem nivou, cilj istraživanja je usmeren na kreiranje optimalnog modela rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope. Budući da je u međusobnim oblicima poslovnog restrukturiranja između odabranih zemalja uglavnom preovladavao pun model poslovnog restrukturiranja koji se realizovao uglavnom kroz procese vlasničkog preuzimanja državnih preduzeća i akvizicije preduzeća iz manje razvijenih zemalja od strane razvijenijih zemalja model nije dao značajniji uticaj na rast zemlje. Uz pomoć multivarijantne statističke analize-

Klaster analize izvršeno je grupisanje zemalja prema zadatim kriterijumima, da bi se uz pomoć vladajućih stavova o faktorima koji utiču na izbor modela ulaska, donela odluka: da li je za odabrane zemlje optimalan model pun ili delimičan model poslovnog restrukturiranja.

Nakon sumiranja podataka o nivou međusobnih oblika investiranja u funkciji eksternog rasta i grupisanja zemalja prema izabranim pokazateljima: ekonomski rast, konkurentnost privrede i institucionalna udaljenost, odabrane zemlje su podeljene u dve grupe: Zemlje grupe 1: Hrvatska, Slovenija i Makedonija i zemlje grupe 2: Srbija, Bosna i Hercegovina i Crna Gora. Unakrsnom analizom podataka o ekonomskom rastu, konkurentnosti privrede i institucionalnoj udaljenosti, iz zemalja Grupe 1 isključena je Makedonija, jer je njena konkurentnost niža od konkurentnosti druge dve zemlje, iako imaju dosta sličnu stopu rasta tržišta. S druge strane, iz zemalja Grupe 2 isključena je Crna Gora, jer je njena stopa rasta tržišta dosta niža od stope rasta druge dve zemlje u toj grupi.

Pomenuto grupisanje zemalja je omogućilo sledeće zaključke.⁴²²

- (1) Zemlje sa većim nivoom dohotka su više ulagale u zemlje sa nižim troškovima proizvodnje, ali imaju rastuća tržišta.
- (2) Zemlje koje imaju visok dohodak imale su manje dolazaka investicija iz susednih zemalja
- (3) Veća sličnost između zemalja uticala je na veće tokove investicija
- (4) Razlike između zemalja imaju presudnu ulogu u bilateralnim tokovima ulaganja.

U skladu sa prvim zaključkom, Slovenija i Hrvatska koje imaju najviši nivo dohotka su najveći obim poslovnog restrukturiranja usmerile ka Bosni i Hercegovini i Srbiji, koje su manje konkurentne, ali imaju najveću stopu rasta tržišta u regionu. S druge strane, u skladu sa drugim zaključkom, ostale zemlje u regionu, koje imaju dosta nisku konkurentnost su manje ulagale u zemlje sa visokim dohotkom, tj. u Sloveniju i Hrvatsku. Na osnovu trećeg zaključka, što su zemlje sličnije veći su i tokovi investicija. Hrvatska i Slovenija koje su institucionalno sličnije imaju velik obim međusobnih investicija, kao i Srbija i Bosna i Hercegovina koje su institucionalno veoma slične. To sve upućuje na zaključak, da institucionalne determinante imaju značajnu ulogu u međusobnim oblicima poslovnog restrukturiranja.

U literaturi su prisutna slaganja oko izbora modela ulaska po pitanju institucionalne udaljenosti. Ukoliko zemlja koja planira ulaganje zaostaje za zemljom u koju je planirano ulaganje optimalniji model bi bio kroz delimično vlasništvo. Obrnuto, ako je zemlja investitor institucionalno razvijenija od zemlje u koju planira ulaganja optimalniji model bi bio kroz puno vlasništvo. Kako se dalje navodi što je manja institucionalna udaljenost između zemalja, preferirani model ulaska je puno vlasništvo, dok što je veća institucionalna udaljenost između zemalja, preferirani model ulaska je kroz delimično vlasništvo.

⁴²²Ovaj zaključak je u potpunosti kompatibilan sa istraživanjem (Derado, 2013), koje je sproveo analizirajući bilateralne tokove stranog kapitala između parova zemalja Istočne Evrope.

Na osnovu pregleda međusobnih oblika poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta preduzeća, zatim grupisanja zemalja po pitanju: ekonomskog rasta, konkurentnosti privrede i institucionalne udaljenosti prihvata se delimično glavna hipoteza H0. Hipoteza H0 glasi: *Optimalan model rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kroz poslovno restrukturiranje je delimični model*. Glavna hipoteza se delimično prihvata uz ograničenje da se ista odnosi na zemlje koje su insitucionalno udaljene i institucionalno zaostaju za zemljama u koje planiraju ulaganje (zemlje Grupe 2 koje planiraju ulaganje u zemlje Grupe 1). Takođe, ovo je u skladu sa tim da što je razlika između dve zemlje veća, merena razlikom BDP per capita, vertikalni oblici kombinovanja su preferirani oblik rasta, što se najbolje ostvaruje kroz zajednička ulaganja i strategijske alijanse.

Za zemlje Grupe 1 koje planiraju ulaganje u zemlje Grupe 2 odbacuje se hipoteza H0. Hipoteza H0 glasi: *Optimalan model rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kroz poslovno restrukturiranje je delimični model*. Ove zemlje su konkurentnije i pri ulaganju u zemlje koje karakteriše visoka stopa rasta tržišta (Zemlje grupe 2) optimalniji model je pun model – kroz merđžere i akvizicije.

Za međusobne oblike poslovnog restrukturiranja između zemalja Grupe 1 i između zemalja grupe 2 odbacuje se hipoteza H0. Hipoteza H0 glasi: *Optimalan model rasta u odabranim zemljama Jugoistočne Evrope kroz poslovno restrukturiranje je delimični model*, jer što su zemlje međusobno sličnije, odnosno manje institucionalno udaljene optimalniji model rasta je pun model kroz merđžere i akvizicije, naročito horizontalne oblike kombinovanja.

Svetska ekonomsko-finansijska kriza je na najbolji mogući način pokazala koliko je tržište postalo globalno. Nakon 2008.godine dolazi do usporavanja privrednog rasta i pada globalne prekogranične akvizicione aktivnosti u celom svetu. Suočene, sa negativnim posledicama koje je za sobom ostavila svetske ekonomsko-finansijska krize, zemlje u razvoju nakon 2011.godine sprovode politiku zaokreta od modela u punom vlasništvu za privlačenje stranog kapitala, kroz greenfield investicije i merđžere i akvizicije, ka modelima u delimičnom vlasništvu. Odnosno, sprovode strategiju eksternog rasta kroz uključivanje preduzeća u globalne „lance” vrednosti, najčešće realizovane kroz vertikalne strategijske alijanse. Ovakva strategija je omogućila zemljama u razvoju da nakon 2012.godine prvi put postanu najveći neto primaoci stranog kapitala, a samim tim povećaju obim poslovnog restrukturiranja u funkciji eksternog rasta.

Iz svega gore navedenog, može se zaključiti da ***naučni doprinos istraživanja*** se ogleda u značajnoj informativnoj podršci menadžerima u predviđanju budućih targeta, a takva podrška proizilazi iz primenjenih modela predviđanja budućih targeta na osnovu njihovih karakteristika u prethodnom periodu. Takođe, na osnovu rezultata istraživanja o uspešnosti postakvizicionih performansi određenih modela poslovnog restrukturiranja, kroz ispitivanje uticaja na merila performansi i interesne grupe, ***naučni doprinos istraživanja*** se takođe ogleda u pružanju informativne podrške kreatorima ekonomske i finansijske politike o oceni atraktivnosti određenog tržišta za privlačenje određenih modela restrukturiranja u funkciji eksternog rasta. Rezultati istraživanja pružaju informativnu podršku u delu šta kreatori

ekonomske i finansijske politike mogu preduzeti kako bi povećali atraktivnost tržišta za povećanje modela restrukturiranja kroz eksternu ekspanziju preduzeća.

Sumirajući navedene zaključke, a nadovezujući se na dosadašnji trend razvoja, a u skladu sa sprovedenim istraživanjem na primeru odabranih zemalja Jugoistočne Evrope, kod kojih je potvrđen delimičan model kao optimalan model, i u skladu sa pregledom brojnih empirijskih studija koja se bave faktorima koje utiču na izbor modela ulaska, *naučni doprinos istraživanja* se dalje ogleda u definisanju mera koje bi dovele do ostvarivanja optimalnog modela rasta između odabranih zemalja Jugoistočne Evrope. Jačanjem institucionalnog okvira i podizanjem svesti preduzeća o njihovom uključivanju u globalne „lance” vrednosti kroz vertikalne strategijske alijanse, zajednička ulaganja i regionalne klastere malih i srednjih preduzeća dovelo bi do povećanja obima poslovnog restrukturiranja između odabranih zemalja u onim smerovima kod kojih se naročito pokazalo da nisu iskorišćeni svi mogući potencijali međusobnog poslovnog restrukturiranja.

Kreiranje optimalnog modela rasta kroz delimične modele poslovnog restrukturiranja podrazumeva jačanje institucionalnog okvira kroz sledeće mere:

- (1) Veću ulogu države kroz institucionalnu podršku na svim nivoima ka razvoju modela rasta preduzeća kroz zajednička ulaganja i strategijske alijanse – saradnja institucija na svim nivoima u delu pružanja pomoći klijentima o mogućnostima i opasnostima ovih oblika restrukturiranja
- (2) Stvaranje makroekonomskog ambijenta koji bi pospešivao njihov razvoj, stvaranje stabilnog okruženja kroz dostizanje stabilne stope rasta i rast domaćeg bruto proizvoda.
- (3) Jačanje infrastrukture i zakonskog okvira koji uređuju ovu oblast
- (4) Podizanje svesti velikih preduzeća za uključivanje malih i srednjih preduzeća u globalne „lance” vrednosti, što bi pozitivno uticalo na ukupni privredni razvoj zemlje, veću zaposlenost i jačanje privatnog sektora
- (5) Obučavanje ljudskih resursa, naročito u dele timске povezanosti između različitih partnera, učesnika modela restrukturiranja
- (6) Stvaranje funkcionalnih veza između privrede, obrazovanja i naučnih institucija u smislu kreiranja klastera malih i srednjih preduzeća
- (7) Veća saradnja javnog i privatnog sektora i podizanje svesti o partnerstvima i uključivanju preduzeća u globalne „lance” vrednosti, jer globalnu ekonomiju danas upravo karakterišu ovakvi modeli poslovnog restrukturiranja
- (8) Jačanje organizacione klime i kulture zbog povezanosti između različitih partnera
- (9) Veću finansijsku podršku države ka razvoju modela restrukturiranja kroz zajednička ulaganja i strategijske alijanse
- (10) Uklanjanje „barijera”, kako administrativnih, tako i političkih, a sve u pravcu jačanja veza kroz alternativne modele rasta kako bi se povećao ukupan obim međusobnih oblika poslovnog restrukturiranja između zemalja Jugoistočne Evrope.

Literatura

1. Agarwal, S. (1994). Socio-cultural distance and the choice of Joint Ventures: A contingency perspective . *Journal of International Marketing* 2(2) , 63-80.
2. Aharony, J., & Barniv, R. (2004). Using financial accounting information in the governance of takeovers: An analysis by type of acquirer. *Journal of Accounting and Public Policy* 23 , 321-349.
3. Akhigbe, A., Martin, A. D., & Whyte, A. M. (2007). Partial acquisitions, the acquisition probability hypothesis, and the abnormal returns to partial targets. *Journal of Banking&Finance* 31 , 3080-3101.
4. Alexadridis, G., Fuller, K. P., Terhaar, L., & Travlos, N. G. (2013). Deal size, acquisition premia and shareholder gains. *Jorunal of Corporate Finance* 20 , 1-13.
5. Ambrose, B. W., & Megginson, W. L. (1992). The role of asset structure, ownership structure, and takeover defenses in determining acquisition likelihood. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27 , 575-589.
6. Andrade, G., Mitcell, M., & Stafford, E. (2001). New Evidence and Perspective on Mergers. *Jorunal of Economics Perspectives* 15 , 103-120.
7. Ang, J. B. (2008). Deeterminants of foreign direct investment in Malaysia. *Journal of Policy Modeling* 30 , 185-189.
8. Ang, J. S., & Cheng, Y. (2006). Direct evidence on the market - dirven acquisition theory. *The Journal of Financial Research* Vol.29, No.2 , 199-216.
9. Ang, S. H., & Michailova, S. (2008). Institutional Explanations of Cross-Alliance Modes: The Case of Emerging Economies Firms. *Management International Review* , 551-576.
10. Angwin, D. (2004). Mergers and Acquisitions across European Boreders: National Perspectives on Preacquisition Due Dilligence and the Use of Professional Advisers. *Journal of World Business* 36(1) , 32-57.
11. Andrašić, J., Milenković, N., Pjanić, M. (2014) External growth strategies of banks in the Serbian market, IV International Symposium Engineering Management and Competitiveness, Zrenjanin
12. Andrašić, J., Milenković, N., Pjanić, M. (2013) Internatinalization of companies in selected countries in South-East Europe, Facta Uneversitates

13. Aseidu, E. (2002). On the Determinants on Foreign Direct Investment to Developing countries: Is Africa Different? *World Development Vol.30, No.1* , 107-119.
14. Aulakh, P. S., & Kotabe, M. (1997). Antecedents and performance implications of channel integration in foreign markets. *Journal of International Business Studies 28 (1)* , 145-175.
15. Baek, J.-S., Kang, J.-K., & Park, K. S. (2004). Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics 71* , 265-313.
16. Baker, G. P., & Kennedy, R. E. (2002). Survivorship and the economic grim reaper. *Journal of Law, Economics & Organizations 18* , 324-361.
17. Bargeron, L., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M., & Zutter, C. J. (2008). Why do private acquirers pay so little compared to public acquirers? *Journal of Finance Economics 89* , 375-390.
18. Bateman, M. (1998). Local Supply Chain Development in the Transition Economies: The Case of Kazakhstan. *Supply Chain Management Vol.3, No.2* , 79-88. ,in: Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.244
19. Betton, S., Eckbo, E., & Thorburn, K. (2009). Merger negotiations and the toehold puzzle. *Journal of Financial Economics 91* , 158-178.
20. Betton, S., Eckbo, E., & Thorburn, K. S. (2008). *Markup pricing and bidder gains in takeovers*. Tuck School of Business at Dartmouth, Working Paper.
21. Bevan, A. A., & Estrin, S. (2004). The determinants of foreign direct investment into European transition economies. *Journal of Comparative Economics* , 775-787.
22. Bevan, A., Estrin, S., & Meyer, K. (2004). Foreign investment location and institutional development in transition economies. *International Business Review 13 (1)* , 43-64.
23. Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2004). *Does Corporate Governance Predict Firms Market Values? Evidence from Korea*. University of Texas School of Law (SSRN).
24. Bowman, E. H., & Hurry, D. (1993). Strategy through the option lens: an integrated view of resource investments and the incremental choice process. *Acadamy of Management Review 18* , 750-782.
25. Branch, B., & Yang, T. (2003). Predicting Successful Takeovers and Risk Arbitrage. *Quarterly Journal of Business and Economics 42* , 3-18.
26. Branch, B., Wang, J., & Taewon, Y. (2007). A note on takeover success prediction. *International Review of Financial Analysis* , 1186-1193.

27. Bris, A., & Cabolis, C. (2002). *Corporate Governance Convergence by Contract: Evidence form Cross Border Mergers*. Yale No.02-32.
28. Brouthers, K. D. (2002). Institutional, cultural and transaction cost influences on entry mode choice and performance. *Journal of International Business Studies* 33 (29), 203-221.
29. Brouthers, K. D., & Brouthers, E. L. (2003). Why service and manufacturing entry mode choices differ: The influence of transaction cost factors, risk and trust. *Journal of Management Studies* 40 .
30. Brouthers, K. D., & Brouthers, L. E. (2000). Acquisition or greenfield start-up? Institutional, cultural and transaction cost influences. *Strategic Management Journal* 21 , 89-97.
31. Brouthers, K. D., & Dikova, D. (2010). Acquisitions and Real Options. *Journal of Management Studies* 47 (6) , doi: 101111/j.1467-6486.2009.00875.x.
32. Brouthers, K. D., Brouthers, L. E., & Werner, S. (2001). R&D mode choices in Central and Eastern Europe. *Journal of Business Research* 52 , 83-91.
33. Brouthers, K. D., Brouthers, L. E., & Werner, S. (2008). Real options, interantional entry mode choice and performace. *Journal of Management Studies* 45 , 936-960.
34. Brouthers, Keith D. (2002). Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance. *Journal of international Business studies, Vol.33, No.2* , 203-221.
35. Buhner, R. (1991). The success of mergers in Germany. *International Journal of Ind. Organ.*9 (4) , 513-532.
36. Cable, J., Palfrey, J., & Runge, J. (n.d.). Economic determinants and effects of mergers in West Germany 1964-1974. *Zeitschrift fur die gesamte Staatswissenschaft - (JITE)* 136 (2) , 226-248.
37. Carline, N., Linn, S., & Yadav, P. (2002). *The impact of firm-specific and deal-specific factors on the real gains in corporate mergers and acquisitions: an empirical analysis*. Working Paper: University of Oklahoma.
38. Casson, M., & Mol, M. J. (2006). Strategic Alliances: A Survey of Issues from an Entrepreneurial Perspective in Shenkar,O., Reuer J.J, *Handbook of Strategic Alliances. Thousand Oaks: Sage Publications* , 17-37.
39. Chen, S.-F. S., & Hennart, J.-F. (2004). A hostage theory of joint ventures: why do Japanese investors choose partial over full acquisitions to enter the United States? *Journal of Business Research* 57 , 1126-1134.
40. Child, J., & Fraulkner, D. (1998). *"Strategies of Co-operation"*. London: Oxford University Press.

41. Čirović, M. (2004). *Fuzije i Akvizicije*. Novi Sad: Prometej a.d. Bečej.
42. Clark, K., & Ofek, E. (1994). Mergers as a means of restructuring distressed firms: an empirical investigation. *Journal of Financial Economics* 29 (4) , 541-565.
43. Collins, J. D., Holcomb, T. R., Certo, T. S., Hitt, M. A., & Lester, H. R. (2009). Learning by doing: Cross-border mergers and acquisitions. *Journal of Business Research* 62 , 1329-1334.
44. Contractor, F. J., Lahiri, S., Elango, B., & Kundu, S. K. (2014). Institutional, cultural and industry related determinants of ownership choices in emerging market FDI acquisitions. *International Business Review* 23 , 931-941.
45. Cosh, A. D., Lee, K., & Singh, A. (1989). Institutional investment, mergers and the market form corporate control. *International Journal of Industrial Organization* , 73-100.
46. Cosh, A., Huges, A., & Singh, A. (1980). *The causes and effects of takeovers in UK: an empirical investigation from the late 1960s in: Mueller D.C., eds: The determinants and effects of mergers: an international comparison*. Cambridge: Cambridge University Press.
47. Cuypers, I. R., & Martin, X. (2007). *Joint ventures and real options: an integrated perspective in Reuer, J.J. and Tong.T.W. (Eds), Real options in Strategic Management*. Greenwich, CT. Elsevier, 24, 107-148.
48. Damodaran, A. (2005). *Corporate Finance - Theory and Practice, 2nd*. John Wiley&Son, Inc.
49. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, 2nd Edition*. New Jersey: John Wiley&Sons, In., Hoboken, New Jersey.
50. Datta, D. K. (1989). Organizational fit and acquisition performance: Effects of post-acquisition integration. *Strategic Management Journal* 12 , 339-350.
51. Demirbag, M., Glaister, K. W., & Tatoglu, E. (2007). Institutional and transaction cost influences on MNEs' ownership strategies of their affiliates: Evidence from an emerging market. *Journal of World Business* 42 , 418-434.
52. Derado, D. (2013). Determinants of FDI in transition countries and estimation of the potential level of Croatian FDI". *Financial Theory and Practice* 37 (3) , 227-258.
53. Dong, M., Hirshleifer, D., Richardson, S., & Teoh, S. H. (2006). Does investor misvaluation drive the takeover market? *Journal of Finance* 61 , 725-762.
54. Dunning, J. H. (2001). Paradigm of International Production: Past, Present and Future. *International Journal of the Economics of business, Vol.8, No.2* , 173-190.
55. Đurasinović, J., & Mileković, N. (2011). Analiza uticaja motiva merdžera i akvizicija kompanije na utvrđivanje cene akvizicije. *Anali Ekonomskog fakulteta u Subotici* .

- 56.** Đurasinović, J., & Milenković, N. (2012). Uticaj direktnih stranih investicija na proces restrukturiranja privrede Srbije. *Strategijski menadžment i prevazilaženje ekonomsko-finansijske krize*. Subotica: Ekonomski fakultet u Subotici.
- 57.** Đurasinović, J., Milenković, N., & Ikonić, D. (2010). Strategija restrukturiranja kompanija u funkciji rasta i razvoja kompanija. *Učenje, inovacije i rast organizacija u kontekstu strategijskog upravljanja*. Subotica: Ekonomski fakultet u Subotici.
- 58.** Đurasinović, J., Milenković, N. (2010): LBO transakcije u funkciji restrukturiranja kompanija, Anali Ekonomskog fakulteta, Ekonomski fakultet u Subotici
- 59.** Dyer, J., Kale, P., & Singh, H. (2004). When to ally and when to acquire? *Harvard Business Review Vol.82 (7/8)* , 108-115.
- 60.** Edwards, J., & Nibler, M. (2000). Corporate Governance in Germany: the Role of Banks and Ownership Concentration. *Economic Policy Vol.15, No.31* , 237-267.
- 61.** Eisenhardt, K. (1989). Agency-theory: An assessment and review. *Academy of Management Review 14* , 57-74.
- 62.** Eisenhardt, K. M., & Schoonhoven, C. B. (1996). Resource-based View of Strategic Alliance Formation: Strategic and Social Effects in Entrepreneurial Firms. *Organization Science 7(2)* , 136-150.
- 63.** Erić, D. D., & Stošić, I. S. (2013). *Korporativno restrukturiranje* . Beograd: Čigoja štampa.
- 64.** Erramilli, M. K., & Rao, C. P. (1990). Choice of foreign market entry modes by service firms: Role of market knowledge. *Management International Review 30 (2)* , 135-150.
- 65.** Estrin, S., Baghdasaryan, D., & Meyer, K. E. (2009). The Impact of Institutional and Human Resource Distance on International Entry Strategies. *Journal of Management Studies 46* .
- 66.** Faleye, O. (2003). *Are Large Board Poor Monitors? Evidence from CEO Turnover*. Radni materijal SSRN.
- 67.** Flanagan, D. J., & O'Shaughnessy, K. C. (2003). Core-related acquisitions, multiple bidders and tender offer premiums. *Journal of Business Research Vol.56* , 573-585.
- 68.** Geyskens, J. I., Steenkamp, E. J.-B., & Kumar, N. (2006). Make, Buy, or Ally: A Transaction Cost Theory Meta-Analysis. *Academy of Management Journal, Vol.49, No.3* , 519-543.
- 69.** Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance 7 (2)* , 151-178.

- 70.** Gil, A., Nakos, G., & Brouters, E. L. (2006). County-specific strategy and new venture formation in Central and East Europe. *International Business Review* 15 , 1-13.
- 71.** Gogan, P. A. (2004). *Mergers, acquisitions, and Corporate Restructurings*. New York: John Wiley&Sons, Inc.
- 72.** Goldman, E., & Qian, J. (2005). Optimal toeholds in takeover contests. *Journal of Financial Economics* 77 , 321-346.
- 73.** Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 , 107-155.
- 74.** Gorton, G., Kahl, M., & Rosen, R. (2005). *Eat or be eaten: a theory of merger waves*. NBER Working paper No.11364.
- 75.** Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1980.). Takeover, bids, the free rider problem and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11 .
- 76.** Grinfeld strane direktne investicije u Srbiji (2008) Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd
- 77.** Grundy, T. (1996.). Strategy, acquisitions and value. *European menagment Journal* Vo.14, No.2 .
- 78.** Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., & Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International Journal of Ind. Organi.*21 , 625-653.
- 79.** Haley, P. M., Palepu, K., & Ruback, R. (1992). Does corporate performance improve after mergers. *Journal of Financial Economics* 31 (2) , 135-175.
- 80.** Harford, J., Humphery-Jenner, M. L., & Powell, R. G. (2012). The sources of value destruction in acquisition by entrenched managers. *Journal Financial Economics* 106 (2) , 247-261.
- 81.** Hofstede, G. (1991). *Cultures and Organizations*. London: McGraw-Hill.
- 82.** Hoskisson, R. E., Eden, L., Chung, M. L., & Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of Managment Journal* Vol.43 No.3 , 249-267.
- 83.** Huang, R. D., & Walking, R. (1987). Acquisition Announcements and Abnormal Returns. *Journal of Financial Economics* 19 , 329-350.
- 84.** Humphery-Jenner, M., & Powell, R. (2014). Firm size, sovereign governance, and value creation: Evidence from the acquirer size effect. *Journal of Corporate Finance* 26 , 57-77.
- Izveštaj o privrednom razvoju Srbije 2014.godine, Privredna komora Srbije, preuzeto 12.10.2015.
- 85.** Jakobsen, K., & Meyer, K. E. (2008). Partial Acquisition: The Overlooked Entry Mode. In J. H. Dunning, & P. Gugler, *Foreign direct investment, location and*

- competitiveness, Progress in International Business Research 2* (pp. 203-226). Elsevier Science.
- 86.** Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. (1986). Corporate acquisitions: A process perspective. *Academy of Management Review 11* , 145-163.
- 87.** Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review 76* , 323-329.
- 88.** Jensen, M. C. (2010). Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance 22/1* , 33-42.
- 89.** Jensen, M. C. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly 12* , 235-256.
- 90.** Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics 3* , 305-360.
- 91.** Jensen, Michael C.; Ruback, Richard S. (1983). The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics Vol.11* , 5-50.
- 92.** Kaufman, J. B., & O'Neill, H. M. (2007). Do culturally distant partners choose different types of joint ventures? *Journal of World Business 42* , 435-448.
- 93.** Kennel-Scott, J., & Enderwick, P. (2004). Inter-firm alliance and network relationships and the eclectic paradigm of international production: an exploratory analysis of quasi-internalisation at the subsidiary level. *International Business Review 13* , 425-445.
- 94.** Kenneth, W., & Alexander Smith, T. J. (1995). *The Value of Options in Strategic Acquisitions in Real Options Capital Investment: Models, Strategies and Applications*. Praeger: Westport, CT: .
- 95.** Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging markets. *Journal of Corporate Finance 10* , 703-728.
- 96.** Kogut, B., & Singh, H. (1988). The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode. *Journal of International Business Studies 19(3)* , 411-432.
- 97.** Kohers, N., Kohers, G., & Kohers, T. (2007). Glamour, value, and the form of takeover. *Journal of Economics and Business 59* , 74-87.
- 98.** Koke, J. F., Dherment-Ferere, I., & Renneboog, L. (2001). *Corporate Monitoring by Blockholders in Europe: Empirical Evidence of Managerial Disciplining in Belgium, France, Germany and the UK*. <http://ssrn.com>: ZEW Discussion Paper No. 01-24.
- 99.** Kumps, A., & Wtterwulghe, R. (1980). Belgium 1962-1974. In: Mueller D.C. (Ed.) *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison*. Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge, MA , 67-97.

- 100.** Lang, L. H., Stulz, R., & Walking, R. A. (1989). Managerial Performance, Tobin Q and the Gains from Successful Tender Offers. *Jornal of Financial Economics* 24 , 137-154.
- 101.** Leiblein, M. J. (2003). The choice of organizational governance form and performance: predictions from transaction cost, resource-based and real options theories. *Jornal of Management* 29 , 937-961.
- 102.** Linz, S., & Kreuger, G. (1998). "Enterprise Restructuring in Russia's Transition Economy; Formal and Informal Mechanism". *Coparative Economics Studies, Vol.40, No.2* in: Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.18
- 103.** Lopez Duarte, C., & Canal-Garcia, E. (2004). The Choice Between Joint Ventures and Acquisitions in Foreign Direct Investments: The Role of Partial Acquisitions and Accrued Experience . *Thunderbird International Business Review Vo.46 (1)* , 39-58.
- 104.** Martinova, M., & Renneboog, L. (2009). What determines the Financing Decision in Corporate Takeovers: Cost of Capital Agency Problems or the Means of Payment? *Jornal of Corporate Finance* , doi:10.1016/j.jcorpfin.2008.12.004.
- 105.** Martynova, M., & Renneboog, L. (2008). A cenury of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? . *Journal of Banking and Finance* 32 , 2148-2177.
- 106.** Meeks, G. (1977). *Dissapointing Marriage: A study of the Gains from Merger*. Cambrige: Cambrige University Press.
- 107.** Mencinger, J. (2003). Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth? *Kyklos* 56(4) , 493-510.
- 108.** Mesulis, R. W., Wang, C., & Xie, F. (2007). Corporate governance and acquirer returns. *Jornal Financial Economics* 62 (4) , 1851-1889.
- 109.** Meyer, K. E. (1998). *Direct investment in economies in transition*. Gheltenham: England: Edward Elgar.
- 110.** Meyer, K. E., & Estrin, S. (1997). Privatization acquisition and direct foreign investment: Who buys stateowned enterprises. *Economic Policy in Transitional Economies* 7 , 159-172.
- 111.** Meyer, K. E., Estrin, S., Bhaumik, S. K., & Peng, M. W. (2009). Institutions, resources, and entry strategies in emerging economies. *Strategic Management Journal* 30 , 61-80.
- 112.** Mihajlov-Denčić, K. (2003). Merdžeri i akvizicije - atraktivni oblici stranih direktnih investicija u uslovima globalizacije. *Ekonomске teme 2/2003* , 327-334.

- 113.** Mihajlov-Denčić, K. (2009). *Preuzimanje predućea: istorijski i konceptualni prikaz*. Niš: Ekonomski fakultet u Nišu.
- 114.** Mihajlov-Denčić, K., & Radović, O. (2006). Problems in predicting target firms at the undeveloped capital markets. *Facta Universitatis: Economics and Organization, Vol.3.No.1* , 59-68.
- 115.** Mihajlov-Denčić, K. (2006). Odloženo plaćanje pri realizaciji merdžera i akvizicija. *Računovodstvo I-I, Savez računovođa i revizora Srbije* , 65-72.
- 116.** Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., & Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of Financial Economics 73* , 201-228.
- 117.** Monks, R. A. (2002). Creating Value Through Corporate Governance. *Corporate Governance Vol. 10* , 116-123.
- 118.** Morck, R., Nakamura, M., & Shivdasani, A. (2000). Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan. *Journal of Business Vol.73.No.4* .
- 119.** Morellec, E., & Zhdanov, A. (2008.). Financing and takeovers. *Journal of Financial Economics* , doi:10.1016/j.jfineco.2007.01.006.
- 120.** Mudambi, R., & Mudambi, S. M. (2002). Diversification and market entry choices in the context of foreign direct investment. *International Business Review 11* , 35-55.
- 121.** Mueller, D. C. (1980). The United States, 1962-1972 In: Mueller, D.C. (Ed.), *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparasion. Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge* , 271-298.
- 122.** North, D. S. (2001). The Role of Managerial Incentives in Corporate Acquisitions: The 1990s Evidence. *Journal of Corporate Finance 7* , 125-149.
- 123.** Neuhaus, M. (2006). *The Impact of FDI on Economic Growth*, Springer-Verlag Company
- 124.** Odagiri, H., & Hase, T. (1989). Are mergers and acquisitions going to be popular in Japan too? An emprical study. *International Jorunal Ind.Organ. 7 (1)* , 49-72.
- 125.** Offenber, D. (2009). Firm size and the effectiveness of the market for corporate control. *Journal of Corporate Finance 15* , 66-79.
- 126.** Officer, M. S. (2003). Termination fees in mergers and acquisitions. *Journal of Financial Economics 69* , 431-467.
- 127.** Ortiz-de-Urbina-Criado, M., Montoro-Sanchez, A., & Mora-Valentin, E.-M. (2014). Impact of growth strategy on mode of governance in alliances. *International Business Review 23* , 838-848.
- 128.** Osland, G., & Bjorkman, I. (1998). "MNC-Host Government Interaction: Government Preassures on MNCs in China". *European Management Journal, Vol.16, No.1* , 91-99.

- 129.** Palepu, K. G. (1986). Predicting takeover targets. A methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 8 , 3-35.
- 130.** Pan, Y. (2002). Equity Ownership in International Joint Ventures: The Impact of Source Country Factors. *Journal of international business studies* 33 (2) , 375-384.
- 131.** Peer, H. (1980). The Netherlands, 1962-1973. In Mueller, D.C. (Ed.), *The Determinants and Effects of Mergers: An International Comparison. Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge* , 163-191.
- 132.** Peng, M. W. (2003). Institutional transitions and strategic choices. *Academy of Management Review* 28 , 275-296.
- 133.** Peng, W. M. (2006). *Global Strategy*. Thomson South-Western.
- 134.** Pothukuchi, V., Damanpour, F., & Choi, J. (2002). National and Organizational Culture Differences and International Joint Venture Performance. *Journal of international business studies Vol.33, No.2* , 243-265.
- 135.** Powell, R., & Stark, A. W. (2005). Does operating performance increase post-takeover for UK takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks. *Journal of Corporate Finance* 11 (2) , 293-317.
- 136.** Pritchett, L. (2000) "Understanding Patterns of Economic Growth: Searching for Hills among Plateaus, Mountainins and Plains", World Bank Economic Review, UNCTAD Investment Brief, No.2 2008
- 137.** Ravenscraft, D., & Scherer, F. (1987). Life after Takeover. *Journal of Industrial Economics Vol.36* , 101-116.
- 138.** Reuer, J. J., & Ragozzino, R. (2008). Adverse selection and M&A design: The roles of alliances and IPOs. *Journal of Economic Behavior&Organization Vo.66* , 195-212.
- 139.** Richard, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business* 59 , 97-216.
- 140.** Rodić, J., Vukelić, G., & Andrić, M. (2011). *Analiza finansijskih izveštaja*. Proleter a.d. Bečej.
- 141.** Rodriguez, X. A., & Pallas, J. (2008). Determinants of foreign direct investment in Spain. *Applied Economics* 40 (19) , 2443-2450.
- 142.** Ryden, B., & Edberg, J. O. (1980). Large mergers in Sweden, 1962-1976. In: Mueller, D.C. (Ed.) *The determinants and effects of mergers: an interantional comparison. Oelgeschlager, Gunn and Hain, Cambridge* , 193-226.
- 143.** Samonis, V. (1998). *Enterprise Restructuring and Foreign Investment in the Transforming East*. The Haworth Press, Inc.in: Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš, str.18

- 144.** Savor, P. G., & Lu, Q. (2009). Do stock mergers create value for acquirers? *Jornal of Finance* 64 , 1061-1097.
- 145.** Sawler, J. (2005). Horizontal alliances and the merger paradox. *Managerial and Decision Economics* 26 , 243-248.
- 146.** Scharfstein, D. (1988). The disciplinary Role of Takeovers. *The Review of Economic Studies* Vol.55 , 185-199.
- 147.** Schwert, W. (2000). Hostility in takeovers: In the eyes of the beholder. *The Journal of Finance* 55 , 2599-2640.
- 148.** Scott-Kennel, J., & Enderwick, P. (2004). Inter-firm Alliance and Network Relationships and the Eclectic Paradigm of International Production: An Exploratory Analysis of Quasi-internalisation at the Subsidiary Level". *International Business Review*, Vol.13 , 425-445.
- 149.** Servaes, H. (1991). Tobin's Q and the Gains from Takeovers. *The Journal of Finance* Vol.46, No.1 .
- 150.** Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2003). Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics* 70 , 295-311.
- 151.** Singh, R. (1997). *Mergers, acquisitions and corporate restructurings*. John Wiley&Sons.
- 152.** Singh, R. (1971). *Takeovers: Their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm*. Cabrige: Cabrige University Press.
- 153.** Somlev, I. P., & Hoshino, Y. (2005). Influence of location factors on establishment and ownership of foreign investments: The case of the Japanese manufacturing firms in Europe. *International Business Review* 14 , 577-598.
- 154.** Stefanović, S. (2008). Analitical framework of FDI determinants: Implementation of the OLI Model. *Facta Uneversitatis: Economics and Organization* Vo.5, No.3 , 239-249.
- 155.** Stefanović, S. D. (2010). *Strateška partnerstva u uslovima globalizacije poslovanja*. Niš: Ekonomski fakultet Niš.
- 156.** Stoian, C., & Filippaios, F. (2008). Dunning's eclectic paradigm: A holistic, yet context specific framework for analysing the determinants of outward FDI Evidence from international Greek investments. *International Business Review* 17 , 349-367.
- 157.** Sun, Q., Wilson, T., & Yu, Q. (2002). Determinants of foreign direct investment across China. *Journal of International Money and Finance* 21 , 79-113.
- 158.** Tarzi, S. (2005). Foreign Direct Investment into Developing Countries: Impact of Location and Government Policy" . *The Journal of Social, Political and Economic Studies*, Vol.30, No.4 , 497-516.

- 159.** 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 , 59-79.
- 160.** Todorović, M. (2010). *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*. Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu.
- 161.** Tong, T. W., Reuer, J. J., & Peng, M. W. (2008). International joint ventures and the value of growth options. *Academy of Management Journal* 51 , 1014-1029.
- 162.** Tseng, W., Zebregs, H. Foreign Direct Investment in China: Some Lessons from Other Countries, Washington DC: IMF Policy Discussion Paper PDP/02/3, februar 2002. preuzeto iz Ćirović, M. Fuzije i akvizicije, Prometej, Novi Sad, 2004. str.170
- 163.** Uvalić, M. (2012). *Tranzicija u Srbiji - ka boljoj budućnosti*. Beograd.
- 164.** Urošević dr Branko: Kvantitativne metode u korporativnim finansijama, Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta u Beogradu, 2009.godine, str.121-129
- 165.** Uredba o postupku i načinu restrukturiranja subjekata privatizacije, „Sl.glasnik RS“, br. 52/2005, 96/2008, 98/2009, 44/2013 i 59/2013. Donošenjem novog Zakona o privatizaciji „Sl. glasnik RS br. 83/2014.godine ta uredba je ukinuta
- 166.** Villaverde, J., & Maza, A. (2011). Foreign direct investment in Spain: Regional distribution and determinants. *International Business Review* .
- 167.** Vunjak, N. M. (2014). *Finansijski menadžment - Poslovne finansije*. Subotica: Proleter a.d. Bečej
- 168.** Vuković, B. (2014.) Performanse grupe preduzeća na osnovu konsolidovanih finansijskih izveštaja, Doktorska disertacija, Subotica, 2014.godina, str.39-45
- 169.** Wei, Y., Liu, X., Parker, D., & Vaidya, K. (1999.). The regional distribution of foreign direct investment in China. *Regional Studies* 33(9) , 857-867.
- 170.** Weir, C. (1997). Corporate Governance, Performance and Take-Overs: An Empirical Analysis of UK Mergers. *Applied Economics* 29 , 1465-1475.
- 171.** Weisbach, M. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics* 20 , 431-460.
- 172.** Williamson, O. E. (1991). Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quarterly* 36 (2) , 269-296.
- 173.** World Investment Report 2006, www.unctad.org, preuzeto 12.03.2014.
- 174.** World Investment Report 2010, www.unctad.org, preuzeto 13.09.2014.
- 175.** World Investment Report 2011, www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.
- 176.** World Investment Report 2012, www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.
- 177.** World Investment Report 2013, www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.

- 178.** World Investment Report 2014. www.unctad.org preuzeto 13.09.2014.
- 179.** Yin, X., & Shanley, M. (2008). Industry determinants of the "merger versus" alliance" decision. *Academy of Management Review*, Vol.33. No. 2, 473-491.
- 180.** Zollo, M., Reuer, J. J., & Singh, H. (2002). Interorganizational Routines and Performance in Strategic Alliances. *Organization Science* 13 (6), 701-713.
- 181.** Zrnić mr Danica: Razvoj modela konkurentnosti malih i srednjih preduzeća u tranzicionim uslovima, Doktorska disertacija, Novi Sad, 2014.godine, str.43
- 182.** Zakon o privatizaciji, Sl.glasnik RS“ br.38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007 – dr.zakon i 30/2010 – i dr.zakon, 93/2012, 119/2012
- 183.** Zakon o privrednim društvima, “Sl.glasnik RS” br. 125/04, a kasnije “Sl.glasnik RS”, br.36/11, 99/11, 83.14, 5/15)
- 184.** Zakon o preuzimanju akcionarskih društava, „Sl.glasnik RS“ 46/06, 107/09, 99/11
- 185.** Zakon o stranim ulaganjima, „Sl.glasnik SRJ“ br. 3/2002, 5/2003. Donošenjem novog Zakona o ulaganjima Sl.glasnik RS, br.89/2015 Zakon o stranim ulaganjima prestaje da važi
- 186.** Zakon o tržištu hartija od vrednosti i drugih finansijskih instrumenata, „Sl.glasnik RS“, br. 47/06
- 187.** Zakon o računovodstvu, “Sl.glasnik RS”, br. 62/2013

PRILOZI

1. Prilog br.1 Pokazatelji poslovanja izabranih preduzeća i proseka privredne grane
2. Prilog br.2 Deskriptivna statistika – analiza ciljnih preduzeća
3. Prilog br.3 Pokazatelji profitabilnosti izabranih banaka i proseka bankarskog sektora po periodima
4. Prilog br.4 Deskriptivna statistika izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti
5. Prilog br.5 Anketa
6. Prilog br.6 Brojčana i procentualna zastupljenost (rezultati ankete)

Prilog br. 1 Pokazatelji poslovanja izabranih preduzeća i proseka privredne grane

Šifra del.	t	T-1	Prosek	Roe	Prosek	Roa	Prosek	Leveridž	Prosek	Dug/ Kapital	Prosek	Likvidnost	Prosek	Efikasnost	Veličina	Finansiranje	Pravac rasta
1051	2004	2003	-3.15	-16.28	-1.69	-8.89	0.72	0.45	0.77	0.08	0.89	1.11	0.62	0.55	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1107	2005	2004	-5.63	0.74	-2.36	0.34	0.58	0.54	0.37	0.57	0.96	1.46	0.57	0.58	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1107	2011	2010	-4.08	-8.83	-1.40	-8.22	0.65	0.07	0.57	0.00	0.99	0.58	0.49	0.96	Malo	Gotovina	Horizontalni
1051	2010	2009	-4.87	0.84	-1.80	0.74	0.62	0.11	0.51	0.01	1.00	1.81	0.52	0.81	Srednje	Gotovina	Horizontalni
1107	2008	2007	3.15	160.21	1.27	-23.49	0.59	0.85	0.44	0.61	1.05	0.13	0.52	0.90	Malo	Gotovina	Horizontalni
1051	2011	2010	-4.08	1.95	-1.40	0.89	0.65	0.54	0.57	0.26	0.99	1.29	0.49	0.45	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1105	2003	2002	-1.49	42.72	-0.81	24.89	0.71	0.39	0.73	0.50	0.85	4.88	0.64	0.50	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1072	2005	2004	-5.63	4.20	-2.36	2.68	0.58	0.34	0.37	0.06	0.96	1.26	0.57	0.62	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1072	2003	2002	-1.49	6.27	-0.81	5.55	0.71	0.11	0.73	0.00	0.85	2.85	0.64	0.67	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1051	2003	2002	-1.49	16.56	-0.81	7.17	0.71	0.45	0.73	0.58	0.85	2.13	0.64	0.49	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1105	2009	2008	0.18	24.66	0.07	20.66	0.61	0.14	0.48	0.00	1.04	2.77	0.52	0.61	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1107	2008	2007	3.15	-3.59	1.27	-2.30	0.59	0.36	0.44	0.00	1.05	1.06	0.52	0.62	Srednje	Gotovina	Horizontalni
1051	2004	2003	-3.15	-1.53	-1.69	-0.96	0.72	0.37	0.77	0.00	0.89	1.60	0.62	0.40	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1072	2004	2003	-3.15	14.24	-1.69	8.93	0.72	0.36	0.77	0.28	0.89	2.37	0.62	0.54	Veliko	Gotovina	Konglomeratski
1107	2004	2003	-3.15	5.22	-1.69	2.86	0.72	0.44	0.77	0.13	0.89	0.76	0.62	0.72	Veliko	Gotovina	Konglomeratski
1051	2003	2002	-1.49	26.87	-0.81	16.06	0.71	0.15	0.73	0.06	0.85	4.33	0.64	0.52	Veliko	Gotovina	Konglomeratski

1051	2003	2002	-1.49	2.31	-0.81	1.93	0.71	0.16	0.73	0.06	0.85	2.68	0.64	0.69	Veliko	Gotovina	Konglomeratski
1082	2011	2010	-4.08	-10.68	-1.40	-5.58	0.65	0.48	0.57	0.00	0.99	0.91	0.49	0.57	Malo	Gotovina	Horizontalni
1082	2006	2005	-8.58	288.61	-3.42	-22.97	0.59	0.92	0.43	7.56	0.97	0.63	0.56	0.80	Srednje	Gotovina	Horizontalni
1032	2006	2005	-8.58	132.81	-3.42	-17.41	0.59	0.87	0.43	2.38	0.97	0.63	0.56	0.65	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1089	2008	2007	3.15	32.88	1.27	22.60	0.59	0.31	0.44	0.12	1.05	2.46	0.52	0.44	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1032	2004	2003	-3.15	-35.20	-1.69	-16.81	0.72	0.52	0.77	0.43	0.89	0.69	0.62	0.74	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1105	2003	2002	-1.49	4.41	-0.81	4.04	0.71	0.08	0.73	0.02	0.85	6.70	0.64	0.58	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1105	2003	2002	-1.49	0.00	-0.81	0.00	0.71	0.42	0.73	0.07	0.85	1.25	0.64	0.52	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1051	2003	2002	-1.49	0.05	-0.81	0.04	0.71	0.16	0.73	0.00	0.85	1.54	0.64	0.76	Srednje	Gotovina	Horizontalni
1051	2003	2002	-1.49	4.66	-0.81	2.02	0.71	0.53	0.73	0.20	0.85	1.25	0.64	0.45	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1051	2003	2002	-1.49	5.90	-0.81	4.83	0.71	0.16	0.73	0.00	0.85	1.90	0.64	0.70	Veliko	Gotovina	Horizontalni
1051	2008	2007	3.15	9.95	1.27	3.00	0.59	0.70	0.44	0.74	1.05	1.12	0.52	0.47	Srednje	Gotovina	Horizontalni
1107	2007	2006	1.96	44.47	0.81	17.47	0.57	0.60	0.41	0.00	1.05	1.67	0.54	0.00	Srednje	Gotovina	Horizontalni
1105	2008	2007	3.15	294.54	1.27	-98.83	0.59	0.66	0.44	0.93	1.05	0.42	0.52	0.86	Veliko	Gotovina	Horizontalni

Prilog br. 2 Deskriptivna statistika – analiza ciljnih preduzeća

Tabela br.75 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti uspešnosti poslovanja preduzeća godinu dana pre preuzimanja za izabrane pokazatelje preduzeća⁴²³

	Srednja vrednost	Stand. devijacija	min	maks	Koef. varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distrib. vrednosti
ROE	-23.45	84.19	-294.5	44.5	359.07	-54.89	8.00	-2.41	4.75	.014
ROA	-1.96	21.86	-98.8	24.9	1116.02	-10.12	6.21	-2.93	11.06	.396
Leveridž	.41	.24	.1	.9	58.85	.32	.50	.42	-.56	.496
Dug/Kapital	.52	1.41	.0	7.6	270.57	-.01	1.05	4.40	19.17	.001
Likvidnost	1.81	1.42	.1	6.7	78.56	1.28	2.34	1.81	3.38	.246
Efikasnost	.61	.18	.0	1.0	30.45	.54	.68	-.77	2.27	.995

Napomena vrednosti asimetrije i spljoštenosti u intervalu od -.04 do .04 nisu diskutovane

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti uspešnosti poslovanja preduzeća godinu dana pre preuzimanja za izabrane pokazatelje preduzeća ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost svih izabranih pokazatelja preduzeća: ROE (359.07), ROA (1116.02), Leveridž (58.85), Dug/Kapital (270.57), Likvidnost (78.56), Efikasnost (30.45). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: Leveridž (.42), Dug/Kapital (4.40), Likvidnost (1.81). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: ROE (-2.41), ROA (-2.93), Efikasnost (-.77). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: ROE (4.75), ROA (11.06), Dug/Kapital (19.17), Likvidnost (3.38), Efikasnost (2.27). Negativne vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: Leveridž (-.56). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: ROA (.40), Leveridž (.50), Likvidnost (.25), Efikasnost (1.00). Distribucija vrednosti odstupa od normalne raspodele (p) kod: ROE (.01), Dug/Kapital (.00).

⁴²³ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.76 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti uspešnosti granskog proseka godinu dana pre preuzimanja⁴²⁴

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtosis	Distrib. vrednosti
ROE	-1.94	3.20	-8.6	3.2	164.52	-3.14	-.75	-.02	-.26	.141
ROA	-.90	1.30	-3.4	1.3	145.27	-1.38	-.41	.23	-.36	.063
Leveridž	.66	.06	.6	.7	9.03	.64	.68	-.23	-1.75	.153
Dug/Kapital	.60	.15	.4	.8	25.18	.55	.66	-.22	-1.70	.225
Likvidnost	.94	.08	.9	1.0	8.63	.91	.97	.22	-1.56	.107
Efikasnost	.58	.06	.5	.6	9.92	.56	.60	-.26	-1.59	.250

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti uspešnosti poslovanja granskog proseka godinu dana pre preuzimanja za izabrane pokazatelje ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost prosečnih vrednosti izabranih pokazatelja: ROE (164.52), ROA (145.27), Dug/Kapital (25.18). Vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na homogenost obeležja Leveridž (9.03), Likvidnost (8.63), Efikasnost (9.92). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: ROA (.23), Likvidnost (.22). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: Leveridž (-.23), Dug/Kapital (-.22), Efikasnost (-.26). Vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da raspodela nije asimetrična kod: ROE (-.02). Negativne vrednosti **Kurtosisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: ROE (-.26), ROA (-.36), Leveridž (-1.75), Dug/Kapital (-1.70), Likvidnost (-1.56), Efikasnost (-1.59). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: ROE (.14), Leveridž (.15), Dug/Kapital (.22), Likvidnost (.11), Efikasnost (.25). Distribucija vrednosti odstupa od normalne raspodele (p) kod: ROA (.06).

⁴²⁴ Izvor: Autor doktorske disertacije

Prilogbr. 3 Pokazatelji profitabilnosti izabranih banaka i proseka bankarskog sektora po periodima

Period t-2

ROE	Prosek	ROA	Prosek	ROE/ROA	Prosek	NIMA	Prosek	NPK/ OR	Prosek	NPKp/ OR	Prosek
-32.39	-0.84	-7.18	-0.20	4.51	4.30	5.35	5.08	49.43	65.01	73.32	109.03
11.14	4.52	4.10	0.73	2.72	6.16	9.92	4.48	76.99	73.77	136.42	113.10
11.12	-0.84	3.66	-0.20	3.04	4.30	6.39	5.08	48.30	65.01	125.56	109.03
4.03	-0.84	1.92	-0.20	2.10	4.30	4.97	5.08	35.50	65.01	88.20	109.03
-8.73	-0.84	-3.31	-0.20	2.64	4.30	5.23	5.08	60.46	65.01	101.22	109.03
17.34	-0.84	5.40	-0.20	3.21	4.30	6.71	5.08	67.53	65.01	126.08	109.03
-154.89	-4.98	-16.73	-0.97	9.26	5.12	4.67	4.70	14.87	44.82	24.77	71.40
25.54	-0.84	3.86	-0.20	6.62	4.30	5.41	5.08	79.35	65.01	148.19	109.03
24.41	-0.84	4.25	-0.20	5.74	4.30	3.35	5.08	76.97	65.01	88.24	109.03
6.44	-0.84	2.13	-0.20	3.02	4.30	6.55	5.08	62.76	65.01	119.84	109.03
6.66	4.98	3.25	-0.97	2.05	5.12	9.58	4.70	168.13	44.82	208.40	71.40
-53.18	8.33	-7.91	1.97	6.73	4.23	4.88	5.40	-95.64	110.03	178.92	144.25
-159.36	-0.84	-34.54	-0.20	4.61	4.30	5.35	5.08	30.99	65.01	50.66	109.03

Period t-1

ROE	Prosek	ROA	Prosek	ROE/ROA	Prosek	NIMA	Prosek	NPK/ OR	Prosek	NPKp/ OR	Prosek
-101.25	-4.98	-20.15	-0.97	5.03	5.12	4.56	4.70	6.12	44.82	9.78	71.40
10.02	7.64	3.82	1.41	2.63	5.41	7.55	4.13	63.84	75.18	123.70	109.74
28.41	-4.98	8.81	-0.97	3.22	5.12	8.21	4.70	59.14	44.82	131.47	71.40
4.43	-4.98	1.65	-0.97	2.69	5.12	7.00	4.70	-57.51	44.82	-120.60	71.40
-18.81	-4.98	-8.83	-0.97	2.13	5.12	5.26	4.70	57.70	44.82	93.50	71.40
11.84	-4.98	2.49	-0.97	4.76	5.12	5.35	4.70	65.07	44.82	108.16	71.40
3.43	4.52	0.60	0.73	5.68	6.16	5.11	4.48	41.80	73.77	67.98	113.10
18.92	-4.98	3.10	-0.97	6.10	5.12	4.89	4.70	70.38	44.82	117.46	71.40

13.38	-4.98	1.38	-0.97	9.72	5.12	3.16	4.70	86.48	44.82	105.98	71.40
7.40	-4.98	2.21	-0.97	3.35	5.12	5.20	4.70	52.41	44.82	100.39	71.40
17.17	4.52	8.67	0.73	1.98	6.16	11.04	4.48	151.64	73.77	194.45	113.10
-49.80	4.47	-6.13	0.93	8.12	4.83	4.63	4.65	81.70	107.02	158.31	140.66
-68.12	-4.98	-20.80	-0.97	3.27	5.12	4.28	4.70	41.67	44.82	72.09	71.40

Period t+1

ROE	Prosek	ROA	Prosek	ROE/ROA	Prosek	NIMA	Prosek	NPk/OR	Prosek	NPk/OR	Prosek
-45.35	7.64	-9.62	1.41	4.72	5.41	3.21	4.13	27.83	75.18	44.76	109.74
-16.13	8.33	-4.60	1.97	3.50	4.23	5.03	5.40	113.26	110.03	156.4 3	144.25
-9.88	7.64	-1.23	1.41	8.06	5.41	3.01	4.13	30.71	75.18	65.68	109.74
-6.89	7.64	-1.86	1.41	3.71	5.41	4.59	4.13	40.96	75.18	66.92	109.74
-0.41	7.64	-0.10	1.41	3.91	5.41	3.39	4.13	52.34	75.18	87.67	109.74
1.31	7.64	0.13	1.41	9.81	5.41	2.13	4.13	46.81	75.18	76.70	109.74
14.75	7.15	3.44	1.50	4.29	4.76	3.54	4.06	51.55	87.20	87.74	124.95
9.00	7.64	0.88	1.41	10.27	5.41	3.65	4.13	85.51	75.18	143.0 4	109.74
15.08	7.64	2.12	1.41	7.12	5.41	5.85	4.13	176.71	75.18	204.5 4	109.74
-39.31	7.64	-7.88	1.41	4.99	5.41	3.97	4.13	43.33	75.18	72.64	109.74
8.85	7.15	2.95	1.50	3.00	4.76	5.57	4.06	67.13	87.20	91.54	124.95
1.07	0.23	0.21	0.05	5.01	4.86	3.69	4.48	121.98	116.48	201.2 7	151.15
-3.08	7.64	-0.43	1.41	7.10	5.41	2.04	4.13	43.38	75.18	76.24	109.74

Period t+2

ROE	Prosek	ROA	Prosek	ROE/ROA	Prosek	NIMA	Prosek	NPk/OR	Prosek	NPk/OR	Prosek
1.67	7.15	0.45	1.50	3.71	4.76	3.25	4.06	52.34	87.20	81.90	124.95
-9.23	4.47	-	0.93	4.06	4.83	5.55	4.65	123.45	107.02	164.29	140.66
-19.38	7.15	-	1.50	5.01	4.76	2.86	4.06	36.13	87.20	65.03	124.95
-8.17	7.15	-	1.50	3.04	4.76	6.04	4.06	51.66	87.20	74.79	124.95

		2.69									
2.31	7.15	0.45	1.50	5.12	4.76	3.66	4.06	59.88	87.20	86.96	124.95
-4.04	7.15	-	1.50	5.05	4.76	2.97	4.06	64.55	87.20	89.26	124.95
2.82	8.33	0.71	1.97	3.97	4.23	4.39	5.40	-138.45	110.03	-193.99	144.25
11.79	7.15	1.71	1.50	6.90	4.76	4.24	4.06	109.00	87.20	162.54	124.95
14.00	7.15	2.80	1.50	5.00	4.76	4.13	4.06	123.61	87.20	170.42	124.95
-18.48	7.15	-	1.50	4.52	4.76	3.87	4.06	81.55	87.20	119.64	124.95
11.09	8.33	2.88	1.97	3.85	4.23	4.47	5.40	-131.76	110.03	-177.83	144.25
-0.05	1.97	-	0.40	5.83	4.87	3.63	4.07	123.79	104.68	193.79	136.46
9.64	7.15	1.61	1.50	5.98	4.76	2.73	4.06	63.42	87.20	92.93	124.95

Prilog br. 4 Deskriptivna statistika izabranih banaka i proseka bankarske delatnosti

Tabela br.77 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka za period t-2⁴²⁵ (13 banaka)

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distribucija vrednosti
ROE	-23.22	63.40	-159.4	25.5	273.02	-61.54	15.10	-1.49	.71	.534
ROA	-3.16	11.47	-34.5	5.4	362.85	-10.10	3.77	-1.78	2.33	.392
Roe/Roa	4.33	2.19	2.0	9.3	50.66	3.00	5.65	.92	-.14	.380
NIMA	6.03	1.87	3.3	9.9	31.05	4.90	7.16	1.04	.30	.344
NPk/OR	51.97	57.61	-95.6	168.1	110.84	17.15	86.79	-.75	2.41	.390
NPkp/OR	85.54	91.87	-178.9	208.4	107.41	30.00	141.07	-1.83	3.54	.728

Napomena vrednosti asimetrije i spljoštenosti u intervalu od -.04 do .04 nisu diskutovane

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti za period t-2 za izabrane pokazatelje ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost pokazatelja: stopa prinosa na kapital (ROE) (273.02), stopa prinosa na aktivu (ROA) (362.85), leverdž (ROE/ROA) (50.66), neto kamatna marža (NIMA) (31.05), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (110.84), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (107.41). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: leverdž (ROE/ROA) (.92), neto kamatna marža (NIMA) (1.04). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-1.49), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-1.78), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (-.75), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (-1.83). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.71), stopa prinosa na aktivu (ROA) (2.33), neto kamatna marža (NIMA) (.30), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (2.41), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (3.54). Negativne vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: leverdž (ROE/ROA) (-.14). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.53), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.39), leverdž (ROE/ROA) (.38), neto kamatna marža (NIMA) (.34), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.39), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.73).

⁴²⁵ Izvor: Autor doktorske disertacije

**Tabela br.78 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka
za period t-2 prosek bankarskog sektora⁴²⁶**

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distribucija vrednosti
ROE	.41	3.46	-5.0	8.3	850.16	-1.68	2.50	1.02	.48	.025
ROA	-.08	.74	-1.0	2.0	925.08	-.53	.37	1.65	2.82	.025
Roe/Roa	4.56	.57	4.2	6.2	12.50	4.22	4.91	1.97	2.75	.010
NIMA	5.00	.24	4.5	5.4	4.72	4.86	5.14	-.83	.36	.223
NPk/OR	66.04	15.56	44.8	110.0	23.56	56.64	75.44	1.53	3.40	.054
NPkp/OR	106.26	18.23	71.4	144.3	17.16	95.24	117.28	-.42	1.12	.077

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti perioda t-2 za prosek bankarskog sektora ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost prosečnih pokazatelja i to: stopa prinosa na kapital (ROE) (850.16), stopa prinosa na aktivu (ROA) (925.08), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (23.56). Vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na homogenost obeležja leverdž (ROE/ROA) (12.50), neto kamatna marža (NIMA) (4.72), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (17.16). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (1.02), stopa prinosa na aktivu (ROA) (1.65), leverdž (ROE/ROA) (1.97), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (1.53). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: neto kamatna marža (NIMA) (-.83), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (-.42). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.48), stopa prinosa na aktivu (ROA) (2.82), leverdž (ROE/ROA) (2.75), neto kamatna marža (NIMA) (.36), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (3.40), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (1.12). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: neto kamatna marža (NIMA) (.22). Distribucija vrednosti odstupa od normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.03), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.03), leverdž (ROE/ROA) (.01), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.05), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.08).

⁴²⁶ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.79 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka za period t-1 (13 banaka)⁴²⁷

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distribucija vrednosti
ROE	-9.46	39.29	-101.3	28.4	415.37	-33.21	14.29	-1.30	.39	.422
ROA	-1.78	9.60	-20.8	8.8	538.40	-7.59	4.02	-1.04	-.08	.595
Roe/Roa	4.51	2.38	2.0	9.7	52.69	3.08	5.95	.94	-.13	.461
NIMA	5.86	2.08	3.2	11.0	35.51	4.61	7.12	1.23	.95	.225
NPk/OR	55.42	47.34	-57.5	151.6	85.42	26.81	84.03	-.51	1.60	.704
NPkp/OR	89.44	77.18	-120.6	194.4	86.30	42.78	136.09	-1.54	2.43	.835

Napomena vrednosti asimetrije i spljoštenosti u intervalu od -.04 do .04 nisu diskutovane

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti banaka za period t-1 za izabrane pokazatelje ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost sledećih pokazatelja: stopa prinosa na kapital (ROE) (415.37), stopa prinosa na aktivu (ROA) (538.40), leverdž (ROE/ROA) (52.69), neto kamatna marža (NIMA) (35.51), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (85.42), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (86.30). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: leverdž (ROE/ROA) (.94), neto kamatna marža (NIMA) (1.23). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-1.30), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-1.04), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (-.51), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (-1.54). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.39), neto kamatna marža (NIMA) (.95), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (1.60), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (2.43). Negativne vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: stopa prinosa na aktivu (ROA) (-.08), leverdž (ROE/ROA) (-.13). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.42), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.60), leverdž (ROE/ROA) (.46), neto kamatna marža (NIMA) (.22), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.70), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.83).

⁴²⁷ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.80 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka za period t-1 (prosek bankarske delatnosti)⁴²⁸

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distribucija vrednosti
ROE	-1.82	4.99	-5.0	7.6	274.30	-4.84	1.20	.92	-1.01	.017
ROA	-.38	.94	-1.0	1.4	246.86	-.94	.19	.94	-.97	.017
Roe/Roa	5.28	.41	4.8	6.2	7.73	5.03	5.53	1.58	1.06	.020
NIMA	4.62	.17	4.1	4.7	3.63	4.52	4.72	-2.15	3.62	.155
NPk/OR	56.39	19.84	44.8	107.0	35.19	44.40	68.39	1.48	1.10	.024
NPkp/OR	86.09	24.05	71.4	140.7	27.93	71.56	100.63	1.16	-1.12	.020

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti banaka za period t-1 za prosek bankarske delatnosti ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost sledećih prosečnih vrednosti: stopa prinosa na kapital (ROE) (274.30), stopa prinosa na aktivu (ROA) (246.86), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (35.19), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (27.93). Vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na homogenost obeležja leveridž (ROE/ROA) (7.73), neto kamatna marža (NIMA) (3.63). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.92), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.94), leverdž (ROE/ROA) (1.58), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (1.48), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (1.16). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: neto kamatna marža (NIMA) (-2.15). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: leverdž (ROE/ROA) (1.06), neto kamatna marža (NIMA) (3.62), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (1.10). Negativne vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-1.01), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-.97), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (-.12). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: neto kamatna marža (NIMA) (.16). Distribucija vrednosti odstupa od normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.02), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.02), leverdž (ROE/ROA) (.02), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.02), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.02).

⁴²⁸ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.81 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka u periodu t+1 (13 banaka)⁴²⁹

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtosis	Distribucija vrednosti
ROE	-5.46	18.79	-45.3	15.1	344.07	-16.82	5.90	-1.04	.11	.963
ROA	-1.23	3.95	-9.6	3.4	321.08	-3.62	1.16	-.98	-.04	.979
Roe/Roa	5.81	2.42	3.0	10.3	41.71	4.34	7.27	.69	-.86	.412
NIMA	3.82	1.18	2.0	5.8	30.81	3.11	4.53	.24	-.76	.895
NPk/OR	69.35	43.76	27.8	176.7	63.10	42.90	95.80	1.31	.73	.244
NPkp/OR	105.78	52.71	44.8	204.5	49.83	73.92	137.64	.93	-.56	.196

Napomena vrednosti asimetrije i spljoštenosti u intervalu od -.04 do .04 nisu diskutovane

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti banaka u periodu t+1 za izabrane pokazatelje ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost pokazatelji: stopa prinosa na kapital (ROE) (344.07), stopa prinosa na aktivu (ROA) (321.08), leverdž (ROE/ROA) (41.71), neto kamatna marža (NIMA) (30.81), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (63.10), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (49.83). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: leverdž (ROE/ROA) (.69), neto kamatna marža (NIMA) (.24), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (1.31), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.93). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-1.04), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-.98). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.11), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.73). Negativne vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: stopa prinosa na aktivu (ROA) (-.04), leverdž (ROE/ROA) (-.86), neto kamatna marža (NIMA) (-.76), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (-.56). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.96), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.98), leverdž (ROE/ROA) (.41), neto kamatna marža (NIMA) (.89), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.24), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.20).

⁴²⁹ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.82 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka u period t+1 (bankarski prosek)⁴³⁰

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distribucija vrednosti
ROE	7.05	2.07	.2	8.3	29.34	5.80	8.30	-3.07	7.69	.163
ROA	1.36	.42	.1	2.0	31.07	1.11	1.62	-2.32	5.73	.206
Roe/Roa	5.18	.39	4.2	5.4	7.55	4.94	5.41	-1.32	.48	.277
NIMA	4.24	.36	4.1	5.4	8.54	4.03	4.46	2.79	6.38	.006
NPk/OR	82.89	14.25	75.2	116.5	17.19	74.27	91.50	1.62	1.05	.033
NPk/OR	117.92	14.43	109.7	151.1	12.24	109.20	126.64	1.46	.63	.027

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti banaka u period t+1 za prosečne vrednosti ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost sledećih prosečnih vrednosti: stopa prinosa na kapital (ROE) (29.34), stopa prinosa na aktivu (ROA) (31.07). Vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na homogenost obeležja leverdž (ROE/ROA) (7.55), neto kamatna marža (NIMA) (8.54), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (17.19), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (12.24). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: neto kamatna marža (NIMA) (2.79), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (1.62), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (1.46). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-3.07), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-2.32), leverdž (ROE/ROA) (-1.32). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (7.69), stopa prinosa na aktivu (ROA) (5.73), leverdž (ROE/ROA) (.48), neto kamatna marža (NIMA) (6.38), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (1.05), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.63). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.16), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.21), leverdž (ROE/ROA) (.28). Distribucija vrednosti odstupa od normalne raspodele (p) kod: neto kamatna marža (NIMA) (.01), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.03), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.03)

⁴³⁰ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br.83 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka u periodu t+2 (13 banaka)⁴³¹

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distribucija vrednosti
ROE	-.46	10.99	-19.4	14.0	2369.49	-7.11	6.18	-.41	-.91	.998
ROA	-.24	2.36	-4.1	2.9	981.20	-1.66	1.18	-.36	-1.08	.968
Roe/Roa	4.77	1.07	3.0	6.9	22.31	4.13	5.42	.33	-.50	.856
NIMA	3.98	.99	2.7	6.0	24.91	3.38	4.58	.69	-.26	.833
NPk/OR	47.63	86.56	-138.4	123.8	181.73	-4.69	99.95	-1.42	.78	.736
NPkp/OR	71.52	121.72	-194.0	193.8	170.19	-2.05	145.09	-1.43	.83	.904

Napomena vrednosti asimetrije i spljoštenosti u intervalu od -.04 do .04 nisu diskutovane

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti banaka u periodu t+2 za izabrane pokazatelje ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost pokazatelja: stopa prinosa na kapital (ROE) (2369.49), stopa prinosa na aktivu (ROA) (981.20), leverdž (ROE/ROA) (22.31), neto kamatna marža (NIMA) (24.91), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (181.73), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (170.19). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: leverdž (ROE/ROA) (.33), neto kamatna marža (NIMA) (.69). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-.41), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-.36), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (-1.42), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (-1.43). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.78), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.83). Negativne vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-.91), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-1.08), leverdž (ROE/ROA) (-.50), neto kamatna marža (NIMA) (-.26). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (1.00), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.97), leverdž (ROE/ROA) (.86), neto kamatna marža (NIMA) (.83), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.74), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.90).

⁴³¹ Izvor: Autor doktorske disertacije

Tabela br. 84 Centralni i disperzioni parametri i mere asimetrije i spljoštenosti banaka u odnosu na period t+2 (bankarski prosek)⁴³²

	Srednja vrednost	Standardna devijacija	min	maks	Koeficijent varijacije	Interval poverenja		skjunis	kurtozis	Distribucija vrednosti
ROE	6.73	1.70	2.0	8.3	25.20	5.70	7.75	-1.96	3.03	.403
ROA	1.44	.40	.4	2.0	27.82	1.20	1.69	-1.31	1.89	.222
Roe/Roa	4.69	.21	4.2	4.9	4.43	4.57	4.82	-1.80	1.48	.564
NIMA	4.31	.51	4.1	5.4	11.81	4.01	4.62	1.61	.83	.008
NPk/OR	93.58	10.05	87.2	110.0	10.74	87.51	99.65	.89	-1.15	.016
NPkp/OR	130.01	8.12	124.9	144.3	6.24	125.11	134.92	.99	-.87	.018

Minimalne (min) i **maksimalne** (maks) vrednosti u periodu t+2 banaka prosek ukazuju da se vrednosti nalaze u očekivanom rasponu. Veće vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na heterogenost sledećih prosečnih vrednosti: stopa prinosa na kapital (ROE) (25.20), stopa prinosa na aktivu (ROA) (27.82). Vrednosti **koeficijenta varijacije** (k.var) ukazuju na homogenost obeležja leverdž (ROE/ROA) (4.43), neto kamatna marža (NIMA) (11.81), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (10.74), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (6.24). Povećane vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *negativno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka većim vrednostima, odnosno da ima više većih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: neto kamatna marža (NIMA) (1.61), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.89), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.99). Smanjene vrednosti **Skjunisa** (sk) ukazuju da je raspodela *pozitivno asimetrična*, to znači da kriva raspodele rezultata naginje ka manjim vrednostima, odnosno da ima više manjih vrednosti u odnosu na normalnu raspodelu, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (-1.96), stopa prinosa na aktivu (ROA) (-1.31), leverdž (ROE/ROA) (-1.80). Veće vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva izdužena, kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (3.03), stopa prinosa na aktivu (ROA) (1.89), leverdž (ROE/ROA) (1.48), neto kamatna marža (NIMA) (.83). Negativne vrednosti **Kurtozisa** (ku) ukazuju da je kriva spljoštena, kod: neto prihodi od kamata (NPk/OR) (-1.15), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (-.87). Distribucija vrednosti uglavnom se kreće u okviru normalne raspodele (p) kod: stopa prinosa na kapital (ROE) (.40), stopa prinosa na aktivu (ROA) (.22), leverdž (ROE/ROA) (.56). Distribucija vrednosti odstupa od normalne raspodele (p) kod: neto kamatna marža (NIMA) (.01), neto prihodi od kamata (NPk/OR) (.02), neto prihodi od kamata i provizija (NPkp/OR) (.02)

⁴³² Izvor: Autor doktorske disertacije

4. Kakav je uticaj promene vlasništva na međuljudske odnose:
 - a) Nema promene
 - b) međusobna saradnja je bolja
 - c) međusobna saradnja je lošija

5. Nakon promene vlasničke strukture:
 - a) Rukovodeća struktura (šefovi, menadžeri) je ostala ista
 - b) Rukovodeća struktura (šefovi, menadžeri) je delimično promenjena
 - c) Rukovodeća struktura (šefovi, menadžeri) je u potpunosti promenjena

6. Da li je nakon izvršenog preuzimanja došlo do promene broja zaposlenih
 - a) Broj zaposlenih je ostao na istom nivou
 - b) Broj zaposlenih se povećao
 - c) Broj zaposlenih je smanjen

7. Nakon promene vlasničke strukture moja plata je:
 - a) Ostala ista
 - b) smanjila se
 - c) povećala se

8. Da li su nakon promene vlasničke strukture pored plate uvedeni su i drugi načini kompenzacije (nagrađivanje zaposlenih za ostvarene rezultate, bonusi na kraju godine i dr):
 - a) Da
 - b) ne
 - c) već su postojali takvi vidovi kompenzacije

9. Nakon promene vlasničke strukture kakva je mogućnost profesionalnog razvoja:
 - a) Mnogo više se ulažu finansijska sredstva u edukaciju (treninge) zaposlenih
 - b) Mnogo manje se ulažu finansijska sredstva u edukaciju (treninge) zaposlenih
 - c) Ne vidim nikakvu promenu

10. Nakon promene vlasničke strukture:
 - a) Motivacija za rad je veća jer kompanija nudi mogućnosti za napredak
 - b) Motivacija je manja jer kompanija ne nudi mogućnosti za napredak
 - c) Ne vidim nikakvu promenu

11. Nakon promene vlasničke strukture:
 - a) Kompanija uvažava ideje i sugestije zaposlenih i posao se obavlja uglavnom timski
 - b) Kompanija ne uvažava ideje i sugestije zaposlenih i posao se obavlja uglavnom samostalno
 - c) Ne vidim nikakvu promenu

12. Kako bi ocenio/la svoju satisfakciju na poslu
 - ❖ **Pre izvršenog preuzimanja:**
 - 1) Veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom
 - 2) Nezadovoljan/a sam svojim poslom
 - 3) Nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a
 - 4) Zadovoljan/a sam na poslu
 - 5) Veoma sam zadovoljan/a na poslu

 - ❖ **Posle izvršenog preuzimanja:**
 - 1.) Veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom
 - 2.) Nezadovoljan/a sam svojim poslom
 - 3.) Nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a svojim poslom

- 4.) Zadovoljan/a sam na poslu
- 5.) Veoma sam zadovoljan/a na poslu

13. Vaš komentar (ukoliko želite da dodate neku promenu koja nije obuhvaćena): _____

Jos jednom HVALA na saradnji i strpljenu!

Prilog br. 6 Brojčana i procentualna zastupljenost (rezultati ankete)

Tabela br.85 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize obeležja starost u odnosu na delatnost

	<30		31-40		41-50		51-60	
	n	%	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	9.	25.0	14.	38.9	8.	22.2	5.	13.9*
finansijska institucija	7.	22.6	18.	58.1	6.	19.4	0.	.0
proizvodno preduzeće	8.	23.5	18.	52.9	4.	11.8	4.	11.8"

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen odgovor 31-40 koji čini 14 ispitanika (38.9%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **51-60** (5 ispitanika 13.9% $p=0.019$). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize 31-40 (18 ispitanika 58.1%), je značajno veće od učestalosti analize **<30** (7 ispitanika 22.6% $p=0.006$), zatim analiza **41-50** (6 ispitanika 19.4% $p=0.003$), zatim analiza **51-60** (0 ispitanika .0% $p=0.000$). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize 31-40 (18 ispitanika 52.9%), je značajno veće od učestalosti analize **<30** (8 ispitanika 23.5% $p=0.015$), zatim analize **41-50** (4 ispitanika 11.8% $p=0.001$), zatim analize **51-60** (4 ispitanika 11.8% $p=0.001$).

Razlika između ispitanika u odnosu na delatnost: za analizu **<30** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (25.00%), a za analize **31-40** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (58.06%), a za analize **41-50** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (22.22%), a za analize **51-60** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (13.89%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (.00% $p=0.035$).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na starost sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo 51-60*, **finansijska institucija** ima slabo izraženo svojstvo 31-40, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo 51-60".

Kako je $p = .359$ χ^2 - testa, može se reći da ne postoji povezanost između delatnosti u odnosu na starost i s obzirom da je $\chi = .248$ povezanost je niska.

Tabela br.86 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize pol u odnosu na delatnost

	muški		ženski	
	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	19.	52.8	17.	47.2"
finansijska institucija	13.	41.9	18.	58.1*
proizvodno preduzeće	28.	82.4*	6.	17.6

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen muški pol koji čini 19 ispitanika (52.8%) od ukupno 36. Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize ženski pol (18 ispitanika 58.1%). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize muški pol (28 ispitanika 82.4%), je značajno veće od učestalosti analize **ženski** (6 ispitanika 17.6% p=.000).

Razlika između ispitanika u odnosu na delatnost: za analizu **muški pol** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (82.35%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (52.78% p=.010), *finansijska institucija* (41.94% p=.001), a za analizu **ženski pol** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (58.06%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (17.65% p=.001).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na pol sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo ženski", **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo ženski*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo muški*.

Kako je $p = .002$ χ^2 - testa, može se reći da postoji povezanost između delatnost i pol s obzirom da je $\chi = .326$ povezanost je niska.

Tabela br.87 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize bračni status u odnosu na delatnost

	neoženjen/neudata		oženjen/udata		razveden/razvedena	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	9.	25.0	25.	69.4	2.	5.6
finansijska institucija	10.	32.3	19.	61.3	2.	6.5
proizvodno preduzeće	10.	29.4	23.	67.6	1.	2.9

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen odgovor oženjen/udata koji čini 25 ispitanika (69.4%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **neoženjen/neudata** (9 ispitanika 25.0% p=.000), zatim analize **razveden/razvedena** (2 ispitanika 5.6% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize oženjen/udata (19 ispitanika 61.3%), je značajno veće od učestalosti analize **neoženjen/neudata** (10 ispitanika 32.3% p=.025), zatim analize **razveden/razvedena** (2 ispitanika 6.5% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize oženjen/udata (23 ispitanika 67.6%), je značajno veće od učestalosti analize **neoženjen/neudata** (10 ispitanika 29.4% p=.002), zatim analize **razveden/razvedena** (1 ispitanika 2.9% p=.000).

Razlika između ispitanika u odnosu na delatnost: za analizu **neoženjen/neudata** najviše je zastupljeno "*finansijska institucija*" (32.26%), a za analizu **oženjen/udata** najviše je zastupljeno "*trgovinsko preduzeće*" (69.44%), a za analizu **razveden/razvedena** najviše je zastupljeno "*finansijska institucija*" (6.45%).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnosti u odnosu na bračni status sledi da **trgovinsko preduzeće** nije definisano svojstvo. **finansijska institucija** nije definisano svojstvo. **proizvodno preduzeće** nije definisano svojstvo.

Kako je $p = .919 \chi^2$ - testa, može se reći da ne postoji povezanost između delatnost i bračni status i s obzirom da je $\chi = .096$ povezanost je vrlo niska.

Tabela br.88 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize stručna prema u odnosu na delatnost

	srednja škola		viša škola		visoka škola	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	23.	63.9*	3.	8.3	10.	27.8
finansijska institucija	3.	9.7	6.	19.4	22.	71.0*
proizvodno preduzeće	16.	47.1"	10.	29.4*	8.	23.5

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen odgovor srednja škola koji čini 23 ispitanika (63.9%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **visoka škola** (10 ispitanika 27.8% p=.003), zatim analize **viša škola** (3 ispitanika 8.3% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize visoka škola (22 ispitanik a71.0%), je značajno veće od učestalosti analize **viša škola** (6 ispitanika 19.4% p=.000), zatim analize **srednja škola** (3 ispitanika 9.7% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize srednja škola (16 ispitanika 47.1%), je značajno veće od učestalosti analize **visoka škola** (8 ispitanika 23.5% p=.046).

Razlika između ispitanika u odnosu na delatnos: za analizu **srednja škola** najviše je zastupljeno "*trgovinsko preduzeće*" (63.89%), a to je značajno veće od zastupljenosti "*finansijska institucija*" (9.68% p=.000), a za analize **viša škola** najviše je zastupljeno "

proizvodno preduzeće” (29.41%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*” (8.33% $p=.027$), a za analize **visoka škola** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*” (70.97%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*” (27.78% $p=.001$), *proizvodno preduzeće* (23.53% $p=.000$).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na stručna sprema sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo srednja škola*, **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo visoka škola*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo viša škola*, srednja škola”.

Kako je $p = .000 \chi^2$ - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i stručna sprema s obzirom da je $\chi = .462$ povezanost je umerena.

Tabela br.89 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize zanimanje u odnosu na delatnost

	sa strankama		u službi		na terenu		rukovodilac	
	n	%	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	17.	47.2"	5.	13.9	1.	2.8	13.	36.1
finansijska institucija	15.	48.4*	10.	32.3*	0.	.0	6.	19.4
proizvodno preduzeće	5.	14.7	8.	23.5	14.	41.2*	7.	20.6

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen odgovor rad sa strankama koji čini 17 ispitanika (47.2%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **rad u administraciji** (5 ispitanika 13.9% $p=.003$), zatim analize **rad na terenu** (1 ispitanika 2.8% $p=.000$). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize rad sa strankama (15 ispitanika 48.4%), je značajno veće od učestalosti analize **rukovodeće mesto** (6 ispitanika 19.4% $p=.019$), zatim analize **rad na terenu** (0 ispitanika .0% $p=.000$). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize rad na terenu (14 ispitanika 41.2%), je značajno veće od učestalosti analize **rukovodeće mesto** (7 ispitanika 20.6% $p=.071$), zatim analize **rad sa strankama** (5 ispitanika 14.7% $p=.018$).

Razlika između ispitanika u odnosu na delatnost: za analizu **rad sa strankama** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*” (48.39%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*” (14.71% $p=.005$), a za analizu **rad u administraciji** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*” (32.26%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*” (13.89% $p=.077$), a za analize **rad na terenu** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*” (41.18%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*” (2.78% $p=.000$), *finansijska institucija* (.00% $p=.000$), a za analize **rukovodeće mesto** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*” (36.11%).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na zanimanje sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo sa strankama",

finansijska institucija ima više izraženo svojstvo sa strankama*, u službi*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo na terenu*.

Kako je $p = .000 \chi^2$ - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i zanimanje s obzirom da je $\chi = .510$ povezanost je umerena.

Tabela br.90 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize uslovi rada u odnosu na delatnost

	isti		bolji		lošiji	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	25.	69.4*	11.	30.6	0.	.0
finansijska institucija	8.	25.8	14.	45.2	9.	29.0*
proizvodno preduzeće	22.	64.7"	9.	26.5	3.	8.8"

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize bez promene koji čini 25 ispitanika(69.4%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **bolji** (11 ispitanika30.6% $p=.002$), zatim analize **lošiji** (0 ispitanika.0% $p=.000$). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize bolji (14 ispitanika 45.2%). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize bez promene (22 ispitanika 64.7%), je značajno veće od učestalosti analize **bolji** (9 ispitanika26.5% $p=.002$), zatim analize **lošiji** (3 ispitanika8.8% $p=.000$).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (69.44%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (25.81% $p=.001$), a za analize **bolji** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (45.16%), a za analize **lošiji** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (29.03%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (8.82% $p=.040$), *trgovinsko preduzeće* (.00% $p=.001$).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na uslovi rada sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo isti*, **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo lošiji*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo isti", lošiji".

Kako je $p = .000 \chi^2$ - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i uslovi rada s obzirom da je $\chi = .414$ povezanost je umerena.

Tabela br.91 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize obim posla u odnosu na delatnost

	veći		manji		isti	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	32.	88.9"	1.	2.8	3.	8.3
finansijska institucija	29.	93.5*	0.	.0	2.	6.5
proizvodno preduzeće	24.	70.6	3.	8.8*	7.	20.6

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize povećao se koji čini 32 ispitanika(88.9%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (3 ispitanika8.3% p=.000), zatim analize **smanjio se** (1 ispitanika2.8% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize povećao se (29 ispitanika93.5%), je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (2 ispitanika6.5% p=.000), zatim analize **smanjio se** (0 ispitanika.0% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize povećao se (24 ispitanika70.6%), je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (7 ispitanika20.6% p=.000), zatim analize **smanjio se** (3 ispitanika8.8% p=.000).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **povećao se** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (93.55%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (70.59% p=.020), a za analize **smanjio se** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (8.82%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (.00% p=.095), a za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (20.59%).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na obim posla sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo veći", **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo veći*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo manji*.

Kako je $p = .096 \chi^2$ - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i obim posla s obzirom da je $\chi = .269$ povezanost je niska.

Tabela br.92 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize pozicija u odnosu na delatnost

	ista		nova		bolja		lošija	
	n	%	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	23.	63.9	4.	11.1"	8.	22.2"	1.	2.8
finansijska institucija	20.	64.5	4.	12.9*	7.	22.6*	0.	.0
proizvodno preduzeće	33.	97.1*	0.	.0	1.	2.9	0.	.0

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize ostala ista koji čini 23 ispitanika(63.9%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **napredovala/o** (8 ispitanika22.2% p=.001), zatim analize **ново zaposlen/a** (4 ispitanika11.1% p=.000), zatim analize **nazadovala/o** (1 ispitanika2.8% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize ostala ista (20 ispitanika64.5%), je značajno veće od učestalosti analize **napredovala/o** (7 ispitanika22.6% p=.001), zatim analize **ново zaposlen/a** (4 ispitanika 12.9% p=.000), zatim analize **nazadovala/o** (0 ispitanika.0% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize ostala ista (33 ispitanika97.1%), je značajno veće od učestalosti analize **napredovala/o** (1 ispitanika2.9% p=.000), zatim analize **ново zaposlen/a** (0 ispitanika.0% p=.000), zatim analize **nazadovala/o** (0 ispitanika 0% p=.000).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **ostala ista** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (97.06%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (64.52% p=.001), *trgovinsko preduzeće* (63.89% p=.001), a za analize **ново zaposlen/a** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (12.90%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (.00% p=.034), a za analize **napredovala/o** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (22.58%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (2.94% p=.019), a za analize **nazadovala/o** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (2.78%).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na pozicija sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo nova", bolja", **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo nova*, bolja*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo ista*.

Kako je $p = .024 \chi^2$ - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i pozicija s obzirom da je $\chi = .355$ povezanost je niska.

Tabela br.93 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize međuljudski odnosi u odnosu na delatnost

	isti		bolji		lošiji	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	17.	47.2	16.	44.4*	3.	8.3
finansijska institucija	9.	29.0	13.	41.9"	9.	29.0*
proizvodno preduzeće	27.	79.4*	2.	5.9	5.	14.7

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize bez promene koji čini 17 ispitanika(47.2%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **lošiji su** (3 ispitanika8.3% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize bolji su (13 ispitanika41.9%). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize bez promene (27 ispitanika79.4%), je značajno veće od učestalosti analize **lošiji su** (5 ispitanika14.7% p=.000), zatim analize **bolji su** (2 ispitanika5.9% p=.000).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (79.41%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (47.22% p=.007), *finansijska institucija* (29.03% p=.000), a za analize **bolji su** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (44.44%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (5.88% p=.000), a za analize **lošiji su** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (29.03%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (8.33% p=.031).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na međuljudski odnosi sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo bolji *, **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo lošiji*, bolji ", **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo isti*.

Kako je $p = .000$ χ^2 - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i međuljudski odnosi s obzirom da je $\chi = .429$ povezanost je umerena.

Tabela br.94 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize rukovodeća struktura u odnosu na delatnost

	bez promene		delimično		potpuno	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	4.	11.1"	17.	47.2	15.	41.7*
finansijska institucija	0.	.0	29.	93.5*	2.	6.5
proizvodno preduzeće	4.	11.8*	18.	52.9	12.	35.3"

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize delimično promenjena koji čini 17 ispitanika(47.2%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (4 ispitanika11.1% p=.001). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize delimično promenjena (29 ispitanika93.5%), je značajno veće od učestalosti analize **u potpunosti promenjena** (2 ispitanika6.5% p=.000), zatim analize **bez promene** (0 ispitanika.0% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize delimično promenjena (18 ispitanika52.9%), je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (4 ispitanika11.8% p=.001).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (11.76%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (.00% p=.053), a za analize **delimično promenjena** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (93.55%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (52.94% p=.001), *trgovinsko preduzeće* (47.22% p=.000), a za analize **u potpunosti promenjena** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (41.67%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (6.45% p=.002).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na rukovodeća struktura sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo potpuno *, bez promene", **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo delimično *, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo bez promene*, potpuno ".

Kako je $p = .001$ χ^2 - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i rukovodeća struktura s obzirom da je $\chi = .389$ povezanost je niska.

Tabela br.95 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize broj zaposlenih u odnosu na delatnost

	isti		veći		manji	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	17.	47.2*	4.	11.1	15.	41.7"
finansijska institucija	1.	3.2	30.	96.8*	0.	.0
proizvodno preduzeće	8.	23.5"	1.	2.9	25.	73.5*

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize bez promene koji čini 17 ispitanika(47.2%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **povećao se** (4 ispitanika11.1% p=.001). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize povećao se (30 ispitanika96.8%), je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (1 ispitanika3.2% p=.000), zatim analize **smanjio se** (0 ispitanika.0% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize smanjio se (25 ispitanika73.5%), je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (8 ispitanika23.5% p=.000), zatim analize **povećao se** (1 ispitanika2.9% p=.000).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (47.22%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (23.53% p=.042), *finansijska institucija* (3.23% p=.000), a za analize **povećao se** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (96.77%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (11.11% p=.000), *proizvodno preduzeće* (2.94% p=.000), a za analize **smanjio se** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (73.53%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (41.67% p=.009), *finansijska institucija* (.00% p=.000).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na broj zaposlenih sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo isti*, manji", **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo veći *, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo manji*, isti".

Kako je $p = .000$ χ^2 - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i broj zaposlenih s obzirom da je $\chi = .676$ povezanost je visoka.

Tabela br.96 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize zarada u odnosu na delatnost

	ista		manja		veća	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	25.	69.4	5.	13.9	6.	16.7"
finansijska institucija	23.	74.2	1.	3.2	7.	22.6*
proizvodno preduzeće	24.	70.6	9.	26.5*	1.	2.9

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize bez promene koji čini 25 ispitanika(69.4%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **povećala se** (6 ispitanika16.7% p=.000), zatim analize **smanjila se** (5 ispitanika13.9% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize bez promene (23 ispitanika74.2%), je značajno veće od učestalosti analize **povećala se** (7 ispitanika22.6% p=.000), zatim analize **smanjila se** (1 ispitanika3.2% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize bez promene (24 ispitanika70.6%), je značajno veće od učestalosti analize **smanjila se** (9 ispitanika26.5% p=.001), zatim analize **povećala se** (1 ispitanika2.9% p=.000).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (74.19%), a za analize **smanjila se** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (26.47%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (3.23% p=.012), a za analize **povećala se** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (22.58%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (2.94% p=.019).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na zarada sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo veća", **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo veća*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo manja*.

Kako je $p = .029$ χ^2 - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i zarada s obzirom da je $\chi = .311$ povezanost je niska.

Tabela br.97 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize bonusi i kompenzacije u odnosu na delatnost

	da		ne		postojali su	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	7.	19.4	25.	69.4*	4.	11.1
finansijska institucija	5.	16.1	3.	9.7	23.	74.2*
proizvodno preduzeće	14.	41.2*	5.	14.7	15.	44.1"

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize nisu uvedeni koji čini 25 ispitanika(69.4%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **uvedeni su** (7 ispitanika 19.4% p=.000), zatim analize **postojali su ranije** (4 ispitanika 11.1% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize postojali su ranije (23 ispitanika74.2%), je značajno veće od učestalosti analize **uvedeni su** (5 ispitanika16.1% p=.000), zatim analize **nisu uvedeni** (3 ispitanika9.7% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize postojali su ranije (15 ispitanika44.1%), je značajno veće od učestalosti analize **nisu uvedeni** (5 ispitanika14.7% p=.010).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **uvedeni su** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (41.18%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (19.44% p=.051), *finansijska institucija* (16.13% p=.030), a za analize **nisu uvedeni** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (69.44%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (14.71% p=.000), *finansijska institucija* (9.68% p=.000), a za analize **postojali su ranije** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (74.19%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (44.12% p=.017), *trgovinsko preduzeće* (11.11% p=.000).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na bonusi i kompenzacije sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo ne*, **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo postojali su *, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo da*, postojali su ".

Kako je p = .000 χ^2 - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i bonusi i kompenzacije s obzirom da je $\chi^2 = .551$ povezanost je umerena.

Tabela br.98 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize mogućnost profesionalnog razvoja u odnosu na delatnost

	veći		manji		isti	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	23.	63.9*	2.	5.6	11.	30.6
finansijska institucija	13.	41.9	4.	12.9	14.	45.2
proizvodno preduzeće	16.	47.1	4.	11.8	14.	41.2

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize mnogo veća ulaganja koji čini 23 ispitanika(63.9%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **bez promene** (11 ispitanika30.6% p=.006), zatim analize **mного manja ulaganja** (2 ispitanika5.6% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize bez promene (14 ispitanika45.2%), je značajno veće od učestalosti analize **mного manja ulaganja** (4 ispitanika12.9% p=.007). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize mnogo veća ulaganja (16 ispitanika47.1%), je značajno veće od učestalosti analize **mного manja ulaganja** (4 ispitanika11.8% p=.002).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **mного veća ulaganja** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (63.89%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (41.94% p=.077), a za analize **mного manja ulaganja** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (12.90%), a za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (45.16%).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na mogućnost profesionalnog razvoja sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo veći*, **finansijska institucija** ima slabo izraženo svojstvo manji, isti, :: **proizvodno preduzeće** nije definisano svojstvo.

Kako je $p = .427 \chi^2$ - testa, može se reći da ne postoji povezanost između delatnost i mogućnost profesionalnog razvoja i s obzirom da je $\chi = .192$ povezanost je vrlo niska.

Tabela br.99 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize motivacija za rad u odnosu na delatnost

	veća		manja		ista	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	15.	41.7	2.	5.6	19.	52.8
finansijska institucija	14.	45.2	5.	16.1	12.	38.7
proizvodno preduzeće	13.	38.2	3.	8.8	18.	52.9

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize bez promene koji čini 19 ispitanika(52.8%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **manje su mogućnosti za napredak** (2 ispitanika5.6% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize veće su mogućnosti za napredak (14 ispitanika45.2%), je značajno veće od učestalosti analize **manje su mogućnosti za napredak** (5 ispitanika16.1% p=.016). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize bez promene (18 ispitanika52.9%), je značajno veće od učestalosti analize **manje su mogućnosti za napredak** (3 ispitanika8.8% p=.000).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **veće su mogućnosti za napredak** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (45.16%), a za analize **manje su mogućnosti za napredak** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (16.13%), a za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (52.94%).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na motivacija za rad sledi da **trgovinsko preduzeće** nije definisano svojstvo, **finansijska institucija** ima slabo izraženo svojstvo manja, :: **proizvodno preduzeće** ima slabo izraženo svojstvo ista, ::

Kako je $p = .555 \chi^2$ - testa, može se reći da ne postoji povezanost između delatnost i motivacija za rad i s obzirom da je $\chi = .170$ povezanost je vrlo niska.

Tabela br.100 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize Način obavljanja posla u odnosu na delatnost

	timski		samostalno		bez promene	
	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	15.	41.7	4.	11.1	17.	47.2
finansijska institucija	14.	45.2	4.	12.9	13.	41.9
proizvodno preduzeće	17.	50.0	4.	11.8	13.	38.2

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize bez promene koji čini 17 ispitanika(47.2%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **uz ne uvažavanje ideja i sugestija zaposlenih, uglavnom samostalno** (4 ispitanika11.1% $p=.001$). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize uz uvažavanje ideja i sugestija zaposlenih, uglavnom timski (14 ispitanika45.2%), je značajno veće od učestalosti analize **uz ne uvažavanje ideja i sugestija zaposlenih, uglavnom samostalno** (4 ispitanika12.9% $p=.007$). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize uz uvažavanje ideja i sugestija zaposlenih, uglavnom timski (17 ispitanika50.0%), je značajno veće od učestalosti analize **uz ne uvažavanje ideja i sugestija zaposlenih, uglavnom samostalno** (4 ispitanika11.8% $p=.001$).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **uz uvažavanje ideja i sugestija zaposlenih, uglavnom timski** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (50.00%), a za analize **uz ne uvažavanje ideja i sugestija zaposlenih, uglavnom samostalno** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (12.90%), a za analize **bez promene** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (47.22%).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na Način obavljanja posla sledi da **trgovinsko preduzeće** nije definisano svojstvo. **finansijska institucija** nije definisano svojstvo. **proizvodno preduzeće** nije definisano svojstvo.

Kako je $p = .957 \chi^2$ - testa, može se reći da ne postoji povezanost između delatnost i Način obavljanja posla i s obzirom da je $\chi = .080$ povezanost je vrlo niska.

Tabelabr. 101 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize satisfakcija pre preuzimanja u odnosu na delatnost

	veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom		nezadovoljan/a sam svojim poslom		nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a		zadovoljan/a sam na poslu		Veoma sam zadovoljan/a sam na poslu	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	2.	5.6	2.	5.6	12.	33.3*	18.	50.0	2.	5.6
finansijska institucija	0.	.0	1.	3.2	6.	19.4	18.	58.1	6.	19.4*
proizvodno preduzeće	0.	.0	1.	2.9	5.	14.7	22.	64.7	6.	17.6

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize zadovoljan/a sam na poslu koji čini 18 ispitanika(50.0%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom** (2 ispitanika5.6% p=.000), zatim analize **nezadovoljan/a sam svojim poslom** (2 ispitanika5.6% p=.000), zatim analize **veoma sam zadovoljan/a na poslu** (2 ispitanika5.6% p=.000). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize zadovoljan/a sam na poslu (18 ispitanika58.1%), je značajno veće od učestalosti analize **nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a** (6 ispitanika19.4% p=.003), zatim analize **veoma sam zadovoljan/a na poslu** (6 ispitanika19.4% p=.003), zatim analize **nezadovoljan/a sam svojim poslom** (1 ispitanika3.2% p=.000), zatim analize **veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom** (0 ispitanika.0% p=.000). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize zadovoljan/a sam na poslu (22 ispitanika64.7%), je značajno veće od učestalosti analize **veoma sam zadovoljan/a na poslu** (6 ispitanika17.6% p=.000), zatim analize **nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a** (5 ispitanika14.7% p=.000), zatim analize **nezadovoljan/a sam svojim poslom** (1 ispitanika2.9% p=.000), zatim analize **veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom** (0 ispitanika.0% p=.000).

Razlika između delatnosti ispitanika: za analize **veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (5.56%), a za analize **nezadovoljan/a sam svojim poslom** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (5.56%), a za analize **nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a** najviše je zastupljeno " *trgovinsko preduzeće*" (33.33%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (14.71% p=.074), a za analize **zadovoljan/a sam na poslu** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (64.71%), a za analize **veoma sam zadovoljan/a na poslu** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (19.35%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (5.56% p=.087).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na satisfakcija pre preuzimanja sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo nezadovoljan/a sam svojim poslom*, **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo

zadovoljan/a sam na poslu*, **proizvodno preduzeće** ima slabo izraženo svojstvo nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a, ::

Kako je $p = .241 \chi^2$ - testa, može se reći da ne postoji povezanost između delatnost i satisfakcija pre preuzimanja i s obzirom da je $\chi = .305$ povezanost je niska.

Tabela 102 Brojčana (n) i procentualna (%) zastupljenost analize satisfakcija posle preuzimanja u odnosu na delatnost

	veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom		nezadovoljan sam svojim poslom		nisam ni zadovoljan/a ni nezadovoljan/a		zadovoljan/a sam na poslu		Veoma sam zadovoljan/a sam na poslu	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
trgovinsko preduzeće	1.	2.8	3.	8.3"	11.	30.6	19.	52.8"	2.	5.6
finansijska institucija	5.	16.1*	3.	9.7*	10.	32.3	7.	22.6	6.	19.4*
proizvodno preduzeće	1.	2.9	0.	.0	9.	26.5	19.	55.9*	5.	14.7

Analizom prikazane tabele moguće je zapaziti da je kod **trgovinsko preduzeće** najviše je zastupljen analize **zadovoljan/a sam na poslu** koji čini 19 ispitanika(52.8%) od ukupno 36, je značajno veće od učestalosti analize **nisam ni zadovoljan/ni nezadovoljan svojim poslom** (11 ispitanika30.6% $p=.060$), zatim analize **nezadovoljan sam svojim poslom** (3 ispitanika8.3% $p=.000$), zatim analize **veoma sam zadovoljan/a na poslu** (2 ispitanika5.6% $p=.000$), zatim analize **veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom** (1 ispitanika 2.8% $p=.000$). Kod **finansijska institucija** zastupljenost analize **nisam ni zadovoljan/ni nezadovoljan svojim poslom** (10 ispitanika32.3%), je značajno veće od učestalosti analize **nezadovoljan sam svojim poslom** (3 ispitanika9.7% $p=.033$). Kod **proizvodno preduzeće** zastupljenost analize **zadovoljan sam svojim poslom** (19 ispitanika55.9%), je značajno veće od učestalosti analize **nisam ni zadovoljan ni nezadovoljan svojim poslom** (9 ispitanika26.5% $p=.016$), zatim analize **veoma sam zadovoljan/a na poslu** (5 ispitanika14.7% $p=.001$), zatim analize **veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom** (1 ispitanika2.9% $p=.000$), zatim analize **srednja škola** (0 ispitanika.0% $p=.000$).

Razlika između delatnost ispitanika: za analize **veoma sam nezadovoljan/a svojim poslom** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (16.13%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (2.94% $p=.071$), *trgovinsko preduzeće* (2.78% $p=.061$), a za analize **nezadovoljan sam svojim poslom** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (9.68%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *proizvodno preduzeće*" (.00% $p=.068$), a za analize **nisam ni zadovoljan/ni nezadovoljan svojim poslom** najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (32.26%), a za analize **zadovoljan sam svojim poslom** najviše je zastupljeno " *proizvodno preduzeće*" (55.88%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *finansijska institucija*" (22.58% $p=.008$), a za analize **veoma sam**

zadovoljan/a na poslu najviše je zastupljeno " *finansijska institucija*" (19.35%), a to je značajno veće od zastupljenosti " *trgovinsko preduzeće*" (5.56% $p=.087$).

Na osnovu dobijenih rezultata moguće je izdvojiti karakteristike svake delatnost u odnosu na satisfakciju posle preuzimanja sledi da, **trgovinsko preduzeće** ima više izraženo svojstvo nezadovoljan sam svojim poslom", zadovoljan sam svojim poslom", **finansijska institucija** ima više izraženo svojstvo veoma sam nezadovoljan svojim poslom*, nezadovoljan sam svojim poslom*, **proizvodno preduzeće** ima više izraženo svojstvo zadovoljan sam svojim poslom.*.

Kako je $p = .039$ χ^2 - testa, može se reći da poatoji povezanost između delatnost i satisfakcije posle preuzimanja s obzirom da je $\chi = .372$ povezanost je niska.