



**УНИВЕРЗИТЕТ У КРАГУЈЕВЦУ  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ**

**Мр Слађана Д. Савовић**

**УТИЦАЈ ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ И  
РЕСТРУКТУРИРАЊА НА ЕФИКАСНОСТ  
ПРЕДУЗЕЋА**

*Докторска дисертација*

**Крагујевац, 2013. године**

*ИДЕНТИФИКАЦИОНА СТРАНИЦА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ*

<b><i>I Аутор</i></b>
Име и презиме: Слађана Савовић
Датум и место рођења: 07.12.1977. године, Јагодина
Садашње запослење: асистент на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу
<b>II Докторска дисертација</b>
Наслов: Утицај постаквизиционе интеграције и реструктурирања на ефикасност предузећа
Број страница: XIV+ 308
Број табела: 111; број слика: 21 и број графикона: 26
Број библиографских јединица: 370
Установа и место где је рад израђен: Економски факултет, Универзитет у Крагујевцу
Научна област (УДК): 005.591.1/.47
Ментор: Др Виолета Домановић, Економски факултет Универзитета у Крагујевцу
<b>III Оцена и одбрана</b>
Датум пријаве теме: 14.06.2010. године
Број одлуке и датум прихватања докторске дисертације: 3160/3-2 од 26.11.2010. године
Комисија за оцену подобности теме и кандидата: <ol style="list-style-type: none"><li>1. Др Драгана Покрајчић, ред. проф. Економског факултета Универзитета у Београду, ужа научна област Пословна економија и менаџмент,</li><li>2. Др Верица Бабић, ред. проф. Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Пословна економија и менаџмент,</li><li>3. Др Виолета Домановић, доцент Економског факултета Универзитета у Крагујевцу, ужа научна област Пословна економија и менаџмент.</li></ol>
Комисија за оцену докторске дисертације:
Комисија за одбрану докторске дисертације:
Датум одбране дисертације:

# САДРЖАЈ

	страна
<b>АПСТРАКТ</b> .....	VII
<b>ABSTRACT</b> .....	VIII
<b>СПИСАК СЛИКА</b> .....	IX
<b>СПИСАК ТАБЕЛА</b> .....	X
<b>СПИСАК ГРАФИКОНА</b> .....	XIV
<b>УВОД</b> .....	1

## ДЕО I

### ПРЕУЗИМАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА: ЕВОЛУЦИЈА, ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ И ФАЗЕ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА

1. ЕВОЛУЦИЈА ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА.....	8
1.1. Развој процеса преузимања предузећа.....	8
1.2. Утицај светске економске кризе на процесе преузимања предузећа.....	15
1.2.1. Утицај светске економске кризе на процесе преузимања у свету.....	15
1.2.2. Утицај светске економске кризе на процесе преузимања у Европи.....	19
2. ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА.....	23
2.1. Економски аспект процеса преузимања предузећа.....	24
2.2. Финансијски аспект процеса преузимања предузећа.....	25
2.3. Стратегијски аспект процеса преузимања предузећа.....	26
2.4. Организациони аспект процеса преузимања предузећа.....	28
2.5. Процесни аспект процеса преузимања предузећа.....	29
3. ФАЗЕ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА.....	32
3.1. <i>Due diligence</i> : корпоративно испитивање.....	34
3.1.1. Процес <i>due diligence</i> .....	36
3.1.2. Улога <i>due diligence</i> у ублажавању ризика.....	40
3.2. Вредновање циљног предузећа.....	42
3.2.1. Метод процене вредности циљног предузећа на бази дисконтованог новчаног тока.....	44
3.2.2. Методе процене вредности циљног предузећа на бази мултипликатора....	47
3.2.3. Примена теорије вредновања опција циљног предузећа.....	49
3.2.4. Остале методе вредновања циљног предузећа.....	51

## ДЕО II

### ПОСТАКВИЗИЦИОНА ИНТЕГРАЦИЈА ПРЕДУЗЕЋА

1. НЕОПХОДНОСТ ПЛАНИРАЊА ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА .....	56
1.1. Типови и нивои постаквизиционе интеграције предузећа .....	57
1.2. Детерминанте нивоа постаквизиционе интеграције предузећа .....	62
2. ФАКТОРИ УСПЕХА ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА .....	65
3. ЛИДЕРСТВО И ЊЕГОВ ЗНАЧАЈ У СПРОВОЂЕЊУ ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА .....	68
3.1. Реакција запослених на преузимања предузећа .....	68
3.2. Улога трансформационог лидерства у управљању постаквизиционом интеграцијом .....	74
4. ЗНАЧАЈ КОРПОРАТИВНЕ КУЛТУРЕ ЗА УСПЕХ ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА .....	77
4.1. Усклађивање различитих корпоративних култура током интеграције предузећа .....	78
4.2. Утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе предузећа .....	82
5. БРЗИНА КАО ФАКТОР УСПЕХА ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА .....	86
6. ЗНАЧАЈ ОЧУВАЊА И ТРАНСФЕРА ЗНАЊА У ФАЗИ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА .....	90
6.1. Процес трансфера знања између предузећа .....	91
6.2. Значај трансфера знања за успех аквизиција .....	93

## ДЕО III

### ПОСТАКВИЗИЦИОНО РЕСТРУКТУРИРАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА

1. ЗНАЧАЈ КОРПОРАТИВНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА .....	98
1.1. Иницирање корпоративног реструктурирања .....	100
1.2. Класификација техника корпоративног реструктурирања .....	103
1.3. Постаквизиционо реструктурирање и границе предузећа .....	108
2. ДЕЗИНВЕСТИРАЊА ИМОВИНЕ ПРЕДУЗЕЋА – ЦИЉЕВИ И МОТИВИ .....	111
2.1. Мотиви дезинвестирања имовине предузећа .....	111
2.1.1. Стратегијски мотиви дезинвестирања имовине предузећа .....	112
2.1.2. Финансијски и менаџерски мотиви дезинвестирања имовине предузећа .....	114
2.2. Типови трансакција дезинвестирања .....	116
2.2.1. Продаја делова предузећа .....	117
2.2.2. Одвајање делова предузећа .....	120
2.2.3. Јавне продаје власништва у пословном сегменту .....	122
2.2.4. Пратеће акције .....	125
2.2.5. Цепање предузећа .....	127
2.3. Компарација различитих типова трансакција дезинвестирања .....	128

## ДЕО IV

### МЕРЕЊЕ И ЕВАЛУАЦИЈА ЕФИКАСНОСТИ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА

1. МЕРЕЊЕ ЕФИКАСНОСТИ ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА .....	131
1.1. Мерење ефикасности базирано на кретању цена акција .....	133
1.2. Рачуноводствено базирана мерила ефикасности .....	136
1.3. Мерила ефикасности базирана на субјективним проценама менаџера .....	137
1.4. Савремени приступи мерења ефикасности.....	139
2. ЕВАЛУАЦИЈА ЕФИКАСНОСТИ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА .....	145
2.1. Ефекти процеса преузимања на ефикасност предузећа .....	145
2.1.1.Ефекти процеса преузимања на профитабилност.....	145
2.1.2.Ефекти процеса преузимања на кретање цена акција .....	147
2.1.2.1.Ефекти процеса преузимања на кретање цена акција – преглед резултата емпиријских истраживања .....	147
2.1.2.2.Фактори који утичу на висину остварених приноса акционара .....	150
2.1.3.Ефекти процеса преузимања на продуктивност .....	154
2.1.4.Ефекти процеса преузимања на иновативност.....	157
3. ЕФЕКТИ ПРИМЕЊЕНИХ МЕРА РЕСТРУКТУРИРАЊА НА ВРЕДНОСТ ЗА АКЦИОНАРЕ .....	159
3.1. Ефекти продаје делова предузећа на вредност за акционаре.....	159
3.2. Ефекти трансакција одвајања делова предузећа на вредност за акционаре.....	163
3.3. Ефекти јавне продаје власништва у пословном сегменту на вредност за акционаре .....	166

## ДЕО V

### ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ ЕФЕКТА ПОСТАКВИЗИЦИОНОГ ИНТЕГРИСАЊА И РЕСТРУКТУРИРАЊА НА ЕФИКАСНОСТ ПРЕДУЗЕЋА У СРБИЈИ

1. ПРОЦЕС ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА У СРБИЈИ .....	169
1.1. Карактеристике процеса преузимања предузећа у Србији .....	169
1.2. Институционални оквир процеса преузимања предузећа у Србији .....	173
2. РЕЛЕВАНТНОСТ ИСТРАЖИВАЊА ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА У СРБИЈИ.....	176
3. ПРЕДМЕТ И ЦИЉ ИСТРАЖИВАЊА .....	178
4. ИСТРАЖИВАЧКИ МОДЕЛ И РАЗВОЈ ХИПОТЕЗА.....	179
5. МЕТОДОЛОГИЈА И МЕТОДЕ ИСТРАЖИВАЊА.....	187
5.1. Дизајнирање упитника.....	187
5.2. Карактеристике узорка .....	189
6. РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА .....	196
6.1. Факторска анализа .....	196
6.2. Поузданост мерне скале .....	209

6.3. Дескриптивна статистичка анализа.....	210
6.3.1. Тестирање нормалности дистрибуције варијабли .....	210
6.3.2. Израженост субскала упитника .....	216
6.3.3. Израженост димензија истраживања.....	224
6.4. Тестирање значајности разлика између субзорка.....	224
6.4.1. Тестирање разлика у ставу према променама у зависности од старости, позиције и образовне структуре запослених.....	224
6.4.2. Тестирање разлика између предузећа из различитих сектора.....	228
6.4.3. Тестирање разлика између предузећа различите величине .....	233
6.4.4. Разлике у истраживаним димензијама у зависности од пола, дужине радног стажа испитаника, позиције, нивоа образовања и старости запослених .....	234
6.4.5. Дискусија резултата добијених тестирањем разлика између субзорка.....	241
6.5. Тестирање хипотеза .....	243
6.5.1. Утицај трансформационог лидерства на став запослених према променама .....	243
6.5.2. Утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе .....	245
6.5.3. Медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе предузећа.....	247
6.5.4. Утицај сличности/разлика корпоративних култура на постаквизиционе перформансе предузећа .....	249
6.5.5. Утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе предузећа ...	250
6.5.6. Утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе предузећа .....	252
6.5.7. Утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа .....	253
6.5.8. Утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа .....	255
7. ДИСКУСИЈА И АНАЛИЗА РЕЗУЛТАТА .....	257
8. НАУЧНИ И ПРАКТИЧНИ ДОПРИНОС.....	263
9. ОГРАНИЧЕЊА СТУДИЈЕ И ПРЕПОРУКЕ ЗА БУДУЋА ИСТРАЖИВАЊА .....	265
<b>ЗАКЉУЧАК .....</b>	<b>268</b>
<b>ЛИТЕРАТУРА .....</b>	<b>279</b>
<b>ПРИЛОЗИ .....</b>	<b>305</b>
Прилог 1 .....	306
Прилог 2 .....	307

## АПСТРАКТ

*Процеси аквизиције предузећа представљају комплексан феномен и услови под којима унапређују или уништавају вредност предузећа још увек остају недовољно објашњени упркос бројним истраживањима. Постаквизициона интеграција представља најкритичнију фазу у којој долази до креирања вредности, али у којој се могу јавити и бројни интеграциони проблеми. У раду је анализиран процес постаквизиционе интеграције и реструктурирања предузећа, као и ефекти наведених процеса на ефикасност предузећа, чиме је опредељен предмет истраживања. Основни циљ истраживања у докторској дисертацији је утврдити у којој мери интеграциони процеси и примењене мере реструктурирања утичу на ефикасност пословања предузећа након преузимања. Респектујући претходно опредељени циљ истраживања дефинисан је сет подциљева: прво, идентификовање кључних фактора постаквизиционе интеграције (трансформационо лидерство, сличност корпоративних култура и брзина интеграције); друго, анализирање могућих мера реструктурирања након преузимања предузећа; треће, идентификовање различитих приступа за мерење успеха предузећа након преузимања; четврто, сагледавање у којој мери фактори постаквизиционе интеграције и примењене мере постаквизиционог реструктурирања утичу на перформансе предузећа.*

*У докторској дисертацији је најпре анализиран процес преузимања предузећа, представљени су различити теоријски аспекти у проучавању наведеног процеса, као и фазе процеса преузимања. Предмет детаљне анализе била је постаквизициона интеграција, као најкритичнија фаза процеса преузимања предузећа. Анализирани су фактори од којих зависи успех постаквизиционе интеграције, а самим тим и успех предузећа након преузимања. Указано је на значај спровођења постаквизиционог реструктурирања, а нарочито трансакција дезинвестирања. Посебна пажња посвећена је мерењу и евалуацији ефикасности процеса преузимања предузећа и примењених мера реструктурирања.*

*Емпијским истраживањем је утврђено да трансформационо лидерство утиче на позитиван став запослених према променама и да остварује позитиван утицај на постаквизиционе перформансе. Истраживање је показало да већа брзина спровођења промена позитивно утиче на постаквизиционе перформансе. Овакви резултати су у складу са резултатима других емпијских истраживања. Међутим, резултати емпијског истраживања су показали да већи степен културолошких разлика позитивно утиче на постаквизиционе перформансе, као и да примењене мере реструктурирања не утичу на постаквизиционе перформансе, што је у супротности са преовлађујућим резултатима емпијских истраживања у развијеним земљама. Овакви резултати могли би се објаснити постојањем извесних специфичности преузимања предузећа у Србији.*

**Кључне речи:** процес преузимања предузећа, постаквизициона интеграција, постаквизиционо реструктурирање, дезинвестирање, постаквизиционе перформансе.

## **ABSTRACT**

*The processes of company acquisitions are complex phenomena and conditions under which they create or destroy company value remain insufficiently explained despite numerous research. Post-acquisition integration represents the most critical phase of the process, which generates value creation, but may also involve numerous integration problems. The dissertation analyses the process of post-acquisition integration and company restructuring, as well as the effects of the mentioned processes on company efficiency, which has determined the subject of research. The primary goal of the research conducted within the dissertation is to determine the degree in which integration processes and implemented restructuring measures affect the efficiency of company operations after the acquisition. From this primary goal, additional sub-goals are derived: first, identifying key factors of post-acquisition integration (transformational leadership, similarities of corporate cultures and speed of integration); second, analysis of possible restructuring measures after the acquisition; third, identifying different approaches for measuring company success after the acquisition; fourth, determining the measure in which factors of post-acquisition integration and implemented measures of post-acquisition restructuring affect company performance.*

*The dissertation first analyzed the process of company acquisition, different theoretical aspects in studying the process were presented, as well as the phases of the acquisition process. Post-acquisition integration, as the most critical phase of the company acquisition process, was duly analyzed. Factors which determine the success of post-acquisition integration, and thus the success of the company after the acquisition were analyzed. The importance of implementing post-acquisition restructuring, and in particular of divestitures, was pointed out. Special attention is given to measurement and evaluation of the efficiency of the company acquisition process and implemented restructuring measures.*

*Empirical research has determined that transformational leadership has a positive effect on employee attitude regarding the change processes and has positive impact on post-acquisition performance. Research has shown that greater speed of implementing changes positively affects the post-acquisition performance. Such results are in line with the results of other empirical research. However, the results of empirical research have shown that greater degree of cultural differences positively affects the post-acquisition performance, and that implemented measures of restructuring do not affect post-acquisition performance, which is contradictory to the results of empirical research conducted in developed countries. Such results can be explained by specific characteristics of company acquisitions in Serbia.*

**Key words:** *process of company acquisition, post-acquisition integration, post-acquisition restructuring, divestitures, post-acquisition performance.*



## СПИСАК СЛИКА

Слика 1	Процесни аспект процеса преузимања.....	29
Слика 2	Теоријски аспекти М&А .....	30
Слика 3	Фазе процеса М&А.....	33
Слика 4	Процес <i>due diligence</i> -а .....	37
Слика 5	Критични аспекти вредновања циљног предузећа .....	43
Слика 6	Методе вредновања циљног предузећа .....	54
Слика 7	Спектар интеграције .....	58
Слика 8	Интеграциони приступи .....	60
Слика 9	Утицај мотива преузимања на захтевани ниво интеграције .....	63
Слика 10	Образац опадајуће продуктивности, морала или перформанси .....	72
Слика 11	Процес трансфера знања код аквизиција .....	93
Слика 12	Приступ реструктурирању према <i>Roland Berger Strategy Consultants</i> .....	103
Слика 13	Однос између маргиналне продуктивности и опортунитетних трошкова пословних сегмената предузећа-купца и броја пословних сегмената циљног предузећа који се задржавају или продају током процеса постаквизиционог реструктурирања .....	110
Слика 14	Продаја имовине ( <i>sell-off</i> ) .....	117
Слика 15	Одвајање имовине ( <i>spin-off</i> ) .....	121
Слика 16	Јавне продаје власништва у пословном сегменту (ЕСО) .....	123
Слика 17	Цепање предузећа ( <i>split-up</i> ) .....	127
Слика 18	Пирамида перформанси .....	142
Слика 19	Модел <i>Balanced Scorecard</i> (BSC) .....	143
Слика 20	Креирање вредности за акционаре .....	147
Слика 21	Истраживачки модел.....	180

## СПИСАК ТАБЕЛА

<b>Табела 1</b> Преглед шест историјских таласа М&А .....	10
<b>Табела 2</b> Обим (број) трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. год. ....	16
<b>Табела 3</b> Вредност трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. год. ....	17
<b>Табела 4</b> Преглед најзначајнијих трансакција М&А у свету (према вредности) у првој половини 2012. године .....	18
<b>Табела 5</b> Топ 15 трансакција М&А у којима је преузета компанија из југоисточне Европе (2000-2010) .....	20
<b>Табела 6</b> Број и вредност трансакција М&А у којима су <i>преузете компаније</i> из југоисточне Европе .....	20
<b>Табела 7</b> Број и вредност трансакција М&А у којима су <i>компаније које су извршиле преузимања</i> из југоисточне Европе .....	21
<b>Табела 8</b> Главне области <i>due diligence</i> -а .....	38
<b>Табела 9</b> Остале области <i>due diligence</i> -а .....	39
<b>Табела 10</b> Класични мултипликатори вредновања .....	47
<b>Табела 11</b> Пет покретача успеха код корпоративне интеграције .....	66
<b>Табела 12</b> Преглед основних теорија које се баве психолошком и бихевиористичком реакцијом запослених на М&А .....	70
<b>Табела 13</b> Теоријске перспективе о улози културе код М&А .....	81
<b>Табела 14</b> Резултати истраживања односа између културе и перформанси М&А .....	83
<b>Табела 15</b> Емпиријске студије о трансферу знања између организација .....	92
<b>Табела 16</b> Значај задржавања кључних запослених .....	94
<b>Табела 17</b> Најзначајније врсте знања за преузимање .....	95
<b>Табела 18</b> Типови и дефиниције метода дезинвестирања имовине предузећа .....	116
<b>Табела 19</b> Кључне карактеристике алтернативних техника дезинвестирања .....	128
<b>Табела 20</b> Карактеристике пословних сегмената који су предмет дезинвестирања путем продаје, одвајања или ЕСО трансакција .....	129
<b>Табела 21</b> Класификација мерила перформанси М&А .....	131
<b>Табела 22</b> Предности и недостаци мерила перформанси М&А .....	138
<b>Табела 23</b> Нефинансијска мерила постаквизиционих перформанси .....	141
<b>Табела 24</b> Преглед резултата истраживања рачуноводствених студија .....	146
<b>Табела 25</b> Емпиријски подаци о висини укупних приноса, приноса акционара циљног и предузећа које врши преузимање након објаве преузимања .....	148
<b>Табела 26</b> Преглед студија о висини абнормалних приноса акционара у периоду након објаве преузимања .....	149
<b>Табела 27</b> Преглед литературе о утицају аквизиција на продуктивност предузећа ....	155
<b>Табела 28</b> Кумулативни абнормални принос (CAR) након објаве продаје пословног сегмента .....	160
<b>Табела 29</b> Кумулативни абнормални приноси (CAR) за 2052 трансакција одвајања на бази 19 студија, 1962-2000. ....	163
<b>Табела 30</b> Кумулативни абнормални приноси (CAR) за 1050 трансакција ЕСО на бази 8 селектованих студија, 1965-2000. ....	166
<b>Табела 31</b> Прилив FDI у периоду од 2000-2011. године .....	170

<b>Табела 32</b> Преглед најзначајнијих преузимања предузећа у десетогодишњем периоду (2002-2011) .....	171
<b>Табела 33</b> Преглед предузећа у којима је спроведено истраживање .....	190
<b>Табела 34</b> Процентуално учешће испитаника по предузећима у укупном броју испитаника .....	191
<b>Табела 35</b> Структура узорка према полу.....	192
<b>Табела 36</b> Структура узорка према годинама радног стажа .....	193
<b>Табела 37</b> Структура узорка према позицији запослених у предузећу .....	193
<b>Табела 38</b> Структура узорка према нивоу образовања .....	194
<b>Табела 39</b> Структура узорка према старости .....	195
<b>Табела 40</b> КМО и <i>Bartlett's Test</i> – став према променама .....	197
<b>Табела 41</b> Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – схватање процеса промена.....	197
<b>Табела 42</b> КМО и <i>Bartlett's Test</i> – брзина промена .....	198
<b>Табела 43</b> Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – брзина промена.....	199
<b>Табела 44</b> КМО и <i>Bartlett's Test</i> – трансформационо лидерство .....	200
<b>Табела 45</b> Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – трансформационо лидерство .....	201
<b>Табела 46</b> Факторска оптерећења за издвојена два фактора ( <i>varimax raw</i> ротација фактора) – трансформационо лидерство .....	202
<b>Табела 47</b> Резултати факторске анализе – трансформационо лидерство .....	203
<b>Табела 48</b> КМО и <i>Bartlett's Test</i> – разлике у погледу корпоративних култура .....	204
<b>Табела 49</b> Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – разлике у погледу корпоративних култура .....	204
<b>Табела 50</b> КМО и <i>Bartlett's Test</i> – активности реструктурирања .....	205
<b>Табела 51</b> Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – активности реструктурирања .....	206
<b>Табела 52</b> Факторска оптерећења за издвојена два фактора ( <i>varimax raw</i> ротација фактора) – активности реструктурирања.....	207
<b>Табела 53</b> Резултати факторске анализе – активности реструктурирања .....	207
<b>Табела 54</b> КМО и <i>Bartlett's Test</i> – постаквизиционе перформансе предузећа .....	208
<b>Табела 55</b> Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – постаквизиционе перформансе предузећа .....	208
<b>Табела 56</b> Поузданост мерне скале .....	210
<b>Табела 57</b> Тестирање нормалности дистрибуције варијабли истраживања .....	211
<b>Табела 58</b> Тестирање нормалности дистрибуције димензија истраживања .....	213
<b>Табела 59</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Став према променама</i> .....	216
<b>Табела 60</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Брзина промена</i> .....	217
<b>Табела 61</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Инспирисање и подстицање запослених</i> .....	218
<b>Табела 62</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Реаговање на проблеме запослених</i> .....	219
<b>Табела 63</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Разлике у погледу корпоративних култура</i> .....	220

<b>Табела 64</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Активности организационог реструктурирања</i> .....	221
<b>Табела 65</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Активности портфолио реструктурирања (дезинвестирање имовине)</i> .....	222
<b>Табела 66</b> Израженост исказа у оквиру субскеале <i>Постаквизиционе перформансе</i> ....	223
<b>Табела 67</b> Израженост димензија истраживања .....	224
<b>Табела 68</b> Разлике у ставу према променама у зависности од старости запослених ..	225
<b>Табела 69</b> Разлике у ставу према променама запослених на различитим позицијама	226
<b>Табела 70</b> Разлике у ставу према променама запослених различитог нивоа образовања .....	227
<b>Табела 71</b> Разлике у ставу према променама – услужни vs производни сектор .....	229
<b>Табела 72</b> Разлике у брзини промена - услужни vs производни сектор.....	229
<b>Табела 73</b> Разлике у трансформационом лидерству - услужни vs производни сектор.....	229
<b>Табела 74</b> Разлике у погледу схватања културолошких разлика - услужни vs производни сектор.....	230
<b>Табела 75</b> Разлике у погледу спроведених активности реструктурирања - услужни vs производни сектор .....	231
<b>Табела 76</b> Разлике у постаквизиционим перформансама - услужни vs производни сектор.....	232
<b>Табела 77</b> Разлике у постаквизиционим перформансама предузећа различите величине .....	233
<b>Табела 78</b> Разлике у трансформационом лидерству у зависности од величине предузећа.....	234
<b>Табела 79</b> Разлике у истраживаним димензијама у зависности од пола испитаника...	234
<b>Табела 80</b> Разлике у истраживаним димензијама у зависности од дужине радног стажа испитаника .....	235
<b>Табела 81</b> Разлике у истраживаним димензијама у зависности од позиције испитаника у предузећу.....	237
<b>Табела 82</b> Разлике у истраживаним димензијама у зависности од нивоа образовања запослених.....	238
<b>Табела 83</b> Разлике у истраживаним димензијама у зависности од старости испитаника .....	240
<b>Табела 84</b> Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (утицај трансформационог лидерства на став према променама) .....	244
<b>Табела 85</b> Утврђивање статистичке значајности модела- тест ANOVA (утицај трансформационог лидерства на став према променама) .....	244
<b>Табела 86</b> Утицај трансформационог лидерства на став према променама – вишеструка регресиона анализа .....	244
<b>Табела 87</b> Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе) .....	245
<b>Табела 88</b> Утврђивање статистичке значајности модела- тест ANOVA (утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе) .....	245
<b>Табела 89</b> Утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе – вишеструка регресиона анализа .....	246

<b>Табела 90</b> Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе) .....	247
<b>Табела 91</b> Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе) .....	247
<b>Табела 92</b> Медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе – вишеструка регресиона анализа .....	248
<b>Табела 93</b> Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе) .....	249
<b>Табела 94</b> Утврђивање статистичке значајности модела- тест ANOVA (утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе) .....	249
<b>Табела 95</b> Утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе – регресиона анализа.....	250
<b>Табела 96</b> Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе) .....	251
<b>Табела 97</b> Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе) .....	251
<b>Табела 98</b> Утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе – регресиона анализа .....	251
<b>Табела 99</b> Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе) ...	252
<b>Табела 100</b> Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе) ...	252
<b>Табела 101</b> Утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе – вишеструка регресиона анализа.....	253
<b>Табела 102</b> Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа) .....	254
<b>Табела 103</b> Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа) .....	254
<b>Табела 104</b> Утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа – регресиона анализа .....	254
<b>Табела 105</b> Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа) .....	255
<b>Табела 106</b> Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа) .....	255
<b>Табела 107</b> Утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа .....	256
<b>Табела 108</b> Резултат тестирања хипотезе 1 .....	259
<b>Табела 109</b> Резултат тестирања хипотезе 2 .....	260
<b>Табела 110</b> Резултат тестирања хипотезе 3 .....	261
<b>Табела 111</b> Резултат тестирања хипотезе 4 .....	262

## СПИСАК ГРАФИКОНА

<b>Графикон 1</b> Обим (број) трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. год...	16
<b>Графикон 2</b> Вредност трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. год. ....	17
<b>Графикон 3</b> Промене у вредности М&А у 2012. години у односу на 2010. годину (квартално поређење) .....	21
<b>Графикон 4</b> Остваривање финансијског и стратегијског успеха у зависности од брзине интеграције.....	88
<b>Графикон 5</b> Утицај брзине интеграције на побољшање перформанси .....	89
<b>Графикон 6</b> Укупна вредност реализованих понуда за преузимање у периоду од 2005. до 2011. године (у милијардама дин.) .....	170
<b>Графикон 7</b> Процентуално учешће испитаника по предузећима у укупном броју испитаника .....	191
<b>Графикон 8</b> Структура узорка према полу.....	192
<b>Графикон 9</b> Структура узорка према годинама радног стажа.....	193
<b>Графикон 10</b> Структура узорка према позицији запослених у предузећу.....	194
<b>Графикон 11</b> Структура узорка према нивоу образовања .....	194
<b>Графикон 12</b> Структура узорка према старости .....	195
<b>Графикон 13</b> Дијаграм својствених вредности ( <i>Scree Plot</i> ) – став према променама	198
<b>Графикон 14</b> Дијаграм својствених вредности ( <i>Scree Plot</i> ) – брзина промена.....	199
<b>Графикон 15</b> Дијаграм својствених вредности ( <i>Scree Plot</i> ) – трансформационо лидерство .....	200
<b>Графикон 16</b> Дијаграм својствених вредности ( <i>Scree Plot</i> ) – разлике у погледу корпоративних култура .....	205
<b>Графикон 17</b> Дијаграм својствених вредности ( <i>Scree Plot</i> ) – активности реструктурирања .....	206
<b>Графикон 18</b> Дијаграм својствених вредности ( <i>Scree Plot</i> ) – постаквизиционе перформансе предузећа .....	209
<b>Графикон 19</b> Расподела вредности – став према променама.....	213
<b>Графикон 20</b> Расподела вредности – брзина промена .....	213
<b>Графикон 21</b> Расподела вредности – реаговање на проблеме запослених .....	214
<b>Графикон 22</b> Расподела вредности – инспирисање и подстицање запослених .....	214
<b>Графикон 23</b> Расподела вредности – разлике у погледу корпоративних култура .....	214
<b>Графикон 24</b> Расподела вредности – активности организационог реструктурирања .....	214
<b>Графикон 25</b> Расподела вредности – активности портфолио реструктурирања ....	215
<b>Графикон 26</b> Расподела вредности – постаквизиционе перформансе .....	215

## УВОД

Трансакције преузимања предузећа укључују висок ризик и захтевају изузетну пажњу у процесу планирања и имплементације, како би се остварили жељени циљеви и омогућило креирање вредности. Како је очигледно да до креирања вредности долази након преузимања, у новије време постаквизициона интеграција привлачи све већу пажњу истраживача. Наиме, лоша интеграција наводи се као један од водећих узрока неуспеха процеса преузимања предузећа. Отуда се, као нужни услов, намеће неопходност детаљног упознавања механизма интегрисања, идентификовање извора вредности, могућих проблема и изазова у оквиру фазе интеграције, схватање значаја трансформационог лидерства у креирању визије новог интегрисаног предузећа. Способност да се брзо изврши интеграција, редукују оперативни трошкови и генерише додатни принос постаје главни фактор остваривања добрих перформанси.

Интеграција је начин на који се управља међузависностима како би се обезбедила ефективна и ефикасна употреба ресурса и остварили заједнички организациони циљеви. У постаквизиционом периоду, нужно је организовати интеракције између два предузећа и имплементирати промене које ће омогућити реализацију предвиђених синергија. Отуда, интеграција може представљати велики изазов и неопходно је опрезно надгледати њену имплементацију. Успешна интеграција зависиће од тога да ли ће лидерски тим препознати праве тренутке у интеграционом процесу за одлучно предузимање акција, идентификовати различите алтернативе и направити праве изборе.

Уколико после преузимања циљног предузећа постоји имовина која је у различитом степену усклађена са имовином предузећа које је извршило преузимање, неопходно је донети одлуку о томе како поставити границе предузећа, односно које делове задржати, а које дезинвестирати. Реструктурирање се примењује када циљно предузеће располаже потцењеним или неискоришћеним средствима која се могу дезинвестирати без угрожавања оптималног пословног портфолија новонасталог предузећа. У том случају, предузеће које је извршило преузимање тежи да високе трошкове преузимања компензира дезинвестирањем одређених средстава по правој тржишној вредности и увећањем продуктивности преосталих средстава. Увећање продуктивности може бити праћено редуцирањем вишка капацитета непрофитних производних линија или смањењем броја радника. Реструктурирање може имати за циљ и спровођење значајне рационализације неефикасних циљних предузећа, што се често дешава приликом преузимања предузећа у земљама у развоју.

**Предмет истраживања** докторске дисертације је анализа постаквизиционе интеграције и реструктурирања предузећа, као и сагледавање утицаја ових процеса на ефикасност предузећа. Истраживање је усмерено ка проучавању интеграционих активности, разумевању како ове активности утичу на предузеће које врши преузимање и преузето предузеће, ка проучавању постаквизиционог реструктурирања и ефеката примењених мера реструктурирања на вредност за акционаре. Предмет посебног дела докторске дисертације је емпиријско истраживање чији је циљ сагледавање ефеката постаквизиционог интегрисања и реструктурирања на ефикасност предузећа у Србији. **Основни циљ** истраживања у докторској дисертацији је утврдити у којој мери интеграција и примењене мере реструктурирања утичу на ефикасност пословања предузећа након преузимања. На бази дефинисаног основног циља, изведени су специфични циљеви: прво, идентификовање кључних фактора постаквизиционе интеграције (трансформационо лидерство, сличност корпоративних култура и брзина промена); друго, анализирање могућих мера реструктурирања након преузимања предузећа; треће, истраживање различитих начина и приступа за мерење успеха предузећа након преузимања; четврто, сагледавање у којој мери фактори постаквизиционе интеграције и примењене мере постаквизиционог реструктурирања утичу на перформансе предузећа.

Имајући у виду чињеницу да процеси преузимања предузећа, реструктурирање и корпоративна контрола постају суштинска питања корпоративне политике, веома је важно проучавати дату проблематику како би се систематизацијом искустава развијених земаља изналазила решења која се могу применити и у транзиционим економијама. Наведено подручје истраживања веома је актуелно, посебно у Србији, будући да до преузимања предузећа долази тек у новије време, тако да још увек нема опсежнијих истраживања. На бази свеобухватне теоријске и емпиријске анализе наведеног проблема истраживања добијени су резултати који представљају значајан допринос литератури у научној области пословне економије и менаџмента. Такође, резултати истраживања имају и практичну вредност, јер су добра теоријска основа за унапређење процеса стратегијског одлучивања и остваривање боље конкурентске позиције предузећа.

Сходно предмету и постављеном циљу истраживања приликом конципирања докторске дисертације пошло се од следећих истраживачких **хипотеза**:

1. Ако је императив успешне интеграције два предузећа превазилажење могућих проблема, онда лидерство има кључну улогу у том процесу путем инспирисања запослених и артикулисања заједничке визије и праваца развоја.
2. Уколико се у фази постаквизиционе интеграције изврши успешно усклађивање корпоративних култура, оствариће се позитиван ефекат на ефикасност предузећа.



3. Постоји позитивна корелација између брзине спровођења постаквизиционе интеграције и релативног побољшања ефикасности предузећа.

4. Уколико након преузимања одређени део предузећа није суштински значајан за развој, а његово пословање није довољно рентабилно, онда ће продаја или осамостаљивање тог дела предузећа позитивно деловати на продуктивност преосталих делова предузећа.

У *првом делу* представљена је еволуција процеса преузимања предузећа, различити теоријски аспекти и фазе процеса преузимања. Активности преузимања предузећа биле су карактеристичне, пре свега, за англосаксонске земље, где и настају почетком XX века, док се у земљама континенталне Европе интензивирају тек у 1980-тим годинама. Представљено је шест таласа мерџера и аквизиција (M&A) и истакнуте су теорије које објашњавају циклични образац кретања активности M&A. Реалност са којом се суочавају предузећа јесте текућа економска и финансијска криза, што указује на неопходност сагледавања у којој мери она утиче на процесе преузимања предузећа. У овом делу представљени су и различити теоријски аспекти који су коришћени у проучавању процеса преузимања предузећа: економски, финансијски, стратегијски, организациони и процесни аспект. За проучавање проблема који је предмет докторске дисертације посебно се истиче значај процесног и организационог аспекта. Према процесном аспектима примарну улогу у процесу креирања вредности има степен у коме је остварен висок ниво интеграције задатака, док према организационом аспектима ту улогу има лидерство које усмерава процес промена и преузима одговарајуће акције у критичним тачкама промена. На крају овог дела, представљене су фазе процеса преузимања предузећа уз истицање важности последње интеграционе фазе.

*Други део* се односи на анализу управљања различитим елементима постаквизиционе интеграције предузећа која представља кључну детерминатну постаквизиционих исхода. Процес постаквизиционе интеграције посматран је као еволутивни процес, као интегрисање и комбиновање предузећа и као серија управљачких иницијатива и планираних активности, које се односе на питања одређивања нивоа интеграције, аутономије која ће се доделити преузетом предузећу, одређивање интеграционих приступа. Идентификовани су различити интеграциони нивои и приступи и анализирани детерминанте које утичу на избор нивоа постаквизиционе интеграције предузећа.

У овом делу рада анализирани су и фактори који опредељују успех постаквизиционе интеграције, а самим тим и успех предузећа након преузимања. Преглед литературе открио је доминантан утицај трансформационог лидерства, сличности корпоративних култура и брзине промена на постаквизиционе перформансе. Предочава се да, услед високог нивоа ризика и неизвесности који са собом носи процес преузимања предузећа, понашање запослених постаје контрапродуктивно и да је,

отуда, неопходно адекватно управљати људским ресурсима током постаквизиционе интеграције. Истакнута је кључна улога трансформационих лидера у том процесу који треба да инспиришу и охрабрују запослене на прихватање промена, пружају неопходну подршку и помоћ у процесу прилагођавања променама. Указано је да разлике у корпоративним културама два предузећа представљају потенцијални извор конфликта који може довести до неискоришћавања предности интегрисања. У том смислу, представљене су различите теорије и модели који објашњавају значај и улогу корпоративних и националних култура код преузимања предузећа. Разматран је и значај брзине постаквизиционих промена наглашавањем предности које бржа имплементација промена са собом доноси, попут ублажавања неизвесности код запослених и купаца, скраћења времена које се посвећује координацији, бржег остваривања пословних циљева, повећања вероватноће остваривања финансијског и стратегијског успеха. Како у економији заснованој на знању, знање представља императив за развој одрживе конкурентске предности и дугорочне профитабилности, указано је на значај и овог фактора за успех предузећа након преузимања.

Предмет анализе **трећег дела** докторске дисертације је постаквизиционо реструктурирање предузећа. Разумевање природе процеса реструктурирања, од избора мера реструктурирања, преко фактора који одређују овакве изборе до релативне ефикасности примењених мера, омогућава предузећима да дизајнирају изводљиве и ефикасне програме реструктурирања у циљу побољшања пословних перформанси. Реструктурирање обухвата широк обим трансакција, укључујући смањивање броја запослених, измену менаџмент структуре, дезинвестирање појединих делова предузећа. У овом делу докторске дисертације, анализирани су различите мере реструктурирања, а посебан фокус је усмерен на анализу техника дезинвестирања које се односе на елиминацију или одвајање неког пословног сегмента предузећа: пословне линије, пословне јединице или дивизије. Након спроведеног реструктурирања, предузеће наставља да послује са значајно промењеном структуром пословног портфолија.

**Четврти део** докторске дисертације бави се мерењем и евалуацијом ефикасности процеса преузимања предузећа. Имајући у виду чињеницу да ефикасност зависи од тога како је обрачунат исход, важно је сагледати начине мерења успеха предузећа након преузимања. Представљена су мерила ефикасности на бази промена цена акција укључених предузећа у периоду објављивања преузимања и закључења трансакције. Затим, рачуноводствено базирана мерила ефикасности, која процењују успех упоређујући профитабилност предузећа неколико година пре и после процеса преузимања, као и мерила ефикасности базирана на субјективним проценама менаџера. Поред традиционалних мерила ефикасности представљена су и савремена мерила ефикасности. Анализирани су ефекти које преузимање предузећа има на профитабилност, кретање цена акција, продуктивност и иновативност. Посебна пажња

у оквиру овог дела посвећена је ефектима које поједине мере реструктурирања имају на вредност за акционаре.

**Пети део** докторске дисертације усмерен је на анализу ефеката постаквизиционог интегрисања и реструктурирања на ефикасност предузећа у Србији. Најпре су истакнуте специфичности процеса преузимања у институционалном оквиру карактеристичном за предузећа у Србији. Затим је указано на релевантност спровођења емпиријског истраживања наглашавањем да су изазови управљања постаквизиционом интеграцијом посебно озбиљни у транзиционим економијама, имајући у виду постојање нестабилног институционалног контекста, а да су истраживања ограничена, као и да у Србији ова проблематика до сада није истраживана. Формулисан је интегративни истраживачки модел у оквиру кога је дизајнирано истраживање које је имало за циљ да покаже какав је био став запослених према променама током и након преузимања предузећа; какав је значај трансформационог лидерства у креирању позитивног става према променама и за побољшање постаквизиционих перформанси предузећа; којом брзином су спроведене промене у предузећима и како је брзина промена утицала на ефикасност пословања предузећа; у којој мери су примењене мере постаквизиционог реструктурирања утицале на постаквизиционе перформансе предузећа. У наставку су представљени резултати истраживања, а затим следи дискусија и њихово критичко вредновање у складу са претходним теоријским разматрањима. Посебан осврт се даје на научни допринос резултата истраживања, као и допринос у унапређењу пословне праксе. Истакнута су и неминовна ограничења са којима се аутор у спровођењу истраживања суочио и дате препоруке и сугестије за будућа истраживања којима ће се продубити разумевање проблема преузимања предузећа, а посебно проблема постаквизиционе фазе интеграције.

Имајући у виду постављени предмет и циљ истраживања, као и основне научне хипотезе, у докторској дисертацији примењена је квалитативна и квантитативна методологија. Сврха *квалитативне методологије* огледа се у прикупљању информација из различитих извора и њиховој интерпретацији како би се продубило разумевање проблема који се истражује. У истраживању и обради дефинисане проблематике коришћене су адекватне методе друштвених наука. Поред *анализе и синтезе, индукције и дедукције*, у докторској дисертацији коришћен је *компаративни метод*. Његова примена, између осталог, огледала се у компарацији различитих типова и нивоа интегрисања предузећа, компарацији различитих мера реструктурирања које предузеће може применити, идентификовању предности и недостатака различитих система за мерење перформанси, компарацији резултата различитих емпиријских истраживања.

Поред квалитативне, у дисертацији је примењена и *квантитативна методологија*, чиме је теоријски приступ проблему комбинован са емпиријским приступом. Изнети су резултати емпиријских студија спроведених од стране других истраживача и консултантских кућа, који су проучавали перформансе предузећа након процеса преузимања и након примењених мера реструктурирања. Поред представљања секундарних података, представљени су и примарни подаци, који су добијени на основу емпиријског истраживања аутора. Прикупљање података спроведено је на одабраном узорку преузетих предузећа у Србији коришћењем структурираног упитника који је дистрибуиран запосленима. Попуњени упитници обрађени су помоћу *статистичких метода* коришћењем статистичког софтверског пакета за друштвене науке (*Statistical Package Social Sciences - SPSS v. 20,0*). У фази анализе података коришћене су следеће квантитативне статистичке методе и технике: дескриптивна статистика, експлоративна факторска анализа (EFA), једнострука линеарна регресија, вишеструка линеарна регресија, *Mann-Whitney U* тест, *Kruskal-Wallis* тест. За процену прикладности скупа података за факторску анализу коришћен је КМО (*Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy*) и *Bartlett*-ов тест. Поузданост мерне скале мерена је *Cronbach's Alpha* коефицијентом. Тестирање нормалности дистрибуције варијабли истраживања извршено је помоћу *Kolmogorov-Smirnov* теста.

*ДЕО I*

*ПРЕУЗИМАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА: ЕВОЛУЦИЈА,  
ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ И ФАЗЕ ПРОЦЕСА  
ПРЕУЗИМАЊА*

## 1. ЕВОЛУЦИЈА ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА

Од самог настанка с краја 19. века, мерџери и аквизиције (М&А) представљају једну од примарних стратешких опција коју предузећа користе како би, у све конкурентнијем и глобалном окружењу, осигурала своју позицију. Мерџери и аквизиције су важни извори раста и развоја компанија кроз хоризонталну и вертикалну интеграцију, диверзификацију, приступ технолошком *know-how*-у или проширивање на нова географска тржишта (Faulkner, 2012).

Активности у области М&А не дешавају се равномерно, већ варирају у зависности од нивоа економског развоја, развоја финансијског тржишта, расположивости средстава за финансирање ових активности. Периоди економског раста карактеристични су по интензивној активности М&А, док у периодима економске рецесије долази до смањивања како броја, тако и вредности ових активности. Отуда је активност преузимања била релативно висока крајем 1960-тих година, током 1980-тих, крајем 1990-тих и опет почетком 2000-тих (Ескбо, 2011). Погоршање на светском тржишту, услед глобалне финансијске кризе и неповољни економски изгледи, узроковали су озбиљно смањење активности М&А у свету у 2008. години. Међутим, опоравак након кризе могао би значити почетак новог таласа, у коме ће већи значај имати трансакције преузимања малих и средњих предузећа (Bauer & Matzler, 2013), а не трансакције преузимања великих компанија.

### 1.1. Развој процеса преузимања предузећа у свету

Једна од најизразитијих карактеристика М&А је да се јављају у таласима. Шест вишегодишњих таласа М&А обухватају: талас са краја 19. века, из 1920-тих, 1960-тих, 1980-тих и 1990-тих и 2000-тих година. Сваки талас је специфичан, како у погледу обрасца активности преузимања, профитабилности, мотива за преузимање, степена регулативе, типа трансакција. Ипак, заједничка карактеристика свих таласа М&А је да су им претходили шокови у економском, технолошком или регулаторном окружењу, а да је крах тржишта капитала (узрокован економском кризом, ратом и сл.) означавао њихов крај.

*Први талас* (1893-1904) преузимања настао је у САД на крају 19. века, у периоду економске експанзије која је уследила након деценије економске стагнације. Главни фактор који је утицао на повећање активности мерџера и аквизиција односио се

---

на недостатак антимонополске регулативе (Kolev, et al., 2012). Важна карактеристика ове фазе била је симултана консолидација произвођача унутар грана (Sudarsanam, 2003). Путем мерџера, извршена је трансформација око 71% олигополских или неконкурентских индустрија у готово монополске. На смањење интензивне мерџер активности крајем првог таласа утицали су финансијски разлози. Услед краха берзе 1904. године затворен је велики број домаћих банака, што је на крају довело до формирања Система федералних резерви (Gaughan, 2002). Као резултат краха берзе и ослабљеног банкарског система јавио се недостатак средстава за финансирање аквизиција, што је условило крај првог мерџер таласа.

Док се први талас може окарактерисати као спајања ради формирања монопола, *други талас* (1920-тих година) обухвата спајања ради формирања олигопола. У гранама у којима је, пре свега, доминирала једна гигантска компанија, мерџери су доводили до формирања две јаке компаније. У производном сектору, највећи број мерџера резултирао је у малом повећању тржишног учешћа спојених компанија или у вертикалној интеграцији. Крах берзе 1929. године и велика светска криза означили су крај другог мерџер таласа и банкротство великог броја компанија.

*Трећи талас* (1960-тих година) се може окарактерисати као спајање ради раста. Од краја другог светског рата бележи се сталан пораст активности спајања све до средине 1960-их година када долази до својеврсне експлозије ових активности. Током овог таласа дешавало се да релативно мања предузећа припајају веће и финансијски снажније компаније. Основна карактеристика трећег таласа мерџера јесте коришћење дуга за финансирање ових активности. Коришћени су сви облици дугорочног задуживања, од класичних банкарских кредита до емитовања високоризичних обвезница (Денчић-Михајлов, 2009). Крај ове фазе поклопио се са нафтном кризом 1973. године, након које је дошло до инфлаторне спирале и успоравања привредног раста.

Током *четвртог таласа* (1980-тих година), велики број америчких корпорација учествовао је симултано у експанзији и смањивању (*downsizing*) својих пословања, проширујући пословање у областима у којима се могла остварити већа конкурентска предност и излазећи из области где је остваривање конкурентске предности било ограничено. Многе компаније не само да су извршиле велики број аквизиција, већ су и продавале одређене делове пословања, повећавајући фокус свог пословног портфолија. Велики број дезинвестирања представљао је одговор на извршене конгломератске диверзификације 1960-тих година, или на вишак капацитета које је створила рецесија из 1970-тих година (Eckbo, 2011).

Табела 1 Преглед шест историјских таласа М&amp;А

Таласи	Временски период	Покретачке снаге	Типови активности М&А	Фактори који доприносе крају фазе
Први талас	1893-1904	Настојање да се повећа ефикасност Слабо спровођење антимонополског закона Технолошке промене	Хоризонтални мерџери	Финансијска превара Крах берзе 1904
Други талас	1919-1929	Улазак у први светски рат Послератни бум	Хоризонтални и вертикални мерџери	Крах берзе 1929
Трећи талас	1955-1970	Раст берзе Значајни економски бум	Диверзификовани, конгломератски мерџери	Ескалирање цена Прекомерно задуживање
Четврти талас	1974-1989	Раст берзе Економски бум Релативна слабост америчког долара Повољно регулаторно окружење Повољне иностране рачуноводствене праксе	Повећање броја дезинвестирања  Раст непријатељских преузимања  Повећање преузимања предузећа у САД од стране иностраних предузећа -купаца	Нашироко објављивани банкротни Рецесија 1990. године
Пети талас	1993-2001	Глобализација производа, услуга и тржишта капитала Смањење баријера у трговини и мобилности капитала формирањем трговинских блокова, као што су јединствено тржиште Европске уније, НАФТА и Светска трговинска организација	Повећање европских трансакција  Преузимања као начини опстанка у условима јаке конкуренције	Крах берзе  Банкрот компанија <i>Enron</i> и <i>Worldcom</i>
Шести талас	2003-2008	Ниске каматне стопе Раст берзе Процват глобалне економије Високе цене роба	Раст интернационалних трансакција, хоризонталних мегамерџера	Губитак поверења у глобална тржишта капитала Економско успоравање у развијеним земљама

Извор: Адаптирано према Sudarsanam, 2003; Martynova & Renneboog, 2008a; DePamphilis, 2010;

*Пети талас* (1990-тих година) био је ера “мега трансакција” у којој је постојала тежња ка остваривању економија обима и формирању огромних мултинационалних конгломерата, јер се сматрало да се конкурентска предност постиже путем величине (KPMG, 2011). Девет од десет највећих трансакција у историји М&А извршено је у трогодишњем периоду од 1998-2000 (Lipton, 2006). Талас се може добрим делом објаснити повећањем броја европских трансакција, док је број прекоокеанских М&А остао релативно стабилан (просечно 2500 годишње) (Martynova, 2006). Ове промене се могу приписати изазовима које је донело увођење јединственог европског тржишта и увођење евра 1990-тих. Крај ове фазе означен је великим скандалима у компанији *Enron* и *Worldcom*.



---

Главни покретачи *шестог таласа* су глобализација, охрабрење од стране влада неких земаља да створе јаке националне или глобалне компаније, раст цена сировина, доступност ниских каматних стопа за финансирање, акционарски активизам. Светска економска криза, економско успоравање у развијеним земљама, губитак поверења у глобално тржиште капитала, довели су до краја ове фазе. Од 2008. до 2010. године, активност М&А била је на најнижем нивоу од 2004. године, услед економске рецесије. Опоравак на тржишту М&А почиње да се остварује у 2010. години, што би могло представљати почетак новог таласа М&А. У табели 1 дат је преглед шест историјских таласа М&А.

У теорији М&А још увек не постоји општа сагласност у погледу разлога постојања цикличног обрасца кретања активности М&А. Теорије о таласима М&А могу се класификовати у две групе: *неокласична теорија*, која истиче да се таласи М&А дешавају услед индустријских, економских, политичких или регулаторних шокова и *бихевиористичка теорија*, која приписује преузимања развоју тржишта капитала наглашавајући да фазе настају као резултат (пре)вредновања предузећа од стране менаџмента.

Неокласична теорија истиче да се мерџер таласи дешавају када предузећа у гранама реагују на „шокове“ у њиховом пословном окружењу. Према неокласичном моделу, једном када се технолошки, регулаторни или економски шокови десе у индустријском окружењу, колективна реакција предузећа је реалокација имовине у оквиру и ван дате индустрије путем мерџера и аквизиција (DePamphilis, 2010). Одговарајући на такве шокове, предузећа унутар гране често преузимају читава или делове других предузећа. Coase (1937) је био један од првих аутора који је истицао да технолошке промене могу довести до мерџера. Schumpeter-ова (1950) теорија креативне деструкције може се применити и у објашњењу мерџер таласа, али је Gort (1969) био тај који је формално предложио теорију економских поремећаја у објашњењу мерџер таласа (Baker & Kiymaz, 2011, 26), наглашавајући да економски поремећаји, као што је неравнотежа на тржиштима производа, стимулишу читаве гране на реструктурирање.

У новије време, Jovanovic и Rousseau (2002) третирају мерџере као реалокацију коришћеног капитала и пружају модел таласа мерџера који се заснива на технолошким променама и теорији Тобиновог  $q$  рациа<sup>1</sup>. Они претпостављају да је аутпут фирме у функцији његовог акционарског капитала и стања технологије и истичу да предузеће има могућност да прода или купи капитал. Аутори затим сагледавају, зависно од стања

---

<sup>1</sup> Овај рацио развио је James Tobin (Tobin, 1969) као однос између тржишне вредности и репродукционе вредности имовине.

технологије, тржишну вредност једне јединице капитала унутар предузећа и упоређују са ценом по којој се тргује капиталом. У зависности од овог вредносног гена, предузеће ће или продати или купити капитал и радиће то чешће уколико је дисперзија вредности капитала између предузећа већа (мерџер таласи као „таласи реалокације“). Јовановић и Rousseau (2002) истичу да технолошке промене и пратећа дисперзија у Тобин  $q$  рацијима покрећу мерџер таласе, односно доводе до тога да предузећа која имају виши  $q$  рацио преузимају предузећа са нижим  $q$  рациом.

Бихевиористичка теорија истиче да до мерџер таласа може доћи услед погрешног вредновања. Чињеница да су мерџер таласи повезани са економском експанзијом и високим вредновањем на тржишту капитала покренула је развој модела по којима су мерџер таласи резултат прецењености на тржишту и менаџерског тајминга. Идеја је да, када су берзански индекси у фази значајног раста (*bull markets*), понуђачи могу искористити прецењене акције као валуту за куповину имовине потцењених (или мање прецењених) циљних предузећа (Eckbo, 2011).

Shleifer и Vishny (2003) истичу да су финансијска тржишта неефикасна у кратком року и разматрају модел аквизиција где су предузећа погрешно вреднована услед „осећаја инвеститора“. На основу тржишне вредности предузећа, као и опажене синергије мерџера, они проучавају вредносне ефекте аквизиције на акционаре интегрисаних предузећа у дугом року. Аутори закључују да раст тржишне вредности акција покреће мерџер талас, где релативно прецењена предузећа преузимају циљна предузећа користећи акције као метод финансирања (избор извршавања аквизиције путем акција уместо готовине омогућава акционарима предузећа-купца да редистрибуирају вредност од акционара циљног предузећа ка себи).

Rhodes-Kropf и Viswanathan (2004) такође објашњавају мерџер таласе бумовима на тржишту капитала. У оваквим условима, менаџерима циљног предузећа тешко је да процене да ли је цена акција предузећа-купца висока услед претераног оптимизма или зато што одражавају очекиване синергије од мерџера и одлучују се да прихвате мерџер. Аутори истичу да је, услед прецењености на тржишту, могућност погрешног вредновања очекиваних синергија повећана и да се у великом броју случајева испоставља да мерџери не генеришу принос за акционаре.

Док је хипотеза о погрешном вредновању најчешћа у оквиру бихевиористичког објашњења М&А, постоје и додатне теорије код којих мотивација менаџера може помоћи у објашњењу таласа М&А. Хипотеза охолости Roll-а (1986, према Martinova и Renneboog, 2008a), заједно са хипотезом опонашања може се користити у објашњењу цикличног обрасца активности М&А. Према Roll-у, охолост менаџера је кључни фактор који води великом броју М&А који уништавају вредност: претерано самопоуздани менаџери прецењују креирање синергетске вредности. У случају таласа

---

М&А, прво успешно преузимање охрабрује друге компаније да се укључе у сличне трансакције. Главни мотив других компанија је пре имитирање акција вође, него преузимање акција у складу са јасним економским разлогом. Комбинација хипотеза охолости и опонашања предвиђа да након ефикасних преузимања следе неефикасна, односно да преузимања у каснијој фази таласа М&А имају ниже приносе у односу на оне са почетка таласа.

Таласи М&А могу се посматрати и као исходи менаџерских акција које су усмерене на остваривање личних интереса. Будући да висина компензација извршних директора зависи од величине предузећа, М&А се могу посматрати као једноставни начини повећања величине предузећа и последично компензација менаџера. Настојећи да увећају свој компензациони пакет, менаџери предузимају аквизиције које су усмерене ка повећању величине предузећа и тиме покрећу талас М&А (Kolev et al. 2012). Ови аргументи су у складу са теоријом о изградњи империја, према којој су менаџери спремни да, жртвујући корпоративне ресурсе, повећавају величину предузећа ван оптималне како би остварили личне интересе.

Упоредјујући неокласичну и бихевиористичку теорију, Harford (2005) проналази већу подршку за неокласични или „шок“ модел, модификован тако да укључи ефекте расположивости капитала. Према овом аутору, М&А дешавају се када компаније изграде велике резерве готовине или када им је олакшан приступ екстерним изворима финансирања. Како је највећа вероватноћа да се то деси у периодима раста тржишта капитала, до активности М&А најчешће долази у овим периодима. Harford (2005) истиче да кључну улогу у предвиђању мерџер фаза има расположивост капитала. Он наглашава да сами шокови, без довољно ликвидности за финансирање трансакција, не иницирају фазу мерџер активности. Поред тога, лако доступан и јефтин капитал може узроковати талас М&А, чак и у одсуству индустријских шокова.

С друге стране, истраживање Rhodes-Kropf и осталих (2005) потврђује бихевиористичку теорију и хипотезу погрешног вредновања. Резултати њиховог истраживања показали су да се таласи М&А поклапају са високим рацијима тржишна/књиговодствена вредност. Уколико се овај рацио користи као замена за тржишну прецењеност, резултати њихове студије представљају потврду основним аргументима прецењености Rhodes-Kropf и Viswanthan (2004) и Shleifer и Vishny (2003). Rhodes-Kropf и остали (2005) закључују да, иако је неокласично објашњење важно, односно економски шокови могу бити фундаментални покретачи мерџер активности, погрешно вредновање има значајну улогу у детерминисању активности М&А, будући да утиче на ниво активности, одлуку ко ће бити купац, а ко мета преузимања, као и на начин финансирања трансакција.

---

Најновије студије усмерене су на тестирање перформанси предузећа током таласа М&А (Martinova и Renneboog, 2008а; Gugler et al., 2012; Duchin & Schmidt, 2013). Martinova и Renneboog, (2008а) указују да преузимања генеришу значајну (у кратком року) вредност за акционаре циљног предузећа, за разлику од акционара предузећа-купца. На другој страни, велики број аквизиција у другој половини таласа М&А не креира вредност за акционаре.

Gugler и остали (2012) тестирали су примену теорија о таласима М&А, истражујући активности М&А у САД, УК и континенталној Европи у периоду од 1991. до 2004. Аутори су у анализу укључили и компаније које су листиране на берзи и оне које нису. Резултати анализе су показали да су таласи мерцера идентификовани само за компаније које су листиране на берзи. Такође, аутори сматрају да оптимизам повезан са бумом на тржишту капитала објашњава и повећање активности М&А током таквог периода и последично негативне ефекте М&А на вредност за акционаре.

Duchin и Schmidt (2013) истичу да аквизиције инициране током периода интензивнијег раста М&А карактерише већа неизвесност, смањени мониторинг неефикасних менаџера, односно слабије функционисање механизма корпоративног управљања. Резултати анализе показују да су аквизиције инициране током таласа М&А имале лошије перформансе у односу на аквизиције инициране ван таласа.

На основу напред наведених резултата емпиријских истраживања може се закључити да ниједна теорија није у стању да у потпуности објасни таласе М&А. Преглед шест историјских таласа М&А открива да интензивирање активности М&А настаје у периодима неочекиваних промена у окружењу, да је развој тржишта капитала неопходан услов за појаву таласа, али и да крах тржишта капитала означава крај таласа. Емпиријска евиденција показује да циљна предузећа генеришу значајне приносе за акционаре, за разлику од предузећа-купца. Преузимања на почетку таласа резултирају у бољим перформансама у односу на преузимања на крају таласа. Поред тога, преузимања током таласа М&А мање су профитабилна у односу на преузимања ван таласа. Током интензивне активности преузимања може доћи до појаве дивергентних ставова тржишних учесника о будућем развоју предузећа, узрокујући погрешно вредновање и реализацију трансакција које не доприносе креирању вредности за акционаре.

## 1.2. Утицај светске економске кризе на процесе преузимања предузећа

### 1.2.1. Утицај светске економске кризе на процесе преузимања у свету

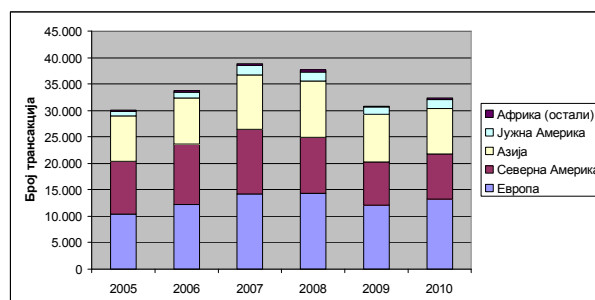
Историјски посматрано, свет су погађале велика светска криза 1930-тих, нафтна криза 1970-тих, бразилска криза 1980-тих, азијска финансијска криза 1990-тих и најновија светска економска криза из 2000-тих. Економска и финансијска криза, видније испољена од средине 2008. године, може се окарактерисати као радикална трансформација окружења (Ma et al., 2013) која представља најснажнији удар на светску привреду у последњих пола века. Како се повезаност и међузависност економија потпуније и снажније испољавају у периодима дубоких криза и разорних поремећаја, него у временима нормалног функционисања, све земље света, без обзира на ниво развијености и структуру привреде, биле су озбиљно погођене економском рецесијом и потресима на финансијским тржиштима, што се одразило и на активности М&А.

Глобално тржиште М&А опало је у 2008. години након пет година континуираног раста. Према *CFI Research Report*-у, број трансакција у 2008. години смањен је за 3% у поређењу са претходном годином, док је у 2006. и 2007. години био остварен раст од 13%, односно 15%, респективно. У 2009. години број трансакција смањен је за око 18%. Талас М&А започет 2002. године је завршен, а трансакције се премештају од северне Америке ка Европи и Азији.

Опадајући профити компанија, као и потреси на берзи условили су озбиљно смањење броја и вредности трансакција М&А, тако да је у 2009. години остварен најнижи ниво активности М&А. Услед финансијске кризе, јавили су се проблеми финансирања трансакција М&А и обезбеђивања како сопствених средстава, тако и позајмљених. Док у нормалним околностима, када опада профит, компаније теже финансирању трансакција М&А путем нових акција, у условима рапидног опадања тржишта капитала то није изводљиво. Поред тога, криза је утицала и на смањење финансирања М&А готовином, што је био главни метод финансирања у периоду бума до 2008. године. У исто време, трошкови дужничког финансирања међународних М&А су повећани, будући да су се банкарски услови кредитирања рапидно погоршали што је утицало на поштравање услова кредитирања и повећање каматних стопа у корпоративном сектору (*World Investment Report*, 2009). Пад тражње за добрима и

услугама утицао је на смањење инвестиционих планова компанија везаних за иностранство, како кроз М&А тако и кроз *greenfield* инвестиције, што се одразило на смањење страних директних инвестиција. Поред тога, мања спремност инвеститора на преузимање ризика, која је у условима кризе посебно изражена, може се навести као разлог мањег броја трансакција М&А.

Како је светска економија почела да показује знаке опоравка, тако се и активност М&А опорављала. Тако је у 2010. години забележен благи пораст активности М&А у свету од 5%. Графикон 1 показује тренд кретања активности М&А према обиму у периоду од 2005. до 2010. године. У табели 2 приказан је број трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. године.



**Графикон 1** Обим (број) трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. године

*Извор:* Worldwide M&A Trends, CFI Research Report, Amsterdam, May 2011, Corporate Finance International, Retrieved March 29, 2012, from <http://www.cfi-network.com/uploadedFiles/CFI%20Research%20Report%20May%202011.pdf>

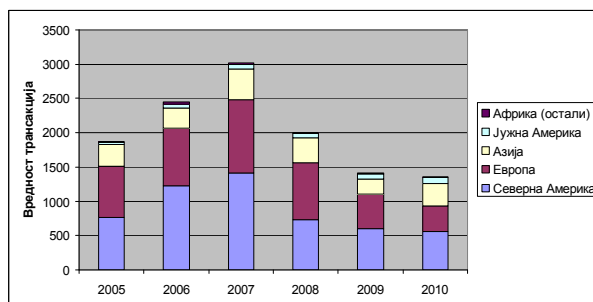
**Табела 2** Обим (број) трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. године

ОБИМ (БРОЈ ТРАНСАКЦИЈА)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Европа	10.463	12.294	14.224	14.328	12.056	13.203
Северна Америка	9.994	11.288	12.282	10.575	8.209	8.590
Азија	8.499	8.800	10.262	10.666	8.951	8.640
Јужна Америка	829	1.052	1.729	1.627	1.415	1.564
Африка (остали)	245	354	253	496	210	293
<b>Укупни број</b>	<b>30.030</b>	<b>33.786</b>	<b>38.749</b>	<b>37.692</b>	<b>30.841</b>	<b>32.290</b>
<i>Раст</i>		<i>13%</i>	<i>15%</i>	<i>-3%</i>	<i>-18%</i>	<i>5%</i>

*Извор:* Worldwide M&A Trends, CFI Research Report, Amsterdam, May 2011, Corporate Finance International, Retrieved March 29, 2012 from <http://www.cfi-network.com/uploadedFiles/CFI%20Research%20Report%20May%202011.pdf>

У погледу вредности трансакција М&А у протеклом периоду тренд је нешто другачији. Раст вредности трансакција у 2007. години за 23% у односу на претходну годину нагло је прекинут у 2008. години. У тој години укупна вредност трансакција била је незнатно изнад нивоа из 2005. године, односно око 2 билиона EUR. У наредним

годинама долази до даљег пада. У 2010. години забележен је скроман пораст у броју трансакција, али је и даље настављен опадајући тренд у погледу вредности трансакција на већини континената. Афрички континент, иако не тако значајан по величини, са 293 трансакције у поређењу са 13.203 у Европи у 2010. години, остварио је раст од 40% у погледу броја трансакција и од 152% у погледу вредности трансакција. У Азији је дошло до смањења броја трансакција у 2010. години од 3%, али је дошло до повећања вредности трансакција од 53% (укупна вредност била је 334 милијарди EUR).



**Графикон 2** Вредност трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. године

Извор: Worldwide M&A Trends, CFI Research Report, Amsterdam, May 2011, Corporate Finance International, Retrieved March 29, 2012 from <http://www.cfi-network.com/uploadedFiles/CFI%20Research%20Report%20May%202011.pdf>

На графикону 2 приказан је тренд кретања вредности трансакција М&А у свету од 2005. до 2010. године. У табели 3 приказана је вредност ових трансакција у свету у периоду од 2005. до 2010. године.

**Табела 3** Вредност трансакција М&А у свету у периоду од 2005. до 2010. године

ВРЕДНОСТ (У МИЛИЈАРДАМА ЕУР)	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Северна Америка	765	1.227	1.416	733	599	560
Европа	746	840	1.070	836	501	367
Азија	316	296	448	355	219	334
Јужна Америка	33	53	68	63	81	80
Африка (остали)	11	29	17	15	6	14
<b>Укупни број</b>	<b>1.871</b>	<b>2.446</b>	<b>3.019</b>	<b>2.002</b>	<b>1.406</b>	<b>1.355</b>
<i>Раст</i>		<i>31%</i>	<i>23%</i>	<i>-34%</i>	<i>-30%</i>	<i>-4%</i>

Извор: Worldwide M&A Trends, CFI Research Report, Amsterdam, May 2011, Corporate Finance International, Retrieved March 29, 2012 from <http://www.cfi-network.com/uploadedFiles/CFI%20Research%20Report%20May%202011.pdf>

У *CFI Research Report*-у (2011) анализиран је тренд кретања активности М&А у свету у периоду од 2005-2010. године и све трансакције М&А категоризоване су у пет главних сектора: пословне услуге, потрошачка добра, здравство, индустрија и

некретнине. Према овом истраживању, најактивнији сектор је индустријски, у оквиру кога је реализовано 40% свих трансакција М&А. Други највећи сектор је сектор пословних услуга, у оквиру кога је реализовано 35% трансакција М&А. На трећем месту је сектор потрошачких добара, а затим следи сектор некретнина и, на крају, здравствени сектор. Код свих сектора је забележен опадајући тренд у 2008. и 2009. години (једино је индустријски сектор остварио благи пораст у 2008. години). Сви сектори су имали здрав раст у 2006. и 2007. години, просечно 13%, односно 15% годишње, респективно. Сектор некретнина је имао највећи пад у 2008. години од 12%. У 2009. години здравствени сектор је имао највећи пад од 28%, а пратио га је сектор потрошачких добара који је остварио пад од 20%. У табели 4 дат је преглед најзначајнијих трансакција М&А у свету (према вредности) у првој половини 2012. године.

**Табела 4** Преглед најзначајнијих трансакција М&А у свету (према вредности) у првој половини 2012. године.

КОМПАНИЈА-КУПАЦ	ЦИЉНА КОМПАНИЈА	ЗЕМЉА КОМПАНИЈЕ-КУПЦА	ЗЕМЉА ЦИЉНЕ КОМПАНИЈЕ	ДАТУМ	ВРЕДНОСТ ТРАНСАКЦИЈЕ
Coty Inc	Avon Products	САД	САД	2.4.2012	14,091
Eaton Corp	Cooper Industries	САД	САД	21.5.2012.	12,673
Japan	Tokyo Electric Power	Јапан	Јапан	9.5.2012.	12,519
Nestle SA	Pfizer Inc	Швајцарска	САД	23.4.2012.	11,850
DBS Group Holding Ltd	PT Bank Danamon Indonesia	Сингапур	Индонезија	2.4.2012.	7,340
Energy Transfer partners	Sunoco	САД	САД	30.4.2012.	6,844
Watson Pharmaceuticals	Actavis Group	САД	Исланд	25.4.2012.	5,927
Marubeni Corp	Gavilon Group	Јапан	US	29.5.2012.	5,600
Fresenius	Rhön Klinikum AG	Немачка	Немачка	26.4.2012.	4,934

Извор: The rise and fall of M&A – After falling for four consecutive quaters, does recent global bid activity show that M&A is once again on the rise? The Ernst & Young M&A Tracker, (2012), Retrieved Jun 21, 2013, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/M\\_A\\_Tracker\\_Q2\\_2012/\\$FILE/M\\_A\\_Tracker\\_Q2\\_2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/M_A_Tracker_Q2_2012/$FILE/M_A_Tracker_Q2_2012.pdf)

Може се закључити да је финансијска и економска криза погодила активности М&А широм света, рефлектујући међузависност економија. До смањења активности М&А дошло је, пре свега, због недостатка финансијских средстава за финансирање ових активности, као и услед мање спремности инвеститора на прихватање ризика у таквим условима. Проблеми које са собом носи процес М&А у рецесионим условима захтевају другачији приступ компанија које морају трагати за различитим начинима превазилажења датих изазова.



### 1.2.2. Утицај светске економске кризе на процесе преузимања у Европи

Европска економија, као и остале светске економије, била је озбиљно погођена економском рецесијом, а унутар ње Европска унија (ЕУ), чије су компаније у највећој мери учествовале у преузимањима, али и биле мета на глобалном тржишту М&А. Најдужа и најдубља рецесија у историји ЕУ, узроковала је пад трговинских и инвестиционих токова између ЕУ и света, али и између земаља чланица ЕУ.

Током периода кризе, Европа није имала сличан пад у обиму трансакција као Северна Америка, чак и не као свет у целини. У 2008. години у Европи је остварено укупно 14.328 трансакција, што представља повећање од 1%, док је активност М&А у свету опала за 3%. У 2009. години тренд је био као у свету и дошло је до пада броја трансакција за 16%, али је тај пад био мањи у поређењу са Северном Америком (22%). Европски ниво трансакција у 2010. години био је изнад нивоа из 2006. године са 13.203 трансакције (126% у односу на 2005. годину), док Северна Америка није у тој години остварила ниво из 2005. године (86%). Са друге стране, посматрано према вредности трансакција М&А забележен је пад од 22% у 2008. години и огроман пад од 40% у 2009. години. У 2010. години дошло је до пада вредности трансакција од 27%, иако је обим трансакција у тој години повећан за 10%. Објашњење за овакав тренд активности М&А налази се у чињеници да је, у овом периоду, дошло до смањења премија за преузимање, као и да је реализован већи број трансакција мале вредности које нису могле знатно да утичу на укупну вредност трансакција (CFI Research Report).

У Европи, 2011. година може се посматрати из два дела: прва половина године била је подстицајна, док у другој половини следи пад активности који су покренули дужничка криза у еврозони и политички потреси. У односу на претходну годину активност М&А је виша, са 10% више објављених трансакција, док је укупна вредност трансакција виша за 1%.

Према студији *M&A activities in CEE/SEE in 2010 – Waiting for the next growth phase* (Roland Berger, 2011), југоисточна Европа је у поређењу са централно-источном Европом још увек изразито нестабилно подручје. Најатрактивнији сектори у југоисточној Европи за улагања у 2010. години били су медији и забавна индустрија, затим сектор робе широке потрошње, као што су пољопривредни производи, храна и пиће, лекови, производи за домаћинство и текстил. С друге стране, телекомуникације и финансије изгубиле су доминантан положај који су заузимале у 2000. години. У табели 5 дат је преглед топ 15 трансакција М&А (трансакције највеће вредности) у којима је преузета компанија из југоисточне Европе (2000-2010).

**Табела 5** Топ 15 трансакција М&А у којима је преузета компанија из југоисточне Европе (2000-2010)

ГОДИНА	ПРЕУЗЕТА КОМПАНИЈА	ЗЕМЉА ПРЕУЗЕТЕ КОМПАНИЈЕ	КОМПАНИЈА - КУПАЦ	ЗЕМЉА КОМПАНИЈЕ - КУПЦА	% ПРЕУЗЕТ ИХ АКЦИЈА	ВРЕДНОСТ ТРАНСАКЦИЈЕ (У МИЛ. EUR)
2009	Anheuser-Busch Inbev-Central	Бугарска	CVC Capital Partners Ltd	УК	100	2.029
2006	PLIVA dd	Хрватска	Barr Pharmaceuticals Inc	САД	92	1.910
2005	MobilTel AG	Бугарска	Telekom Austria AG	Аустрија	100	1.620
2006	Mobi 63	Србија	Telenor ASA	Норвешка	100	1.514
2004	MobilTel AG	Бугарска	BidCo AD	Бугарска	40	1.200
2007	Bulgarian Telecommunications	Бугарска	AIG Global Investment Corp	САД	65	1.088
2006	HVB Splitska Banka dd	Хрватска	Societe Generale SA	Француска	100	1.000
2002	Lek (Slovenija)	Словенија	Novartis AG	Швајцарска	99	866
2007	Telekom Srpske	Босна	Telekom Srbija Ad	Србија	65	646
2008	Nova Televisia	Бугарска	Modern Times Group MTG AB	Шведска	100	620
2001	Hrvatske Telekomunikacije dd	Хрватска	Deutsche Telekom AG	Немачка	16	539
2006	Hemofarm AD	Србија	STADA Arzneimittel AG	Немачка	100	467
2002	Zagrebačka banka dd	Хрватска	Investor Group	Италија	59	454
2003	INA Industrija nafte dd	Хрватска	MOL	Мађарска	25	446
2002	Nova ljubljanska banka	Словенија	KBC Bank	Белгија	34	435

Извор: M&A activities in CEE/SEE in 2010 – Waiting for the next growth phase, 4th annual snapshot report, Roland Berger, Zagreb, September, 2011, Retrieved April 10, 2012 from [http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland\\_Berger\\_M\\_and\\_A\\_activities\\_in\\_CEE\\_SEE\\_in\\_2010\\_20110915.pdf](http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_M_and_A_activities_in_CEE_SEE_in_2010_20110915.pdf)

**Табела 6** Број и вредност трансакција М&А у којима су преузете компаније из југоисточне Европе

ЗЕМЉА	2009		2010		Δ	
	#	Вредност (EUR м)	#	Вредност (EUR м)	#	Вредност
Бугарска	14	2.363,9	11	600,8	-21,4%	-74,6%
Хрватска	3	11,8	18	280,1	500,0%	2.273,7%
Словенија	2	152,3	2	248,1	0,0%	62,9%
Македонија	1	2,4	2	41,1	100,0%	1.612,5%
Србија	8	591,6	4	18,5	-50,0%	-96,9%
Црна Гора	1	253,7	-	-	-	-

Извор: M&A activities in CEE/SEE in 2010 – Waiting for the next growth phase, 4th annual snapshot report, Roland Berger, Zagreb, September, 2011, Retrieved April 10, 2012 from [http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland\\_Berger\\_M\\_and\\_A\\_activities\\_in\\_CEE\\_SEE\\_in\\_2010\\_20110915.pdf](http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_M_and_A_activities_in_CEE_SEE_in_2010_20110915.pdf)

У табели 6 представљен је број и вредност трансакција М&А у којима су преузете компаније из југоисточне Европе. Највећи број трансакција у 2009. години остварен је у Бугарској, док је у 2010. години Хрватска била атрактивније подручје за преузимање. Посматрано по вредности, у обе посматране године, трансакције највеће

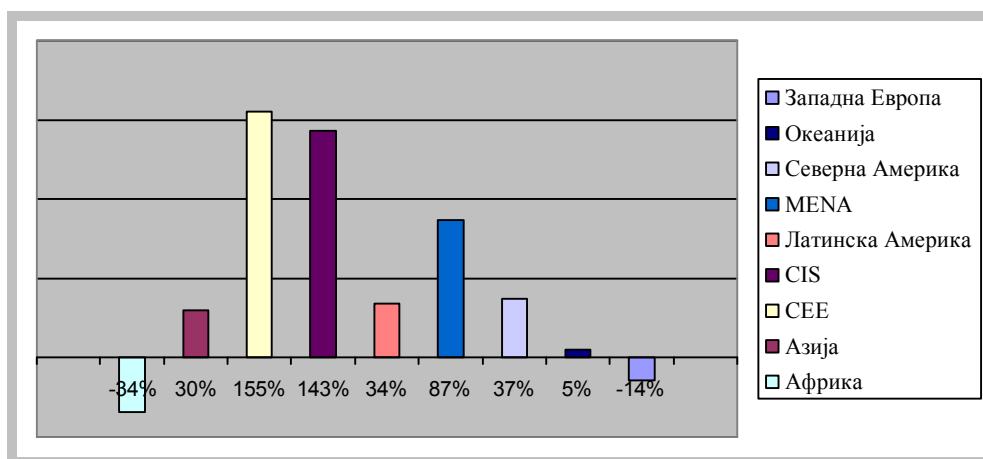
вредности остварене су у Бугарској. У табели 7 представљен је број и вредност трансакција М&А у којима су компаније које су извршиле преузимања из југоисточне Европе. У 2010. години бугарске компаније оствариле су највећи број преузимања, а у 2010. хрватске компаније. Посматрано по вредности, трансакције највеће вредности извршиле су словеначке компаније у 2009. години, а хрватске у 2010. години.

**Табела 7** Број и вредност трансакција М&А у којима су компаније које су извршиле преузимања из југоисточне Европе

ЗЕМЉА	2009		2010		Δ	
	#	Вредност (EUR м)	#	Вредност (EUR м)	#	Вредност
Хрватска	11	9,6	15	403,1	36,4%	4.099,0%
Бугарска	13	53,2	9	100,9	-30,8%	89,7%
Словенија	10	192,3	2	14,5	-80,0	-92,5%
Србија	3	4,7	2	5,5	-33,3%	17,0%

Извор: M&A activities in CEE/SEE in 2010 – Waiting for the next growth phase, 4th annual snapshot report, Roland Berger, Zagreb, September, 2011, Retrieved April 10, 2012 from

[http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland\\_Berger\\_M\\_and\\_A\\_activities\\_in\\_CEE\\_SEE\\_in\\_2010\\_20110915.pdf](http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_M_and_A_activities_in_CEE_SEE_in_2010_20110915.pdf)



**Графикон 3** Промене у вредности М&А у 2012. години у односу на 2010. годину (квартално поређење)

Извор: The rise and fall of M&A – After falling for four consecutive quaters, does recent global bid activity show that M&A is once again on the rise? The Ernst & Young M&A Tracker, 2012, Retrieved Jun 21, 2013, from [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/M\\_A\\_Tracker\\_Q2\\_2012/\\$FILE/M\\_A\\_Tracker\\_Q2\\_2012.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/M_A_Tracker_Q2_2012/$FILE/M_A_Tracker_Q2_2012.pdf)

Новији подаци указују да су два најактивнија региона у периоду од 2010. до 2012. регион централно-источне Европе (CEE - Central Eastern Europe) (+155%) и Заједница независних држава (CIS - Commonwealth of Independent states) (+143%) (Ernest & Yang, 2012). На графикону 3 приказане су процентуалне промене у вредности

---

M&A у 2012. години у односу на 2010. годину (квартално поређење). Главни покретачи повећања вредности M&A у овим регионима биле су велике трансакције, као што је понуда за преузимање *StarBev* (Чешка) од стране *Molson Coors Brewing* (вредност трансакције 3,5 милијарди \$, као и преузимање *AvtoVAZ* (Русија) од стране *Renault-Nissan* (вредност трансакције 2 милијарде \$).

Нестабилност на данашњим финансијским тржиштима представља изазов, али у исто време, пружа и значајне могућности за M&A. Schmid и остали (2012) истичу да се компаније, у настојању да се стратегијски прилагоде турбулентним условима пословања, усмеравају на стратегију смањења трошкова, али и стратегију повећања раста путем диверзификације, која укључује M&A. Студија Wan и Yiu (2009) наглашава да се криза не мора посматрати само као опасност, већ да компаније, уколико у оваквим околностима препознају нове могућности и на прави начин прилагоде своје стратегије, могу остварити значајне предности. Резултати студије су показали да предузећа која теже аквизицијама током економске кризе имају боље перформансе. Разлози остваривања користи у оваквим условима су ниже цене за преузимање циљног предузећа, као и могућност реконфигурације ресурса и способности предузећа у циљу прилагођавања променама у окружењу.

Опоравак тржишта M&A креира значајне могућности за инвеститоре који имају способност доношења правих одлука у неизвесном економском окружењу. Остваривање већих приноса биће ограничено на инвеститоре који имају способност да у потпуности схвате природу и утицај кључних ризика и могућности које трансакције са собом доносе. Од кључног значаја је да предузећа задрже стабилност и буду спремна да проактивно и брзо одговоре не измењене услове пословања.

---

## 2. ТЕОРИЈСКИ АСПЕКТИ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА

Процеси преузимања предузећа предмет су интересовања великог броја аутора у свету у последњих тридесетак година. Релевантна страна литература која се односи на процес преузимања може се груписати у неколико теоријских оквира. Прво, истраживања у *економији* наглашавају факторе као што су економија обима и тржишна моћ као мотиве М&А и истражују аквизиционе перформансе углавном преко рачуноводствених мерила (Ravenscraft and Scherer, 1987; Steiner, 1975). Друго, аутори из области *финансија* проучавају аквизиционе перформансе ослањајући се на мерила базирана на промени цена акција (Jensen and Ruback, 1983, Weston and Chung, 1983). Треће, у области *стратегијског менаџмента* преузимање предузећа се посматра као метод диверзификације и истраживања су усмерена на мотиве различитих типова комбинација (Ansoff et al., 1971, Salter and Weinhold, 1981, Walter and Barney, 1990), као и на ефекте ових типова на перформансе (Lubatkin, 1987, Shelton, 1988, Singh and Montgomery, 1987). Четврто, *организациона* истраживања фокусирана су, пре свега, на постаквизициони процес интеграције (Haspeslagh and Jemison, 1991, Pablo, 1994), истичући постојање сукоба култура (Buono et al., 1985, Nahavandi and Malekzadeh, 1988) и решавање конфликта (Blake and Mouton, 1985, Mirvis, 1985).

Како традиционални теоријски аспекти проучавања нису били у стању да објасне разочаравајуће исходе великог броја процеса преузимања предузећа, фокус истраживања у новије време се помера ка истраживању фактора који утичу на управљање постаквизиционим односима, као кључним за успех или неуспех преузимања. У том смислу, развија се *процесни аспект* у проучавању процеса преузимања. У складу са одређеним предметом истраживања докторске дисертације релевантан истраживачки оквир проналази се у организационој и процесној перспективи.

## 2.1. Економски аспект процеса преузимања предузећа

Посматрано из економске перспективе, мотив преузимања предузећа је остваривање конкурентске предности путем смањивања трошкова и повећања тржишне моћи. Ова перспектива наглашава значај ефикасности која потиче од синергија у производњи, маркетингу, И&Р, услед економија обима, економија ширине и економија учења, као и од синергија које су резултат повећања тржишне моћи.

Фокус овог теоријског правца је екстерни и усмерен је на конкуренте и на начин конкурисања предузећа у оквиру различитих тржишних структура (Sudarsanam, 2003). Док се на тржиштима потпуне конкуренције конкурентска предност може задржати једино путем снижења трошкова производње, у ситуацији монополистичке конкуренције, могуће је диференцирати понуду производа како би се избегло или минимизирало директно ривалство са другим предузећима и остварио одређени степен монопола на локалном тржишту. Предузеће у монополистичкој конкуренцији може да мења цену без опасности да ће остати без купаца или без већине купаца својих производа, зато што су купци везани за производ (Покрајчић, 2002). У олигополској структури, предузеће може избећи ривалство цена и конкурисати на неценовним димензијама, а у случају производње једног производа који се продаје на једном тржишту, вођство у трошковима може се остварити путем економије обима или вертикалне интеграције. Поред тога, значајна предност може се остварити и путем повећања тржишне моћи.

У оквиру овог приступа, студије су настојале да оцене корпоративне перформансе ослањајући се на рачуноводствена мерила путем упоређивања профитабилности или тржишног удела неколико година пре и после М&А (Larsson & Finkelstein, 1999). Образложење за примену ових студија огледа се у томе да је стратегијски циљ било ког пословања остварити задовољавајући принос на капитал. Употреба рачуноводствених мерила базира се на премиси да се синергије остварене путем аквизиција најбоље одражавају у рачуноводственим мерилима, као што је ROA (Papadakis & Thanos, 2009). Показатељи који су најчешће коришћени су: нето приход, добит, нето добит по акцији, стопа приноса на укупно ангажована и сопствена средстава.

Велики број студија проучавао је рачуноводствене перформансе предузећа (Ravenscraft & Scherer, 1989; Healy et al., 1992), при чему су резултати истраживања често супротстављени. Тако је студија Ravenscraft и Scherer (1987) показала да профитабилност циљног предузећа опада у постаквизиционом периоду, на основу чега

---

ови аутори закључују да преузимања уништавају вредност. С друге стране, студија Healy и остали (1992) показала је да се перформансе значајно побољшавају током постаквизиционог периода.

## 2.2. Финансијски аспект процеса преузимања предузећа

Финансијска теорија у проучавању процеса преузимања усмерена је на интерне системе предузећа: интерне системе одлучивања, системе мотивације доносиоца одлука и њихово понашање. Преузимање предузећа анализира се у контексту конфликта интереса који се у савременом корпоративном предузећу јавља између акционара и менаџера. Оквир за проучавање преузимања предузећа обухвата следеће елементе (Sudarsanam, 2003, 52):

- максимирање богатства акционара је главни циљ корпоративног инвестирања и финансијских одлука;
- агенцијски модел који предузеће описује као уговорни однос, а менаџере посматра као агенте, указујући на постојање конфликта интереса између принципала и агента;
- одступање од циља максимирања богатства акционара услед агенцијског проблема;
- остваривање личних интереса менаџера ограничава се интерним и екстерним механизмима корпоративне контроле.

Истраживања у финансијској економији усмерена су на сагледавање приноса предузећа која врше преузимања и циљних предузећа на великом броју примера аквизиција. Генерално, аквизиције се посматрају као трансакције које рефлектују тржиште корпоративне контроле. Manne (1965) је истицао да тржиште корпоративне контроле представља реализацију тржишних трансакција и трансфер контролних права путем борбе за заступничка права и преузимања предузећа. Jensen и Ruback (1983) тржиште корпоративне контроле описују као тржиште на коме се различити тимови менаџера боре за контролна права над ресурсима компаније. Уколико један менаџмент тим има лоше перформансе, биће замењен бољим тимом.

Аутори у области финансијске економије (Jensen & Ruback, 1983; Healy et al., 1992; Chatterjee, 1992; Datta et al, 1992, Moeller et al., 2004) посматрали су, пре свега, могућност аквизиције да креира додатну вредност предузећу, фокусирајући се на однос између активности преузимања и перформанси предузећа и сагледавајући да ли и у којој мери долази до промене вредности за акционаре. У овом периоду развијена је

---

методологија студија догађаја (*event study*) (Brown & Warner, 1980, 1985 цитирано у Haleblan et al., 2009), са циљем да помогне истраживачима у процени тржишних очекивања будућих новчаних токова који се односе на посебне догађаје, као што су објаве преузимања предузећа. Примена ове методологије заснива се на идеји да су финансијска тржишта у стању да изврше корекцију процене очекиваних приноса који ће донети било која акција којом се тргује на берзи. Истраживачи користе ову методологију како би проценили утицај објаве аквизиција на абнормалне приносе циљног и предузећа које врши преузимање. Како би се измерили приноси, врши се упоређивање приноса акције у периоду објаве преузимања са перформансама на тржишту. Позитивна разлика између ових мерила потврђује да ће пословање креирати вредност.

Овај правац истраживања показује да аквизиције повећавају ефикасност тржишта корпоративне контроле и резултирају у креирању вредности за акционаре. Реални позитивни приноси се остварују за акционаре преузетог предузећа, али не и за акционаре предузећа које је извршило преузимање. Иако је велики број емпиријских истраживања концентрисан на перформансе предузећа које врши преузимање, одређени аутори из области финансија анализирали су и приносе које остварују циљна предузећа. Можда и није изненађујуће, с обзиром да предузећа која врше преузимање плаћају премију за преузимање, да акционари циљног предузећа остварују позитивне приносе (Datta et al. 1992; Hansen & Lott, 1996). Поред тога, аутори су се такође бавили и сагледавањем ефеката које остварује комбиновано предузеће (Healy et al., 1992; Bradley et al., 1988; Carow et al., 2004). Док ове студије, углавном, показују да преузимања доводе до остваривања позитивних комбинованих приноса, важно је истаћи, да највећи део ових приноса припада циљном предузећу, а да предузећа која врше преузимања остварују неутралне или негативне приносе (Bradley et al. 1988; Leeth & Borg, 2000).

### **2.3. Стратегијски аспект процеса преузимања предузећа**

Главни фокус истраживања из перспективе стратегијског менаџмента јесте идентификовање стратегијских фактора који могу објаснити варирање перформанси између различитих појединачних преузимања. Литература која је проучавала стратегијску усклађеност настојала је да пронађе везу између перформанси и стратегијских атрибута комбинованих предузећа и, посебно, у ком степену пословање циљног предузећа треба да буде повезано са пословањем предузећа које врши преузимање (Cartwright & Schoenberg, 2006). Стратегијска усклађеност, дефинише се



---

као „степен у коме циљно предузеће увећава или допуњује стратегију предузећа-купца и отуда представља препознатљив допринос остварењу његових финансијских и нефинансијских циљева“ (Jemison & Sitkin, 1986, 78). Истраживања која су разматрала стратегијску усклађеност наглашавала су стратегијску анализу и преговарање током преаквизиционог периода, фокусирајући анализу на стратегијску усклађеност између две компаније у погледу области којој припадају, тржишта које опслужују или технологије коју користе.

Новија проширивања ове перспективе пружају детаљан увид у механизме креирања вредности у оквиру преузимања базираног на дељењу ресурса (Caron & Pistre, 2002) и трансферу знања (Piscitello & Rabbiosi, 2003, Wijk et al., 2008). Према моделу базираном на ресурсима, сматра се да се извори конкурентске предности остварују путем поседовања ресурса и способности. Предузеће може да развије ове ресурсе и способности самостално или да до њих дође путем мерџера или аквизиција. Аквизиције се по моделу базираном на ресурсима могу интерпретирати као потрага за партнером са комплементарним ресурсима и способностима, које у спрези са ресурсима предузећа које врши аквизицију може довести до повећања конкурентске предности оба предузећа.

Литература из области стратегијског менаџмента наглашава улогу аквизиције као начина реконфигурације ресурса предузећа и као начина остваривања пословних промена. Реконфигурација се може остварити кроз реструктурирање (куповина или продаја послова унутар организације) или кроз прегруписавање ресурса. Путем реконфигурације, предузећа искоришћавају могућности додавања или допуне стратегије матичног предузећа, као и креирања синергија (Bernad et al., 2010).

Школа стратегијског менаџмента усмерена је и на креирање вредности код аквизиција. До остваривања економије обима, величине и тржишне моћи може доћи код повезаних аквизиција, што ће довести до бољих перформанси предузећа које је извршило преузимање (Chatterjee, 1986; Lubatkin, 1983; Singh & Montgomery, 1987). Међутим, резултати истраживања су често двосмислени и истичу се различите варијабле које могу да детерминишу успех аквизиције, као што су тржишно учешће, релативна величина, искуство пре аквизиције, повезаност послова (Birkinshaw et al., 2000).

## 2. 4. Организациони аспект процеса преузимања предузећа

Организациона перспектива наглашава важност "софт", тј. меких фактора који утичу на успех мерџера и аквизиција. Доношење аквизиционих одлука није увек рационално и постоје бројни притисци и политички процеси који могу утицати на исход аквизиција. Различити учесници унутар предузећа могу имати различиту перспективу, различите мотиве и очекивања од мерџера или аквизиција. Осим тога, у постаквизиционом периоду, организационе промене и аспекти који се односе на људске ресурсе могу утицати на успешност интегрисања (Sudarsanam, 2003).

Школа организационог понашања фокусира пажњу на импликације понашања, како на индивидуалном, тако на организационом нивоу. Менаџери често занемарују аспекте М&А који се односе на људске ресурсе. Дугорочни успех може се остварити само кроз процес управљања, ефективно комуницирање и осетљивост на проблеме и очекивања појединаца оба предузећа (Cartwright and Cooper, 1993; Mirvis and Marks, 1986). Неопходно је постићи организациону усклађеност, која подразумева "усклађивање административних пракси, култура и личних карактеристика циљног и предузећа које врши преузимање" (Jemison & Sitkin, 1986, 78).

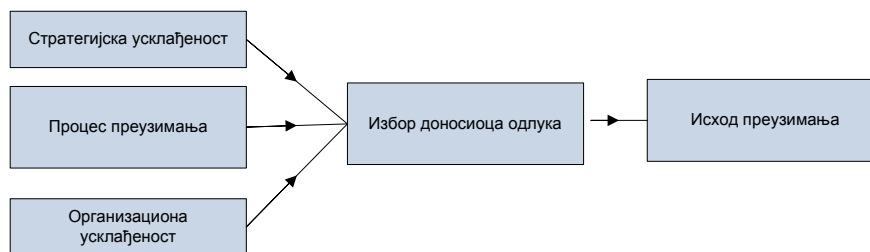
Неколико аутора изградило је теорију усклађивања култура (*acculturation*) за истраживање промена понашања које потиче од интеракције две различите корпоративне културе (Nahavandi and Malekzadeh, 1988; Elsass and Veiga 1994). Nahavandi и Malekzadeh (1988) процес усклађивања култура описују као културолошке промене које настају као последица интеракције две корпоративне културе или као начин на које две групе се прилагођавају једна другој или решавају конфликт који се јавља.

Аргумент аутора (Nahavandi and Malekzadeh, 1988; Elsass and Veiga, 1994) који се баве проучавањем овог аспекта М&А јесте да компатибилност у погледу културе смањује стрес на индивидуалном нивоу и отуда олакшава процес интеграције. Присуство "развијене културе" код предузећа које је извршило преузимање може потенцијално имати утицај на перформансе, уколико се изврши њен трансфер на ефективан начин ка преузетом предузећу (Birkinshaw et al., 2000).

## 2.5. Процесни аспект процеса преузимања

Мерцери и аквизиције су комплексни догађаји у организационом животу за које не важи потпуно разумевање, делом из разлога што истраживачи имају тенденцију да разматрају само њихове поједине аспекте. У новије време, фокус истраживања помера се ка факторима који утичу на управљање постаквизиционим односима, као кључним за успех или неуспех преузимања. Резултат је растуће схватање да озбиљне теорије о перформансама након преузимања морају да узму у обзир не само стратегијске факторе који указују на потенцијал за креирање вредности, већ и процесе кроз које синергетске користи треба да се реализују. Jemison и Sitkin (1986) развијају процесни аспект у проучавању проблема повезаних са преузимањем (слика 1).

Larsson и Finkelstein (1999) нуде процесно оријентисани модел који интегрисе различите економске аспекте. Аутори истичу да степен реализације очекиваних синергетских користи зависи од сличности и комплексности предузећа, степена интеграције и координације током интеграционог процеса и постојања резистентности запослених ка интеграцији у оквиру заједничког ентитета (слика 2).



Слика 1 Процесни аспект процеса преузимања

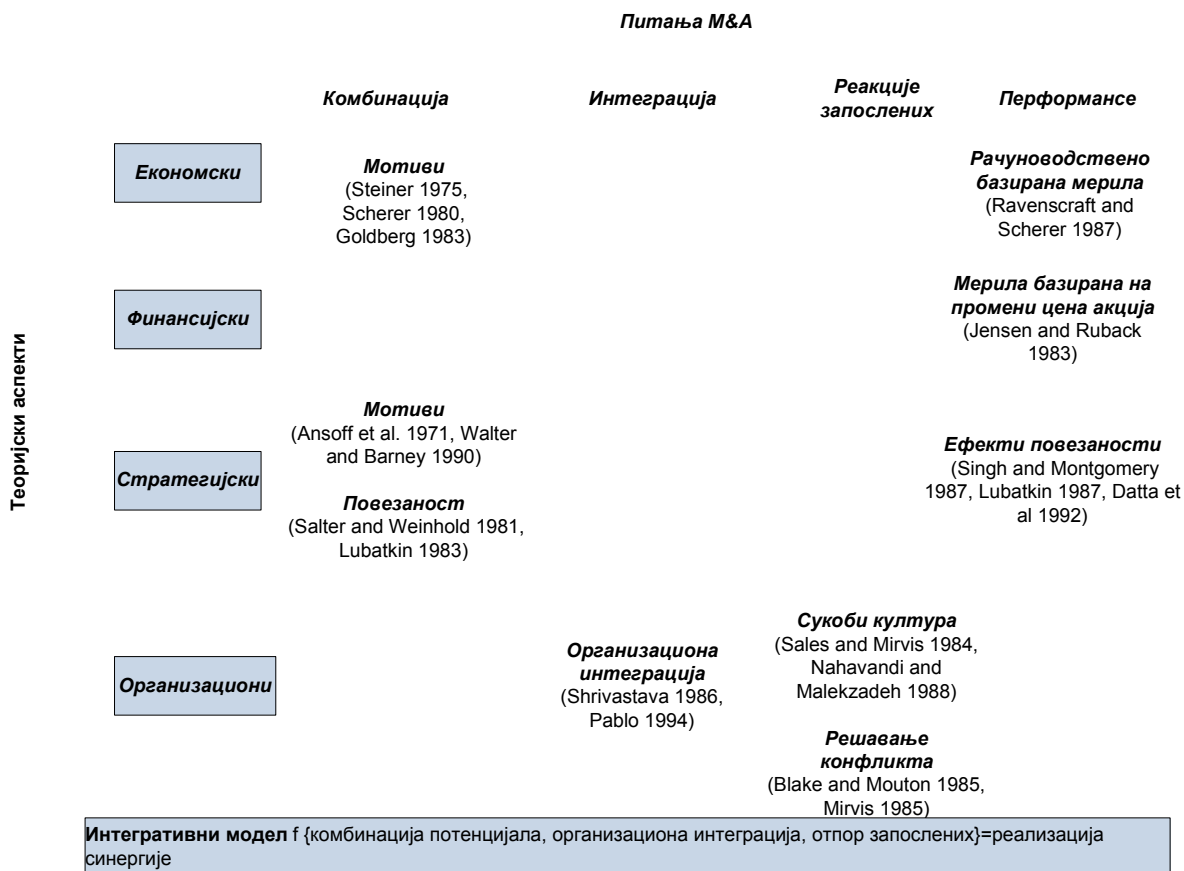
Извор: Jemison & Sitkin, 1986

На сличан начин и Bauer и Matzler (2013) развијају интегративни и шири холистички модел који повезује три аспекта проучавања М&А (стратегијски, организациони и процесни) у циљу бољег разумевања међузависности преаквизиционе и постаквизиционе фазе М&А и ефеката на перформансе М&А. Као кључне факторе успеха М&А, истичу стратегијску и културолошку усклађеност, степен и брзину интеграције.

Процесни апсект проучава значај избора одређене стратегије интегрисања и самог интеграционог процеса. Активности које се односе на интегрисање преузетог пословања не спадају у уредно дефинисан процес. Неке активности имају свој логични

след, неке се одвијају непрекидно и, у неким аспектима, бесконачно. Главне активности су следеће: преаквизиционо планирање, дефинисање нове организације, развој кадровских планова, интегрисање функција и изградња нове корпоративне културе (DePamphilis, 2010). Ако предузећа која врше преузимања не прате ригорозно своје интеграционе процесе, велика је вероватноћа да ће се суочити са тешкоћама у остваривању својих аквизиционих циљева. Након преузимања, предузеће-купац мора да организује интеракције и имплементира промене у процесима и организацијама које ће омогућити реализацију предвиђених синергија и очекиваних новчаних токова.

Ова перспектива проучавања процеса преузимања фокусира се на акције менаџмента у управљању постаквизиционим процесом интеграције. Стратегијска и организациона усклађеност пружа потенцијал за остваривање синергија, али њихова реализација зависи од способности менаџмента да управља постаквизиционим процесом на ефикасан начин.



Слика 2 Теоријски аспекти М&А

Извор: Larsson & Finkelstein, 1999

---

Неколико аутора (Jemison and Sitkin, 1986; Shrivastava, 1986) било је усмерено на когнитивна ограничења менаџера у објашњењу феномена, као што су фрагментирана перспектива различитих менаџера (између којих може постојати слаба комуникација, услед чега се суптилнијим и софт питањима, која су релевантна за успех постаквизиционе интеграције, поклања мање пажње), ескалирање импулса приликом доношења одлука (жеља да се процес преузимања брзо оконча, што доводи до недовољног поклањања пажње интеграционим питањима), двосмислена очекивања различитих менаџера о користима преузимања (менаџери који се залажу за преузимање и који ће остварити највећу корист од тога могу наглашавати атрактивности преузимања оним менаџерима чија је сагласност неопходна, док потенцијалне проблеме могу занемаривати) и различити мотиви менаџера у подржавању процеса преузимања (менаџери могу бити мотивисани личним разлозима, који су им на првом месту, а економске користи имају за њих секундарни значај).

Теорија процеса одлучивања коришћена је у осветљавању процеса интеграције. Ова теорија указује да топ менаџмент креира структурални и стратегијски контекст који обликује понашање чланова организације на различитим нивоима (Birkinshaw et al., 2000). Кључни допринос процесног приступа огледа се у пружању контингентног оквира за избор форми постаквизиционе интеграције и разумевању како различити интеграциони приступи могу утицати на крајњи исход (Cartwright & Schoenberg, 2006).

Може се закључити да је у ранијем периоду доминирала фрагментирана перспектива проучавања М&А, будући да су аутори били фокусирани само на појединачне аспекте М&А. Међутим, разумевање комплексне проблематике успеха М&А, захтева шири холистички приступ који интегрише различите аспекте. Схватајући да је успех М&А детерминисан међусобним дејством великог броја различитих фактора, новија истраживања имплементирају интегративни модел који доприноси бољем разумевању комплексних релација у процесу М&А.

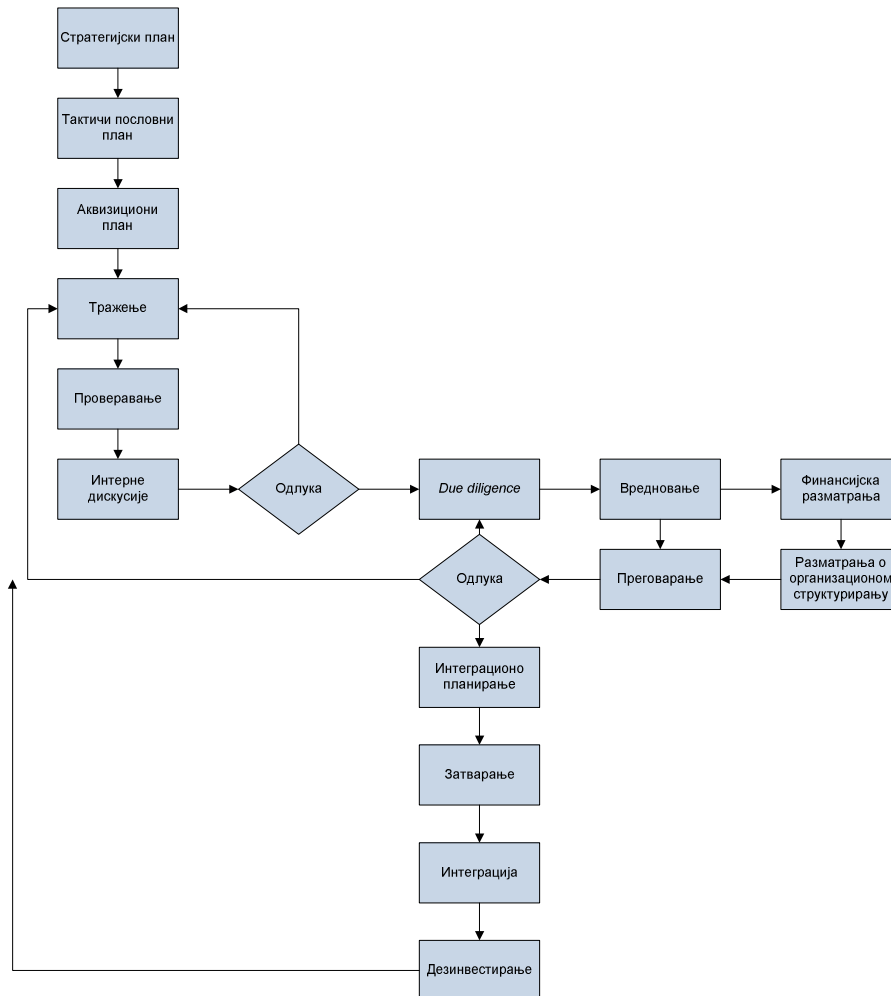
### 3. ФАЗЕ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА

У данашњем конкурентском пословном окружењу, М&А постају заједничко стратегијско средство у остваривању корпоративног раста. Реализацијом ових трансакција компаније су у стању да брзо преузму технологију, прошире тржиште, повећавају вредност. М&А су веома комплексне трансакције које захтевају високо софистицирану експертизу. Свака трансакција представља различит изазов и захтева прилагођено адаптирање општег процеса М&А. Процес М&А састоји се из више фаза које се могу сврстати у два сета активности: преаквизиционе и постаквизиционе (слика 3).

Како би трансакција М&А била успешна, компанија мора да изврши *стратегијско планирање*, у циљу сагледавања да ли је стратегија М&А рационално и конзистентно усклађена са корпоративном стратегијом. Први корак у формулисању укупне стратегије је разумевање шта покреће М&А, односно који је стратегијски разлог за преузимање другог предузећа. Путем стратегијског планирања, компанија може боље да разуме финансијску ситуацију, пре свега, у погледу тога да ли може да подржи активност М&А. *Пословни план* поставља генералне смернице пословања. На основу анализе окружења и интерне анализе сопствених снага и слабости, врши се избор стратегије за коју се верује да ће омогућити остваривање циљева у прихватљивом временском периоду. *Аквизициони план* се фокусира пре на тактичка или краткорочна, него на стратегијска или дугорочна питања и обухвата менаџмент циљеве, процене ресурса, маркетиншку анализу, преференције вишег менаџмента о томе како треба управљати процесом аквизиције, дефинисање временског периода у оквиру којег треба комплетирати трансакцију преузимања. Сврха овог плана је постављање смерница и дефинисање критеријума за проналажење и процену потенцијалних циљних предузећа (McSweeney, 2012).

Следећа фаза обухвата *тражење потенцијалних кандидата за преузимање*, у оквиру које треба најпре успоставити критеријуме селекције, а затим развити стратегију тражења. Неопходно је дефинисати мањи број критеријума селекције и уколико је могуће квантификовати их. Примарни критеријум се односи на избор гране и на величину трансакције, коју је најбоље дефинисати у погледу максималне цене која ће се платити за преузимање. *Процес скрининга* је прецизирање фазе претраге и подразумева примену више критеријума како би се смањило списак кандидата. *Иницирање разговора* зависи од ургентности комплетирања трансакције, величине циљног предузећа и расположивости посредника који имају контакте унутар циљног

предузећа. Једна од најзначајнијих фаза процеса М&А је *due diligence* будући да предузећу које намерава да изврши преузимање омогућава да боље процени будућу трансакцију, идентификује могуће ризике и ојача своју позицију током преговарања. Важна фаза процеса М&А је *вредновање циљног предузећа*, где се могу користити различите методе процене вредности. *Начин финансирања трансакције* (готовина, акцијски капитал) и модел *организационе структуре* будуће компаније представљају део разматрања током процеса М&А. *Преговарање* је есенцијални процес у коме две стране, које имају различите интересе, покушавају да постигну консензус о одређеним питањима. Без *интеграционог планирања* мала је вероватноћа да ће интеграција омогућити реализацију антиципираних синергија. Фаза *затварања* трансакције обухвата финализацију и потписивање свих неопходних докумената (DePamphils, 2010).



Слика 3 Фазе процеса М&amp;А

Извор: DePamphils, 2010

Све активности до фазе затварања припадају групи преаквизиционих активности. Постаквизиционе активности обухватају интеграцију и реструктурирање компаније након преузимања. *Интеграција* је дуготрајан и отворен процес, који започиње од тренутка преузимања (потписивања споразума) и траје неколико година након тога, у оквиру којег треба ускладити активности како би складно функционисале у оквиру комбинованог ентитета. Примена *дезинвестирања* или неке друге стратегије реструктурирања, након одређеног временског периода, представљају елементе динамичког процеса у коме предузеће мења своје пословање путем другачијег комбиновања интерних и екстерних ресурса у циљу побољшања ефикасности пословања. У оквиру преаквизиционих фаза, имајући у виду њихов значај, посебну пажњу треба посветити анализи процеса *due diligence*-а, као и процесу вредновања циљног предузећа.

### 3.1. *Due Diligence*: корпоративно испитивање

Припрема и организовање предузећа за ефикасно спровођење процеса мерцера и аквизиција представља битан предуслов успешне реализације датог процеса, јер се том приликом на стручан начин сагледава да ли постоји потенцијал за стварање додатне вредности. Свако ко намерава да изврши преузимање треба да настоји да добије што више информација о предузећу и његовој имовини, како би био у стању да донесе праву одлуку о улагању капитала. Процес који се бави испитивањем и добијањем неопходних информација о предузећу које се намерава преузети познат је под називом *due diligence*.

*Due diligence* представља исцрпну анализу пословања циљног предузећа, његових снага и слабости, његове стратегијске и конкурентске позиције у грани (Angwin, 2001). То је процес прикупљања и провере информација дизајниран тако да подржи вредновање циљног предузећа, његових ресурса и обавеза. Реч је дубинском скенирању и сагледавању свих аспеката предузећа, укључујући производњу, технологију, маркетинг, продају, финансије, регулаторни оквир, људске ресурсе и др. Путем овог процеса, предузећа која врше преузимања добијају и верификују тачност јавних и приватних информација о циљном предузећу. Квалитетније информације добијене путем процеса *due diligence*-а могу водити побољшаној идентификацији и вредновању имовине и обавеза које се намеравају преузети (Wangerin, 2010).

*Due diligence* треба да укључи брз, али ригорозан преглед циљног предузећа, процену пословне инфраструктуре и перформансе кључних пословних процеса; анализирајући оперативну ефикасност циљног предузећа и идентификујући



---

потенцијалне могућности за остваривање финансијских уштеда, побољшање продуктивности, побољшање квалитета производа и услуга (Robin, 2002). Базична функција *due diligence* је процена користи и препрека предложених аквизиција путем испитивања свих релевантних аспеката у прошлости, садашњости и предвиђањем будућег функционисања бизниса који ће бити купљен. Ова дефиниција рефлектује уже гледиште које се може окарактерисати као конвенционално. Другачија и шира дефиниција понуђена је од стране *International Business Standards Association*: "*Due diligence* је истраживачки процес прикупљања и анализирања адекватних, релевантних података пре доношења одлуке, са циљем разумевања предности, недостатака и ризика који су повезани са том одлуком" (Arslan, 2009).

*Due diligence*, као процес систематске провере истине и правичности, као и понашања менаџмента у погледу ризика и искоришћења потенцијала, представља неопходну припремну фазу у процесу преузимања предузећа. Ефикасан *due diligence* треба да открије питања која могу зауставити преговарање, довести до прекида трансакције или чак до дугих судских спорова. Трошкови таквих поступака често превазилазе инвестиције које би имало предузеће да је спровело *due diligence* пре аквизиције. Други важан аргумент за *due diligence* је чињеница да, у све комплекснијој економији, утицај корпоративних аквизиција и стратегијске и финансијске политике пословања које ће потенцијално бити преузето није транспарентно за инвеститора без свеобухватне и детаљне анализе, чак и уколико се купац налази у истој грани. Детаљна и свеобухватна анализа је, отуда, апсолутни предуслов за обезбеђење неопходне транспарентности која је потребна да би се донела одлука о куповини (Kuhlwein, 2006).

Сврха *due diligence* је пружање подршке процесу вредновања, процесу преговарања, као и планирању постаквиционе интеграције (Bruner, 2004). Активности *due diligence* усмерене су на истраживање вредности циљног предузећа кроз идентификацију и одређивање шта су покретачи вредности, као и на сагледавање разлога зашто комбинација може бити неуспешна. *Due diligence*, такође, настоји да оцени како би циљно предузеће било усклађено са глобалном структуром компаније која врши преузимање и са могућношћу остваривања жељених синергија. На овај начин, *due diligence* се односи не само на финансијска и легална разматрања, већ укључује и оперативне и стратегијске аспекте.

### 3.1.1. Процес *due diligence*

*Due diligence* представља једну од најзначајнијих фаза процеса M&A, будући да предузећу-купцу омогућава боље контролисање ризика и пружа могућност остваривања циљева аквизиције. Идеално је да се са процесом *due diligence* започне током фазе конципирања трансакције, када се могу користити јавно расположиве информације. Секвенцијалне фазе процеса *due diligence*-а су: (а) *прелиминарни due diligence*, (б) *додатни due diligence* и (ц) *трансакциони due diligence* (слика 4).

Током *прелиминарног due diligence*-а разматрају се потенцијалне користи преузимања, прикупљају и процењују јавно расположиве информације о циљном предузећу. За циљна предузећа која се котирају на берзи, ово подразумева прегледање финансијских извештаја и других информација. Јавне информације о циљном предузећу могу се прикупити током прелиминарног *due diligence*-а и из других извора, укључујући извештаје аналитичара, чланке у пословној штампи и нефинансијске информације које компанија обелодањује на друге начине (материјал на корпоративним сајтовима, брошуре производа). Менаџери предузећа које намерава да изврши преузимање постају информисанији о циљном предузећу током прелиминарног *due diligence*-а, али не више од осталих тржишних учесника који поседују само јавно расположиве информације.

*Додатни due diligence* почиње када учесници започну процес преговарања и потпишу споразум о поверљивости. Циљ ове фазе процеса *due diligence*-а је добити и проценити приватне информације о циљном предузећу које ће бити корисне у 1) одлучивању да ли извршити преузимање и, ако треба, 2) преговарању о условима преузимања. Информациони и ризик у вези спорова подстичу предузеће на добијање приватних информација од циљног предузећа током додатног *due diligence*-а. Предузеће које врши преузимање с разлогом захтева ове информације како би олакшало преговарање. С друге стране, током додатног *due diligence*-а, циљно предузеће такође има подстицај да објави приватне информације предузећу које врши преузимање како би се максимирала куповна цена и повећала вероватноћа постизања договора о преузимању.

Током *трансакционог due diligence*-а предузеће које врши преузимање наставља да прикупља приватне информације и обавља процедуру за верификацију тачности информација добијених током процеса *due diligence*-а. Споразуми о преузимању дизајнирани су да олакшају функцију верификације трансакционог *due diligence*-а путем инкорпорирања изјава и гаранција. Предузеће које врши преузимање током

трансакционог *due diligence*-а може добити најважније и најпрецизније информације које ће користити у процени фер вредности преузете нето имовине. Трансакциони *due diligence* даје предузећу финалну могућност да тачно провери шта купује пре него што преузме ризик власништва. На крају трансакционог *due diligence*-а, предузеће преузима власништво и контролу над циљним предузећем.



Слика 4 Процес *due diligence*-а

Извор: Wangerin, 2010

Табела 8 Главне области *due diligence*-а

Тип <i>due diligence</i> -а	Подручје испитивања	Тражени резултати
<b>Финансијски</b>	Провера историјских података, преглед менаџмента и система	Потврдити постојећи профит Створити основу за вредновање
<b>Правни</b>	Уговори, учовање проблема	Гаранције и осигурања, процена свих постојећих уговора, споразума о куповини и продаји
<b>Комерцијални</b>	Динамика тржишта, конкурентска позиција циљног предузећа, комерцијални изгледи циљног предузећа	Одрживост будућих профита, формулисање стратегије интегрисаног пословања, инпут за вредновање

Извор: Howson, 2003, 8

Постоје различити типови *due diligence*-а. У табели 8 приказане су три главне области *due diligence*-а, док табела 9 приказује остале области које се испитују током *due diligence*-а. Циљ финансијског *due diligence*-а је истраживање финансијских перформанси циљног предузећа у прошлости, садашњости и будућности и представља кључну тачку оцене финансијског стања датог предузећа. Међутим, анализа циљног предузећа не сме се свести само на финансијску анализу, већ треба да укључи читав низ различитих области. Будући да је свака трансакција јединствена, предузеће које врши преузимање треба да разматра преузимање узимајући у обзир област у којој послује и да сагледа да ли ће трансакција бити профитабилна и допринети остваривању користи. Имајући то у виду, предузеће треба да размишља стратешки сходно природи циљног предузећа, али такође и својим иницијално постављеним циљевима.

Традиционално, *due diligence* био је усмерен на испитивање материјалне имовине предузећа. Финансијски и правни експерти покушавали су да сагледају потенцијалне препреке или сценарије будућег раста након преузимања компаније. Пажња ревизора, односно адвоката и рачуновођа, примарно је била фокусирана на верификовање историјских података и вредновање материјалне имовине компаније. Међутим, ограничавање процеса на евалуацију финансијских извештаја и вредновање физичке имовине има озбиљних слабости. Апсолутно је од есенцијалне важности да *due diligence* иде даље од претходних анализа и укључи детаљну анализу сопствених снага и слабости, могућности и претњи које постоје у окружењу (Lebedow, 1999). Поред тога, информације, које историјски нису биле укључене у процес *due diligence* односе се на нематеријалну имовину предузећа. Ова „софт“ имовина, тј. квалитет менаџмента, особља, корпоративна култура и лојалност купаца представљају суштинске елементе будућег успеха или неуспеха аквизиције. Отуда је неопходно проценити неопипљиву имовину, као што су: 1) права интелектуалне својине, 2) пословне тајне, 3) уговори и лиценце, 4) базе података, 5) кадровске и организационе мреже, 6) организациона култура и 7) *know-how* запослених и менаџера, као и утицај ове имовине у будућности (Harvey & Lusch, 1995). Дакле, поред стандардног *due*

*due diligence*-а, предузећа треба да спроведу и *организациони due diligence*, који се фокусира на испитивање стратегије, културе, лидерства, компетенција, организационе структуре и процеса. Најзначајнији разлог за спровођење организационог *due diligence*-а је постављање најбоље стратегије за остваривање жељених пословних резултата, као и обезбеђење најбоље усклађености култура двају предузећа.

Табела 9 Остале области *due diligence*-а

Област <i>due diligence</i> -а	Подручје испитивања	Тражени резултати
<i>Људски ресурси и култура</i>	Састав радне снаге, услови запошљавања, ниво посвећености и мотивације, организациона структура	Откривање обавеза при запошљавању, процена потенцијалних трошкова људских ресурса и ризика при склапању посла, нагласак на питања људских ресурса која треба да се реше током интеграције, процена усклађености култура, планирање кадровских промена након преузимања.
<i>Менаџмент</i>	Квалитет менаџмента, организациона структура	Идентификовање кључних питања интеграције, приказ нове организационе структуре.
<i>Пензије</i>	Различити пензиони планови и процене планова	Минимизирање ризика од недостатка финансијских средстава.
<i>Порези</i>	Постојећи порези, обавезе и аранжмани	Избегавање свих непредвиђених пореских обавеза, могућност за оптимизирање позиције комбинованог пословања.
<i>Окружење</i>	Обавезе које произилазе из локалитета и процеса, усклађеност са прописима	Потенцијалне обавезе, природа и трошкови активности за ограничавање тих обавеза.
<i>ИТ</i>	Перформансе, власништво и адекватност постојећих система	Флексибилност интегрисаних система; трошкови повезани са тим. Планови ИТ за остваривање оперативне ефикасности и конкурентске предности.
<i>Технологија</i>	Перформансе, власништво и адекватност технологије	Вредност и одрживост производне технологије.
<i>Пословање</i>	Технике производње, ваљаност постојеће технологије	Техничке претње; одрживост постојећих метода; могућности за побољшање; потребне инвестиције.
<i>Права интелектуалне својине</i>	Валидност, трајање и заштита патената и осталих права интелектуалне својине	Истицање права; утицај и трошкови.
<i>Власништво</i>	Исправе, земљишне књиге, уговори о закупу	Потврда носиоца права. Процена и трошкови имовине.
<i>Антимонопол</i>	Различити национални захтеви (од којих неки могу бити скупи уколико не постоји усклађеност); степен поделе тржишта/информација између конкурената	Мерџер контрола испуњења услова; процена антимонополских ризика због активности циљног предузећа; процена извршења уговора циљног предузећа.
<i>Осигурање/ризик</i>	Изложеност пословања ризику. Структура и трошкови постојећег програма	Трошкови и користи задржавања ризика у односу на његов пренос.

Извор: Howson, 2003, 8

Посебно се истиче значај културолошког *due diligence*-а који се односи на одређивање културолошке компатибилности интернационалних аквизиција. Спровођење културолошког *due diligence*-а пре преузимања може помоћи предузећу у

сагледавању да ли комбинација различитих култура у постаквизиционој фази има шансу за успех. Истраживања су показала да се анализе које се тичу култура занемарују од стране великог броја предузећа и да то може бити узрок неуспеха трансакција преузимања. Angwin (2001), у својој студији, која је обухватила 142 интернационалне аквизиције, дошао је до закључка да је већина предузећа, која су вршила преузимања у оквиру *due diligence*-а, поклањала мали значај процени компатибилности у погледу култура пре самог преузимања.

У новије време, истиче се значај *стратегијског due diligence*-а, који додаје важан филтер за скенирање циљног предузећа. Менаџери морају бити уверени не само да потенцијална вредност интегрисаних ентитета оправдава значајну инвестицију, већ и да ли је пословање заиста у стању да реализује ову вредност. Рационална процена треба да помогне у одређивању цене по којој ће се купити предузеће, при чему треба водити рачуна да цена буде сразмерна нивоу ризика интегрисања. Фокус стратегијског *due diligence*-а је одређивање тачних могућности за креирање вредности сваке трансакције (Adolph, et al., 2006).

### 3.1.2. Улога *due diligence*-а у ублажавању ризика

Улога *due diligence*-а огледа се у пружању помоћи предузећима која намеравају да изврше преузимања да схвате и процене будуће трансакције, да идентификују могуће ризике и ојачају своју преговарачку позицију. Циљ *due diligence*-а је идентификовање проблема унутар пословања, нарочито откривање питања која могу зауставити преговарање, довести до неочекиваних обавеза у будућности или узроковати неуспех аквизиције током постаквизиционе фазе. Адекватно разумевање циљног предузећа захтева комбинацију финансијског, правног и комерцијалног *due diligence*-а, у комбинацији са осталим типовима *due diligence*, како би се обезбедили важни инпути за вредновање циљног предузећа, обезбедила најбоља могућа преговарачка позиција за купца, олакшала интеграција након преузимања и минимизирали могући ризици.

Менаџери предузећа које врши преузимање сусрећу се са *ex-ante* информационом проблемом пре комплетирања трансакције М&А у вези са неизвесношћу адекватног вредновања циљног предузећа. Овај *ex-ante* информациони проблем постоји из два разлога. *Прво*, менаџери предузећа које врши преузимање су у неповољном положају зато што менаџери циљног предузећа располажу вредним приватним информацијама. *Друго*, менаџери предузећа које врши преузимање сусрећу се са информационом неизвесношћу о очекиваним будућим новчаним токовима који ће

---

се генерисати након преузимања. Информациона асиметрија између менаџера циљног предузећа и предузећа које врши преузимање у комбинацији са информационом неизвесношћу о реализацији будућег новчаног тока креирају информациони ризик.

Поред информационог ризика, други могући ризици са којима се суочавају предузећа која намеравају да изврше преузимања су (Bhavri & Вајај, 2008):

- Прво, да ли постоји ограничење у продаји акција или средстава (лиценце, заједничка улагања или споразум акционара);

- Друго, аквизиције ретко укључују само инвестирање у предузеће које прави профит. Њихова сврха је обично остварити приступ новом тржишту, ширење пословне базе (путем вертикалне или хоризонталне интеграције), аквизиција недостижне технологије или интелектуалне имовине или појачавање конкурентске позиције. У овом случају, ризик купца је неуспех у остваривању његових интерних циљева аквизиције.

- Треће, купац мора бити сигуран у способност циљног предузећа да настави да обавља пословање након аквизиције. Овај ризик је најреалнији у случају преузимања имовине, где ће се функционисање ентитета променити, где је неопходно продужење пословних уговора, поновно добијање лиценци и сагласности. Преузимање акција често има сличне ризике, уколико надлежни имају право да обуставе или задрже пословне лиценце или уколико добављачи или купци имају право да окончају уговоре.

- Четврто, купац мора бити сигуран у своју способност да може интегрисати, а затим управљати и контролисати циљно предузеће и сачувати његов *goodwill*. Ризик који се овде може јавити је да запослени у циљном предузећу не пристану да се повинују менаџмент стилу или методу управљања купца или да купци или кључни добављачи (укључујући и финансијере) не наставе да подржавају пословање предузећа.

Могући ризици односе се и на непостојање стратегијске усклађености, редувантност имовине или запослених, некомпатибилност корпоративних култура, технологије, неодређене и непрецизно дефинисане обавезе и друго. Код интернационалних М&А, предузећа су изложена већим ризицима и неизвесностима у поређењу са домаћим. Интернационалне трансакције су много комплексније зато што поред општих ризика, укључују велики број јединствених ризика или изазова. *Due diligence* треба схватити као континуирани процес који је прилагођен за суочавање са практичним потребама сваке трансакције, који помаже у идентификовању, спречавању и управљању материјалним ризицима и повећава вероватноћу дугорочног успеха М&А.

### 3.2. Вредновање циљног предузећа

Вредновање циљног предузећа представља важну фазу укупног процеса преузимања предузећа. Важност вредновања огледа се не само у утврђивању вредности датог предузећа, већ и у томе што помаже у идентификовању извора креирања и деструкције вредности у компанији.<sup>2</sup> Вредност циљног предузећа, са становишта предузећа које врши преузимање, представља суму вредности циљног предузећа пре преузимања и инкременталне вредности која ће се јавити након преузимања. Ова инкрементална вредност може настати услед побољшаног пословања циљног предузећа или услед синергија насталих спајањем две компаније. Поред тога, инкрементална вредност може настати и приликом продаје нежељених делова имовине циљног предузећа.

Вредност циљног предузећа зависи од реализације очекиваних користи (реализације трошковне ефикасности путем искоришћавања економија обима, величине и/или учења; повећања прихода, као и искоришћавање будућих могућности раста) (Sudarsanam, 2012). Уколико је ове користи теже предвидети, вредновање циљног предузећа биће мање прецизно и, у том случају, предузеће које врши преузимање излаже се ризику вредновања. Степен овог ризика зависи од квалитета информација којим се располаже, а које зависе од тога да ли је циљно предузеће котирано на берзи или не, да ли је преузимање непријатељско или пријатељско, преаквизиционог *due diligence*-а и ревизије циљног предузећа. Критични аспекти вредновања циљног предузећа представљени су на слици 5.

---

<sup>2</sup>Вредност компаније је различита за различите купце и може, такође, бити различита за купца и продавца. Ова разлика у вредности конкретне компаније може настати из различитих разлога. На пример, велика и високо технолошки развијена инострана компанија жели да купи добро познату домаћу компанију како би ушла на локално тржиште, користећи репутацију локалног бренда. У овом случају, за инострану компанију вредност има само бренд, а не фабрика, машине и слично, јер већ располаже бољом и савременијом опремом. Међутим, продавац ће високо вредновати своје материјалне ресурсе. Посматрано из перспективе купца, основни циљ је одређивање максималне вредности која би могла бити плаћена за оно што компанија жели да купи. С друге стране, из перспективе продавца, циљ је одредити минималну вредност која би се могла прихватити. Поред тога, компанија може имати различиту вредност за различите купце услед економија обима, економија величине и различитих перцепција о грани и компанији.





Слика 5 Критични аспекти вредновања циљног предузећа

Извор: Bruner, 2004, 279

Постоје бројне методе које се користе у процени вредности циљног предузећа (Bruner, 2004):

1. књиговодствена вредност циљног предузећа,
2. ликвидациона вредност циљног предузећа,
3. репродукциона вредност циљног предузећа,
4. текућа тржишна вредност циљног предузећа,
5. трговински мултипликатори (*trading multiples*) упоредивих предузећа који се могу применити на циљно предузеће,
6. трансакциони мултипликатори упоредивих аквизиција који се могу применити на циљно предузеће,
7. дисконтовани новчани токови циљног предузећа,
8. приступ ризични капитал (*venture capital*)/власнички капитал (*private equity*),
9. теорија вредновања опција циљног предузећа.

---

Најчешће коришћене методе у вредновању циљног предузећа су метод дисконтованих новчаних токова и метод мултипликатора. У новије време, развијени су нови методи који узимају у обзир секвенцијалну природу великог броја корпоративних инвестиција, као што је метод вредновања опција.

### **3.2.1. Метод процене вредности циљног предузећа на бази дисконтованог новчаног тока**

Главни метод процене вредности предузећа у тржишним економијама је метод дисконтованих новчаних токова (*discounted cash flow – DCF method*). Овај метод полази од процењених будућих новчаних токова предузећа у постаквизиционом периоду и посебно је ефективан приликом вредновања зрелих компанија које имају стабилне и предвидиве новчане токове. Основна премиса *DCF* је да вредност компаније представља збир садашње вредности новчаних токова који ће се остварити у предвидивој будућности и резидуалне вредности компаније у дугом временском периоду (Frankel, 2005). Колико ће дуг временски период бити за предвиђање новчаних токова зависи од природе пословања компаније. У одређеним случајевима, природа ресурса је таква да је могуће предвидети новчане токове за веома дуг временски период (рудна, нафтна индустрија), можда и 10 година. Међутим, у већини случајева је обично теже адекватно предвидети новчане токове за дужи период од пет година, тако да се процена новчаних токова обично врши за тај временски период.

Кораци у примени модела *DCF* су следећи (Sudarsanam, 2003, 346):

1. процена будућих новчаних токова циљног предузећа који ће се остварити у постаквизиционом периоду,
2. процена резидуалне вредности имовине циљног предузећа,
3. процена дисконтне стопе (трошкова капитала) којим ће се дисконтовати пројектовани новчани токови, а која треба да уважава процењени ризик инвестирања у куповину циљног предузећа и структуру капитала тог предузећа у постаквизиционом периоду,
4. дисконтовање процењених новчаних токова како би се добила вредност циљног предузећа,
5. добијеној вредности из претходног корака додају се очекивани приливи од продаје нежељених делова имовине циљног предузећа,

6. одузимање дугова и осталих трошкова, као што су порез који се плаћа на продату активу циљног предузећа, чиме се долази до вредности капитала циљног предузећа,

7. упоређивање процењене вредности капитала циљног предузећа са пре-аквизиционом вредношћу циљног предузећа како би се одредила додата вредност од аквизиције и

8. одређивање на бази додатне вредности износа премије за преузимање која се може платити акционарима циљног предузећа.

Вредност предузећа одређена применом DCF метода утврђује се на следећи начин:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+k)^i} + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n} \quad (1.1)$$

Где су:

$CF_i$  - новчани токови компаније остварени у периоду  $i$  ( $i=1,2,3..n$ ),

$VR_n$  - резидуална вредност компаније у периоду  $n$ ,

$k$  - адекватна дисконтна стопа која одражава ризик новчаних токова.

Резидуална вредност обрачунава се на следећи начин:

$$VR_n = \frac{CF_n(1+g)}{(k-g)} \quad (1.2)$$

Где су:

$CF_n$  – новчани ток компаније у периоду  $n$ ,

$g$ - очекивана стопа раста.

Потребно је пронаћи подесну дисконтну стопу којом ће се новчани токови свести на садашњу вредност. Када се користи DCF приступ, постоје одређене дебате код примене адекватне дисконтне стопе. Према Рарпорт-у(1986), коришћење цене капитала предузећа које врши преузимање као стопе за дисконтовање новчаних токова циљног предузећа је адекватно само када је ризик циљног предузећа идентичан ризику предузећа које врши преузимање. Марген (1993) препоручује коришћење просечне пондерисане цене капитала (*weighted average cost of capital - WACC*) циљног предузећа, полазећи од дате структуре капитала циљног предузећа. Други аутори, попут Brigham и Ehrhardt (2002) указују да, као најприкладнију дисконтну стопу, треба узети цену

капитала циљног предузећа, а не цену капитала предузећа које врши преузимање или цену капитала новог консолидованог ентитета (Mukherjee et al., 2003).

Најчешће се као дисконтна стопа користи просечна цена капитала циљног предузећа, која на најбољи начин уважава ризик коме су изложени новчани токови, које инвеститори очекују. *WACC* су утврђује на бази трошкова капитала и дугова циљног предузећа у пре-аквизиционом периоду. Уколико се, након преузимања, профил ризика циљног предузећа мења, можда услед производне или тржишне диверзификације циљног предузећа, трошкови капитала и дугова ће се променити. Трошкови капитала у пре-аквизиционом периоду, морају се, отуда, кориговати тако да одражавају ове промене у нивоу ризика. Даље, уколико је структура капитала циљног предузећа у постаквизиционом периоду другачија у односу на период пре преузимања, *WACC* треба да се коригује за ову разлику. Прорачун просечне цене капитала захтева утврђивање различитих дугорочних извора финансирања – обичних, преференцијалних акција и дуга.

$$WACC = K_e * E/V + (1 - T_c) * K_d * D/V + K_p * P/V \quad (1.3)$$

Где је:

$K_e$  – цена сопственог капитала,

$K_d$  – цена дуга,

$K_p$  – цена преференцијалних акција,

$E$  – тржишна вредност капитала,

$D$  – тржишна вредност дуга,

$P$  – тржишна вредност преференцијалних акција,

$T_c$  – стопа пореза,

$V = E + D + P$  – вредност предузећа.

Тржишне вредности  $E$ ,  $D$  и  $V$  је релативно лако утврдити за отворену корпорацију. Међутим, калкулација цене дуга и цене сопственог капитала представља изузетно комплексан захват.

Модел капиталне активе (*capital asset pricing model - CAPM*) може се користити у процени захтеване стопа приноса од стране инвеститора, као сума стопе приноса без ризика ( $R_f$ ) и премије ризика која представља производ индекса системског ризика  $\beta$  и премије тржишног ризика ( $R_M - R_f$ ).

$$K_e = R_f + \beta(R_M - R_f) \quad (1.4)$$

Као стопа приноса без ризика ( $R_F$ ) узима се каматна стопа на државне обвезнице. Бета коефицијент ( $\beta$ )<sup>3</sup> се процењује путем економетријских модела коришћењем историјских података о кретању цена акција. За очекивани принос на тржишту ( $R_M$ ) узима се вредност неког од познатих тржишних индекса (*Standard&Poors* или *Financial Times All-Share Index*).

### 3.2.2. Методе процене вредности циљног предузећа на бази мултипликатора

Ове методе претпостављају да се тржишна вредност предузећа може апроксимативно одредити путем вредносних индикатора упоредивих компанија, упоредивих трансакција или упоредивог гранског просека. Вредносни индикатори могу укључивати приносе, оперативне новчане токове, *EBITDA* (*earnings before interest and taxes, depreciation and amortization*), продају или књиговодствену вредност. Будући да захтева позитивне текуће и краткорочне приносе или новчане токове, овај приступ се може користити само код компанија које имају позитивне и стабилне токове приноса или новчаних токова (DePamphilis, 2010).

#### Трговински (берзански) мултипликатори упоредивих предузећа

Овај приступ процењује вредност циљног предузећа примењујући вредност мултипликатора упоредивих предузећа на циљно предузеће. Применом неких од њих добија се директно вредност сопственог капитала, док се код других добија укупна вредност предузећа, из које је, да би се дошло до вредности сопственог капитала, неопходно искључити вредност дугова (Тодоровић, 2010). Класични мултипликатори вредновања представљени су у табели 10.

Табела 10 Класични мултипликатори вредновања

МУЛТИПЛИКАТОРИ ЗА ВРЕДНОВАЊЕ ПРЕДУЗЕЋА	МУЛТИПЛИКАТОРИ ЗА ВРЕДНОВАЊЕ КАПИТАЛА
Вредност предузећа/ЕБИТ	Цена акција/зарада по акцији
Вредност предузећа/ЕБИТДА	Цена акција/књиговодствена вредност капитала по акцији
Вредност предузећа/Приходи од продаје	
Вредност предузећа/Књиговодствена вредност имовине	

Извор: Bruner, 2004, 258

<sup>3</sup> Коефицијент бета мери системски или тржишни ризик акције и указује на сензитивност приноса на акције.

Успешност ове методе лежи у избору узорка упоредивих предузећа која ће служити као основа за вредновање. Најбоље би било узети у обзир само предузећа која су упоредива са циљним предузећем на основу текућих линија пословања, изгледима за будућност, финансијске политике и величине. DePamphilis (2010) истиче да упоредиве компаније треба да имају сличну профитабилност, потенцијалну стопу раста приноса или новчаних токова и перципирани ризик као и компанија која ће бити вреднована. Широко посматрано, упоредиве компаније могу бити и компаније у другим гранама.

Финансијска теорија предлаже да величина мултипликатора зависи од два главна фактора: ризика и очекиваног раста. На пример, најчешће се примењује мултипликатор цена / принос по акцији, који се може декомпоновати на два фактора (Bruner, 2004):

$$\text{Цена акција}/E(\text{EPS}) = 1/r + PVGO / E(\text{EPS}) \quad (1.5)$$

$E(\text{EPS})$  - зарада по акцији која се очекује у наредној години,

Фактор „ $r$ “ - захтевани принос на капитал, који је одређен на бази ризика,

$PVGO$  - садашња вредност могућности раста по акцији, односно процена садашње вредности очекиваних инвестиција у будућности.

### ***Мултипликатори из упоредивих трансакција***

У окружењу М&А аналитичари који врше вредновање посматраће упоредиве трансакције као додатни репер за поређење на основу кога ће вршити процењивање циљног предузећа. Критеријуми коришћени у процени вредности циљних предузећа базирају се на куповној цени упоредивих компанија које су у скорије време преузете. (De Pamphilis, 2010). Овај приступ користи многе исте мултипликаторе као претходни метод прилагођене стварно плаћеним ценама за предузећа. Овај метод одражава и плаћену премију за преузимање, која обично износи 30-50%, што претходни метод не обухвата (Bruner, 2004).

За разлику од DCF метода, овај метод процене даје „брзе“ и „сирове“ резултате. Сматра се да се употребљивост његових резултата може унапредити уколико се процењивач придржава бар неких оквирних корака и правила, као што су: не ослањати се само на један мултипликатор, одабрати најрелевантније мултипликаторе, пажљиво одабрати довољно велики узорак упоредивих предузећа или упоредивих трансакција, израчунати просечне вредности одабраних мултипликатора за одабрани узорак предузећа или трансакција (Тодоровић, 2010).

### 3.2.3. Примена теорије вредновања опција циљног предузећа

Теорија вредновања опција има велики значај у области мерцера и аквизиција. Опције<sup>4</sup> прожимају мерцере и аквизиције, као и читаво економско окружење. Примери опција везаних за М&А укључују: опције куповине или реинвестирања, опције проширења, опције напуштања и слично. Једно од ограничења метода дисконтваног новчаног тока је да не одражава на најбољи начин овај стратегијски аспект капиталне инвестиције, односно могућност додатног инвестирања, прекида, преусмеравања инвестиција и друго. Све ове могућности су примери *менаџерске флексибилности*, односно способности да се донесе и касније ревидира инвестициона одлука. Други стратегијски елемент се појављује када менаџери обећавају да ће предузети одређене активности као одговор на понашања других учесника, на пример, интензивирају инвестирање уколико конкурент уђе на тржиште или преузимају нову технологију, купују уколико други изабере да продају, продају уколико други изабере да купе и слично. Ова обећања свде се на *менаџерску посвећеност*. Отуда, треба корпоративну инвестициону одлуку дефинисати шире, тако да укључи флексибилност и посвећеност, а затим вредновати стратегијски елемент инвестиције. Другим речима, мора се схватити да је вредност инвестиције сума дисконтваних новчаних токова и вредности менаџерске флексибилности и посвећености (Bruner, 2004, 296).

Савремени услови пословања су крајње неизвесни и нето новчани ток представља само један могући исход који се очекује од инвестиције у куповину предузећа. Теорија вредновања опција може помоћи приликом доношења одлука у условима ризика и неизвесности, јер омогућава да се инвестициона политика мења у складу са новим информацијама (Денчић-Михајлов, 2004, 123). Традиционалне технике DCF неуспешне су у сагледавању способности менаџмента да реагује на нове информације и доносе одлуке које утичу на исход пројекта. Отуда, вредновање опција може бити важан додатак овим приступима процене вредности. Уколико се примени приступ вредновања опција, вредност предузећа биће једнака садашњој вредности очекиваних новчаних токова увећаних за вредност опција.

$$V_{\text{ПРЕДУЗЕЋА}} = V_{\text{DCF ПРЕДУЗЕЋА}} + V_{\text{ОПЦИЈА}} \quad (1.6)$$

<sup>4</sup> Опција је ексклузивно право, али не и обавеза да се купи, прода или користи имовина у специфичном временском периоду у замену за унапред одређени износ новца. Опције којима се тргује на финансијским тржиштима називају се финансијске опције. Опције које укључују реалну имовину, као што су лиценце, ауторска права и патенти називају се реалне опције.

Кораци у процени вредности предузећа су (Bruner, 2004, 272):

1. Процена вредности предузећа применом метода DCF;
2. Идентификовање значајних опција предузећа: дугорочне vs краткорочне, опције куповине vs опције продаје.
3. Вредновање опција било изградњом специјално прилагођеног модела процене вредности или применом стандардног модела процене, као што је *Black-Scholes* модел вредновања опција;
4. Сумирање вредности процењене применом метода DCF и процењених вредности опција.

Стандардни метод вредновања је тзв. *Black-Scholes* модел (DePamphilis, 2010, 306):

$$C = S N(d_1) - E e^{-Rt} N(d_2), \quad (1.7)$$

где је

$C$  - теоријска вредност опције куповине,

$$d_1 = [\ln(S/E) + (R + (1/2)\sigma^2)t] / \sigma \sqrt{t},$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{t},$$

$S$  – текућа цена акција,

$R$  – каматна стопа без ризика која одговара трајању опције,

$\sigma^2$  – варијанса (мера ризика) приноса на акције,

$t$  – време истека опције,

$N(d_1)$  и  $N(d_2)$  – вероватноћа расподеле вредности  $d_1$  и  $d_2$ ,

$E e^{-Rt}$  - садашња вредност остварене цене када се примењује континуирано дисконтовање.

Примена приступа вредновања опција може представљати велики изазов. Ограничења која се односе на примену овог приступа у процесу доношења одлука о преузимању односе се на асиметричност информација, односно доступност информација са тржишта за конструисање модела вредновања реалних опција. Велики број аналитичара ван предузећа нема неопходних информација за идентификовање скривених опција. Поред тога, одређене опције се не могу вредновати применом стандардних модела вредновања опција, већ је неопходно развити специјално прилагођене моделе вредновања опција.



### 3.2.4. Остале методе вредновања циљног предузећа

Процену књиговодствене вредности врше ревизори на основу Међународних рачуноводствених стандарда и техника узорковања. Овај приступ карактерише принцип конзерватизма који рефлектује само оно што се већ догодило и занемарује највећи део нематеријалне имовине, чинећи га најлакшим приступом. Важни недостаци овог приступа потичу из његовог ослањања на рачуноводствене праксе. Књиговодствена вредност игнорише нематеријалну имовину, као што је брендирано име, патенти, технике *know-how*-а и менаџерске компетенције. Метод занемарује апresiasiју цена услед, на пример, инфлације. Метод књиговодствене вредности окренут је уназад, чиме се занемарују позитивни или негативни пословни изгледи предузећа у будућности. Уколико се жели размишљати на прави начин, „као инвеститор“, финансијске одлуке треба да буду засноване на очекивањима о будућности, а не на познавању прошлости. Примена овог метода процене је посебно проблематична код здравих и растућих предузећа, док би његова примена била примеренија код предузећа која не поседују нематеријалну имовину и имају стабилно пословање.

*Ликвидациона вредност* представља, можда, најконзервативнији приступ вредновању, будући да једноставно сумира вредност која се може реализовати ликвидацијом предузећа. Ликвидациона вредност је пројектована цена појединачних делова имовине предузећа, умањена за обавезе и трошкове настале током ликвидације. Обично, аналитичари који имају искуства у ликвидацији, процењују ову вредност као проценат књиговодствене вредности имовине. Ликвидациона вредност је значајно мања у поређењу са књиговодственом вредношћу, будући да се, приликом процене књиговодствене вредности, полази од *going concern* принципа (принципа неограничене егзистенције предузећа), док је животни век предузећа које се ликвидира ограничен.

Овај приступ има низ слабости. *Прво*, процена ликвидационе вредности је специфична, будући да треба наћи показатеље базиране на упоредивим ликвидацијама као основу за рад аналитичара. *Друго*, на процену вредности утиче одлука о томе како извршити ликвидацију предузећа: да ли продавати потпуно опремљена постројења или имовину појединачно. *Треће*, физичко стање имовине значајно ће утицати на вредност; ревизорска процена преостале књиговодствене вредности имовине не може да одражава реално економско трошење машине, дуготрајност производа или застарелост залиха. *Четврто*, овај метод занемарује вредност скривених права (или „опција“), могућности раста и вредност нематеријалне имовине (Bruner, 2004). Имајући у виду

---

конзервативност овог метода, може се рећи да он није најпогоднији за процену вредности предузећа приликом трансакција M&A, већ је погоднији за процене предузећа која су у финансијским невољама, или генерално, за предузећа која немају добре пословне изгледе у будућности.

*Репродукциона вредност (valuation replacement cost)* предузећа процењује се одређивањем трошкова поновне набавке појединачних делова имовине у садашњем тренутку. Овај приступ има значајну предност у односу на приступ књиговодствене вредности, а то је да рефлектује текуће околности, а не прошло искуство. У инфлаторном окружењу, историјски трошкови били би лош индикатор текуће вредности. Међутим, овакав вид процене вредности има и неколико потенцијалних недостатака. *Прво*, често је нејасно шта треба да буде замењено. Реално, велики број менаџера не би да мења старо и неефикасно постројење са истим дизајном. Уместо тога, они би желели да искористе могућност замене ка унапређењу процеса производње и инкорпорирају предности и учине помак у технолошким и производним концептима. *Друго*, одређивање репродукционе вредности је јако субјективна процена. *Треће*, ова процена не сагледава ефикасност употребе имовине у комбинованом предузећу, као и очекивања будућих перформанси. *Четврто*, тешко је или готово немогуће проценити одређену нематеријалну имовину употребом овог метода процене (Bruner, 2004; DePamphilis, 2010).

Метод *текуће тржишне вредности* могуће је применити само код компанија које су котиране на берзи. Текућа тржишна вредност предузећа је једноставно сума тржишне вредности дугова и капитала. Тржишна вредност капитала добија се множењем цене акција и броја емитованих акција. Вредност дугова може бити процењена путем процене садашње вредности новчаних токова дуга, мада ће књиговодствена вредност бити близу тржишне вредности све док се кредитни рејтинг предузећа не промени или се промени општи ниво каматних стопа. Текућа тржишна вредност хартија од вредности предузећа је екстремно важна рефлексiona тачка вредновања предузећа чијим се акцијама јавно тргује, зато што се може са сигурношћу претпоставити да тржишне цене одражавају оно што је познато о предузећу. Метод текуће тржишне вредности одражава цену коју је тржиште спремно да плати за акције предузећа у одређеном временском периоду. Овај метод узима у обзир перцепције инвеститора о перформансама компаније и способности менаџмента да оствари принос на инвестиције.

Уколико се правилно примени, Тобин  $q$  рацио може дати реалну слику вредности циљног предузећа. Тобин  $q$  рацио дефинише се као однос тржишне вредности предузећа и репродукционе вредности имовине, која је једнака трошковима

---

поновне набавке имовине, односно трошковима преузимања имовине идентичних карактеристика.

$$\text{Тобин } q = \text{тржишна вредност предузећа} / \text{репродукциона вредност имовине} \quad (1.8)$$

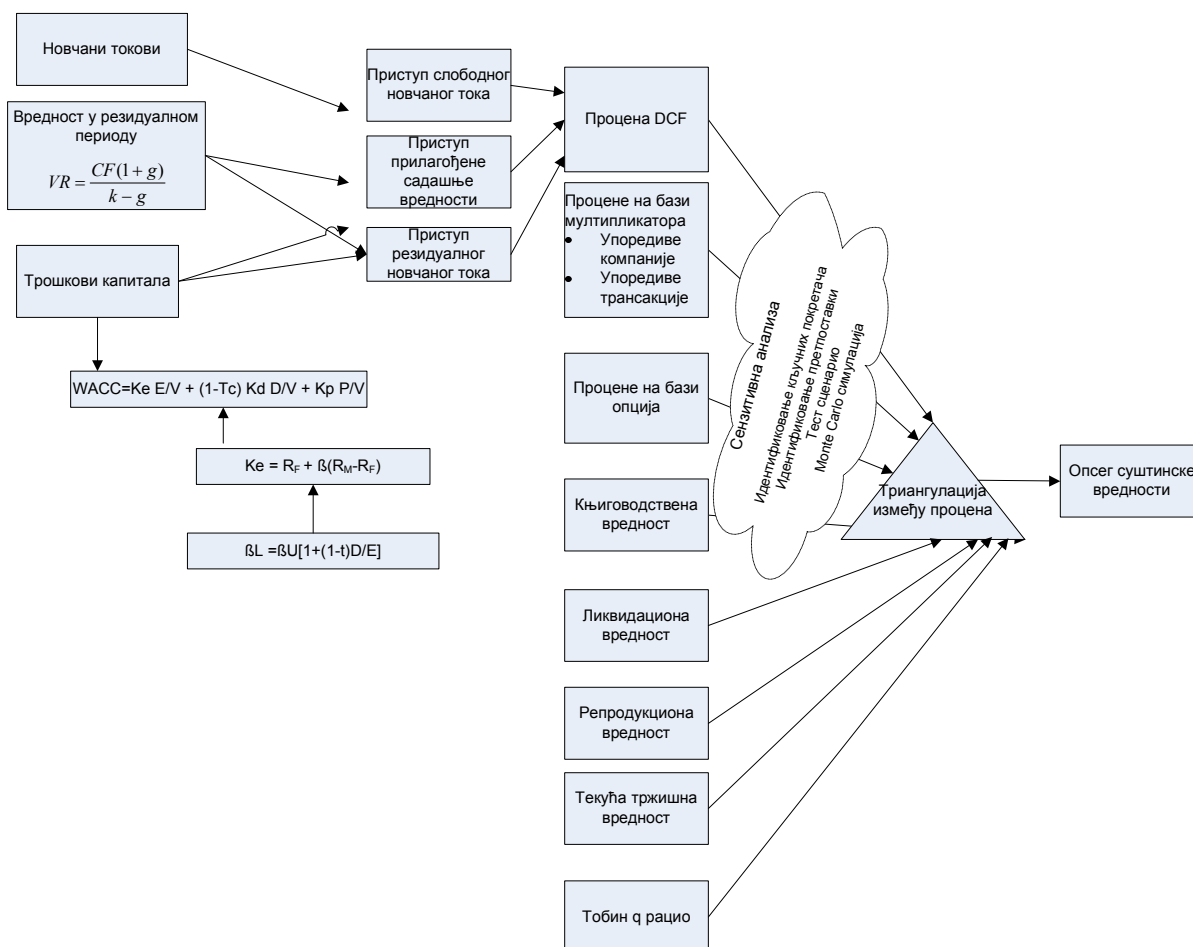
Већа тржишна вредност предузећа у односу на трошкове поновне набавке указује да предузеће поседује нематеријалну имовину, као на пример патенте који, у будућности, пружају могућности за раст. Већа тржишна вредност се може посматрати као вредност опција за искоришћење ових могућности. Отуда, вредност предузећа представља збир две компоненте (Sudarsanam, 2003):

$$\text{Вредност предузећа} = \text{репродукциона вредност имовине} + \text{вредност опција за раст} \quad (1.9)$$

Међутим, процена могућности раста није лака имајући у виду чињеницу да могућности раста са којим се суочавају предузећа нису исте. На пример, две компаније које се баве експлоатацијом и производњом нафте и функционишу у различитим деловима света могу имати различите могућности раста. С друге стране, у неким другим секторима, иако је лако проценити вредност појединачне имовине, постоји проблем вредновања могућности раста.

Постоје друга ограничења Тобин  $q$  ратиа за сврхе вредновања. Имовина се у пословним књигама води по историјским трошковима, а не по трошковима поновне набавке. Иако честе реевалуације омогућавају да се вредност имовине приближи њиховим трошковима поновне набавке, ова пракса није уобичајена за сва предузећа. Поред тога, примена Тобин  $q$  ратиа је компликована јер је теже изабрати стандард са којим би аналитичар упоређивао добијену вредност. Чак и код предузећа која послују у истој индустријској грани, структура активе се може разликовати, тако да је упоређивање отежано (Денчић-Михајлов, 2004).

Апроксимација Тобин  $q$  ратиа која се доста користи у пракси је однос између тржишне вредности капитала и нето вредности имовине предузећа (сопствене имовине), који је познат као „*market to book value*“ или као ратиа вредности предузећа. На слици 6 представљене су методе који се користе у процесу вредновања циљног предузећа, чиме није исцрпљена листа могућих метода процене.



Слика 6 Методе вредновања циљног предузећа

Извор: Bruner, 2004, 279

Процена вредности предузећа јесте комплексан и тежак задатак. Посебно је тешко извршити процену вредности предузећа чији је велики или највећи део вредности у облику средстава која се не могу исказати у билансу стања, а који се односе на искуство менаџера, репутацију коју предузеће ужива код клијената, постојање потенцијала за раст и слично. Отуда, вредновање представља сложен процес и његово ефикасно спровођење захтева потпуну посвећеност процесу, критичко размишљање и заједничке напоре менаџмент тимова оба предузећа.

## *ДЕО II*

### *ПОСТАКВИЗИЦИОНА ИНТЕГРАЦИЈА ПРЕДУЗЕЋА*

## 1. НЕОПХОДНОСТ ПЛАНИРАЊА ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА

Интерес за проучавање постаквизиционе фазе односи се на чињеницу да је реч о фази која се често наводи као најкритичнија фаза и која може обезбедити успех М&А (Jemison and Sitkin, 1986; Haspeslag and Jemison, 1991, Datta, 1991, Ranft and Lord, 2002). Креирање вредности настаје у периоду који следи након преузимања, због чега је пажња истраживача усмерена на процес постаквизиционе интеграције. Као што је раније напоменуто, истраживања о М&А се групишу у пет главних категорија, односно перспектива: економска, финансијска, стратегијска, организациона и процесна (Birkinshaw, Bresman & Hakanson, 2000).

Истраживачки оквир за проучавање постаквизиционе интеграције налази се у организационој и процесној перспективи. Са становишта организационе перспективе, истраживања обухватају организационо понашање у процесима преузимања (Marks & Mirvis, 2001), док се у процесној перспективи разматра потенцијални управљачки проблем менаџмент променама приликом интеграције (Birkinshaw, Bresman & Hakanson, 2000; Haspeslagh & Jemison, 1991). Теорија процеса одлучивања, коришћена у осветљавању интеграционог процеса, указује да топ менаџмент креира структурални и стратегијски контекст који обликује понашање чланова организације на различитим нивоима.

Проучавајући факторе успеха, велики број аутора је дошао до закључка да је управљање различитим елементима интеграционог процеса кључна детерминанта постаквизиционих исхода. Менаџмент за решавање проблема интеграционог процеса може дати предузећима која врше преузимања конкурентску предност и омогућити им развијање успешне стратегије раста путем аквизиције. Успешна постаквизициона интеграција зависи и од тога да ли ће лидерски тим препознати праве тренутке у интеграционом процесу за одлучно предузимање акција.

### 1.1. Типови и нивои постаквизиционе интеграције предузећа

Процес постаквизиционе интеграције се обично посматра као дуготрајан и отворен процес, који започиње од тренутка преузимања (потписивања споразума) и траје неколико година након тога. Као такав, укључује активности које треба да обезбеде ефективно и ефикасно управљање организационим активностима и ресурсима у правцу остваривања неког скупа заједничких организационих циљева. Процес постаквизиционе интеграције може се посматрати као еволутивни процес у организацији, као интегрисање и комбиновање организација и као серија управљачких иницијатива и планираних активности, која се односе на питања попут одређивања нивоа интеграције, аутономије која ће се доделити преузетом предузећу, брзине интеграције и слично.

У процесу аквизиције претходно независних предузећа настаје хибридна организација у којој креирање вредности зависи од управљања међузависностима. Pablo (1994) дефинише интеграцију као промене у аранжманима функционалних активности, организационим структурама и системима, као и културама комбинованих организација како би се олакшала њихова консолидација у оквиру једне функционалне целине. Lindgren (према Teerikangas, 2006) дефинише интеграцију као процес који се бави административним, организационим (организациона структура, системи награђивања и комуницирања, финансијски системи), социјалним (културолошки системи) и оперативним (производња, маркетинг, И&Р) системима. Ради се о мултидимензионалном процесу током којег менаџери треба да омогуће да сва одељења складно функционишу у оквиру комбинованог ентитета.

Према Shrivastavi (1986), примарни проблем ефикасног управљања процесом преузимања лежи у интеграцији два предузећа у један ентитет. Постаквизициона интеграција може се извршити на три различита нивоа у зависности од ситуације преузимања. Први ниво је *процедурална* (правна и рачуноводствена интеграција), други ниво је *физичка* (интеграција производних линија и технологије) и трећи ниво *управљачка и социо-културолошка интеграција* (промене организационе структуре, развој организационе културе, селекција менаџера). Што су предузећа већа, теже је извршити интеграцију, због великог броја јединица које треба координирати. Аутор истиче да је за дугорочни успех кључно колико су добро интегрисана пословања два предузећа. С друге стране, Pitkethly и остали (2003, 33) наводе да није битно колико су добро бизниси интегрисани, већ да је интеграција извршена на адекватном нивоу. Ниво

интеграције се може рангирати од ниског до високог: преузето предузеће може остати самостално након преузимања (неинтегрисана предузећа), предузеће које је извршило преузимање може се прилагодити преузетом предузећу (делимично интегрисана предузећа) и предузећа могу да се споје у оквиру једне организације (потпуно интегрисана предузећа) (слика 7).



Слика 7 Спектар интеграције

Извор: Pitkethly et al., 2003, 33

*Низак ниво интеграције* је такав ниво у коме су техничке и административне промене ограничене на поделу финансијског ризика и ресурса и на стандардизацију основних управљачких система и процеса како би се олакшало комуницирање. *Умерен ниво интеграције* подразумева веће промене у ланцу вредности, као и поделу и размену физичких и ресурса заснованих на знању. Административне промене на овом нивоу могу укључивати селективне модификације у односима извештавања и делегирању ауторитета. *На највишем нивоу*, интеграција укључује дељење свих типова ресурса, усвајање система функционисања, система контроле и планирања, процедура предузећа које је извршило преузимање, као и комплетну структуралну и културолошку апсорпцију преузетог предузећа (Pablo, 1994).

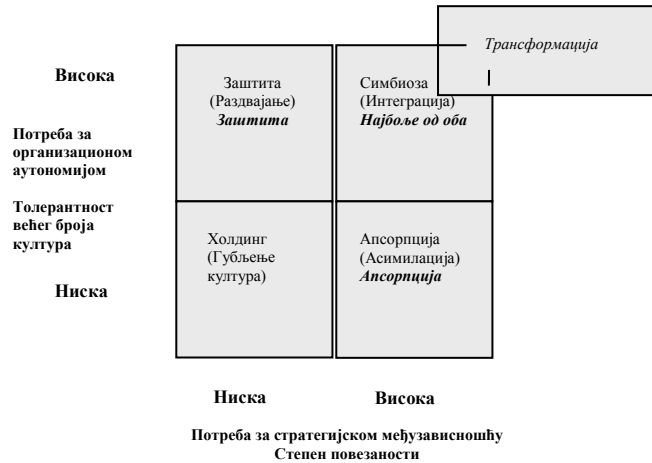
Birkinshaw и остали (2000) праве разлику између потпроцеса интеграције људи и интеграције задатака. *Интеграција људи* односи се на активности усмерене на јачање дружења и учешћа запослених преузете компаније. Ради се о процесу обезбеђивања сатисфакције запослених и заједничког идентитета након преузимања између запослених предузећа које је извршило преузимање и преузетог предузећа. *Интеграција задатака*, на другој страни, обухвата активности које имају за циљ да олакшају ефективно функционисање операција у комбинованим предузећима. Интеграција задатака је процес трансфера и дељења способности и ресурса у циљу креирања вредности од преузимања. Birkinshaw и остали (2000) сматрају да су процеси "интеграције задатака" и "интеграције људи" концептуално различити, али да нису независни један од другог. Аспекти интеграције људи, као што је повећање сатисфакције запослених олакшаће трансфер способности и



---

расподелу ресурса, а интеграција задатака, с друге стране, узроковаће сатисфакцију запослених и заједнички идентитет. У исто време, међутим, могуће је да се интеграција задатака и интеграција људи разилазе. *Vuono* и *Bowditch* (1989, 23), на пример, описују случај мерцера *Urban Bank* и *Suburban Bank*, где је интеграција задатака остварена на штету интеграције људи. Упркос позитивним очекивањима, спајање две банке брзо је довело до креирања негативног окружења у коме су запослени окарактерисали своје нове колеге као "инвазију непријатеља". Посвећеност организацији је опала и велики број запослених је добровољно отишао. Две године касније, запослени су изјавили: "постали смо уједначенија организација, али смо изгубили позитивни морал које су обе организације раније имале" (*Vuono & Bowditch*, 1989, 36). Менаџери могу преузети различите правце интегрисања, фокусирајући се или на интеграцију људи или интеграцију задатака. Међутим, истраживања указују да је интегрисање обе димензије неопходно како би се интеграција успешно реализовала (*Birkinshaw et al.* 2000).

Настојећи да идентификују „идеалне“ интеграционе приступе, аутори *Kimberly* и *Lamont* (2004), полазе од радова *Nahavandi* и *Malekzadeh* (1988), *Haspeslagh* и *Jemison* (1991) и *Marks* и *Mirvis* (1998). *Nahavandi* и *Malekzadeh* (1988) проучавали су процес усклађивања култура у оквиру постаквизиционе интеграције и идентификовали су различите моделе засноване на две главне димензије - степен повезаности два предузећа и степен толеранције већег броја култура од стране предузећа које врши преузимање. Ови аутори дају кратак опис начина усклађивања култура – раздвајање, асимилација, интеграција и губљење култура. *Haspeslagh* и *Jemison* (1991) развили су оквир који указује да ће адекватни облици интеграције зависити од односа између два кључна захтева: степена стратегијске међузависности две компаније и потребе остваривања организационе аутономије. Полазећи од ова два захтева, могу се навести четири облика интеграције: апсорпција, симбиоза, заштита и холдинг (*Fanlker & Cambell*, 2003,109-112). *Marks* и *Mirvis* (1998) дискутују о неколико главних начина комбиновања пословања предузећа након аквизиције. Користећи степен постаквизиционих промена у оба предузећа, респективно, као основу своје класификационе шеме, ови аутори идентификују и описују организационе атрибуте неопходне за успешно управљање главним интеграционим приступима - апсорпција, реверзни мерцер/асимилација, заштита (очување), најбоље од оба и трансформација. Слика 8 приказује преклапање различитих интеграционих приступа.



Слика 8 Интеграциони приступи

Извор: Kimberly &amp; Lamont, 2004

Интеграција путем *апсорпције* предлаже се када постоји висока потреба за стратегијском међузависношћу и мала потреба за организационом аутономијом, а као циљ поставља остваривање потпуне консолидације пословања, структуре и културе два предузећа. Будући да овај приступ обично укључује значајан степен промена у преузетом предузећу, неопходно је да се изврши на унапред дефинисан, конзистентан и брз начин, како би се минимизирали могући поремећаји и неизвесност које са собом може донети постаквизициони интеграциони процес. Интеграција путем *симбиозе* значи да предузеће које врши преузимање покушава да оствари баланс између два пословна модела тако да трансфером стратегијских способности не угрози организациону аутономију преузетог предузећа. Приступ симбиозе укључује период иницијалне заштите (очувања постојећег стања), а затим период постепеног мешања (спајања, комбиновања) најбољих пракси из оба предузећа. Овај процес интеграције захтева од оба предузећа да прођу одређени степен промена како би се створило комбиновано предузеће које одражава суштинску компетентност и водеће праксе оба предузећа (Kimberly & Lamont, 2004, 81-102).

Интеграција уз *заштиту* предлаже се када постоји потреба да преузето предузеће има висок степен аутономије и када постоји низак захтев за стратегијском међузависношћу два комбинована пословања. Код овог облика интеграције, ново преузето предузеће наставља да послује као самостални део. У суштини, приступ укључује јако мало промена код предузећа која учествују у трансакцији, с обзиром да је примарни покретач остваривања постаквизиционог успеха способност да се очувају нетакнуте оне стратегијске способности које су

добијене од преузетог предузећа. *Холдинг* се односи на ситуацију у којој предузеће које врши преузимање делује у основи као холдинг компанија која нема намеру да изврши интеграцију два предузећа. Овај приступ подразумева постојање ниског степена стратегијске међузависности, при чему се преузетом предузећу не оставља висок степен аутономије. Понекад је тешко у пракси направити јасну разлику између категорија холдинг и заштите. Међутим, Angwin (1998) пружа већи фокус на две категорије правећи разлику између холдинг категорије, где предузеће које врши преузимање покушава да изврши преокрет, али без било ког степена интеграције, за разлику од приступа заштите где преузета компанија остаје неинтегрисана, али у циљу настављања остваривања добрих профита (Pitkethly, et al., 2003).

Док је код симбиозе неопходан одређени степен промена које оба предузећа треба да изврше, када се усвоје најбоље праксе, понекад процес интеграције укључује веома значајне, фундаменталне промене у организационој култури и оперативним праксама оба предузећа. У овим случајевима, где се оба предузећа расформирају као део интеграционих напора, начин комбиновања операција познат је под називом *трансформациони приступ*. Овај приступ захтева од ново-комбинованог предузећа да се изнова формира, креирајући нову организацију, сет вредности и начин пословања, уместо да врши комбинацију најбољих елемената оба оригинална предузећа.

Који ће интеграциони приступ предузећа изабрати зависи од типа преузимања и карактеристика пословања. При томе, треба имати у виду да сваки интеграциони приступ има своје посебне препреке. Примера ради, апсорпција преузетог предузећа могла би да изазове резистентност запослених на промене и напуштање организације. Код симбиозе, креирање нове организације и селекција менаџера на одређене позиције у оквиру нове структуре може уништити кооперативну атмосферу, док је код приступа заштите специфични изазов очување јасних граница између предузећа.

## 1.2. Детерминанте нивоа постаквизиционе интеграције предузећа

Посматрање интеграције као начина остваривања постаквизиционе координације и контроле омогућује развијање теоријског оквира за разумевање одлука о дизајнирању организације. Овај теоријски оквир обухвата три детерминанте које су концептуално повезане на тај начин што посматрају утицај карактеристика аквизиционе ситуације на одлуке о нивоу интеграције. Три кључне детерминанте које утичу на изабрани ниво интеграције обухватају: карактеристике задатка, културолошке карактеристике и политичке карактеристике (Pablo 1994).

*Карактеристике задатка.* Велики број истраживача указује да разумевање интеграционог дизајна захтева најпре схватање стратегијске намере преузимања (Buono & Bowditch, 1989; Shrivastava, 1986). Стратегијска намера је у својој суштини препознавање потенцијалних извора синергије који потичу од међузависности ланаца вредности две организације. Потенцијална синергија охрабрује компаније да уђу у процес M&A или их наводи на повлачење и отуда се може посматрати као оправдање за реализовање M&A. Потенцијална синергија мотивише компаније да уђу у процес интегрисања, док ће процес интегрисања детерминисати реализовану синергију (Clerc, 1999). Реализација синергије током процеса интегрисања захтева реализацију два важна задатка у циљу остваривања адекватног степена координације између предузећа: стратегијски задатак и организациони задатак. Стратегијски задатак се може дефинисати као успешна подела и размена кључних вештина и ресурса које формирају темељ за креирање вредности. Остваривање стратегијског задатка захтева, међутим, да кључни ресурси и вештине циљног предузећа треба да буду сачуване. Организациони задатак је, отуда, очување било које јединствене карактеристике преузетог предузећа које је извор кључних стратегијских способности (Pablo, 1994).

Стратегијски и организациони задатак треба извести у различитом обиму у различитим аквизиционим стратегијама. Када је мотив преузимања остваривање оперативних синергија, потреба за повезаношћу између организација је висока и захтеваће се виши ниво интеграције. С друге стране, уколико је остваривање финансијских синергија мотив преузимања, међузависност је прилично ограничена у обиму и захтева се мањи ниво интеграције. Отуда, стратегијски задатак треба да се дефинише на бази степена по коме реализација намераваних стратегија зависи од расподеле кључних вештина и ресурса.

Shrivastava (1986) описује мотиве преузимања на континууму од настојања да се повећа тржишно учешће у оквиру постојећег тржишта са постојећим

производима, до настојања да се оствари раст у неповезаним областима. Као што је на слици 9 приказано, у зависности од наведених мотива, ниво захтеване интеграције варираће од високог, преко умереног, до ниског нивоа.



Слика 9 Утицај мотива преузимања на захтевани ниво интеграције

*Извор:* Creating value through M&A, (2012) McKinsey&Company, Retrieved August 10, 2012, from [http://francotte.files.wordpress.com/2011/09/de-ploey-slides-ma\\_2012-final-prot.pdf](http://francotte.files.wordpress.com/2011/09/de-ploey-slides-ma_2012-final-prot.pdf)

Организациони задатак треба да варира у зависности од тога да ли су способности циљног предузећа јединствене или су општег типа. Уколико се жели преузети циљно предузеће са иновативном способношћу, која потиче од јединствене комбинације персоналних карактеристика и административне филозофије, тада постоји потреба очувања организационих карактеристика које одржавају ту способност. Међутим, уколико су способности циљног предузећа општег типа или се могу лако трансферисати, захтеваће се мањи степен постаквиизиционог интегритета.

*Културолошке карактеристике.* Конфигурација укупног организационог система у великој мери је узрокована постојећом културом која утиче на ефикасност функционисања организације у окружењу. Отуда, код преузимања предузећа, културолошке карактеристике представљају значајну детерминанту нивоа интеграције, јер могу да утичу на посвећеност организацији, повећање организационе стабилности у ситуацији драматичних промена и преношење осећаја идентитета организационим члановима (Pablo, 1994). Организациона идентификација представља "перцепцију јединства или припадања некој

---

организацији, где појединац дефинише себе у односу на организацију чији је члан“ (Colman, 2008, 6).

Степен мултикултурализма код предузећа које врши преузимање треба да утиче на избор нивоа интеграције. Када је предузеће које врши преузимање у великој мери мултикултуролошко, биће изабран низак или умерен ниво интеграције. Мултикултуролошке организације толеришу и чак охрабрују различитост у погледу културе те је отуда вероватније да ће такве организације дозволити преузетом предузећу да задржи своје вредности, веровања и праксу. Када је степен мултикултурализма код предузећа које врши преузимање низак, тада оно користи културу као снажан систем контроле, истичући неопходност усаглашености и поштовања јединствене организационе идеологије. У овом случају, треба тежити високом нивоу интеграције, како би се остварила усаглашеност са вредностима, филозофијом и праксама предузећа које је извршило преузимање.

*Политичке карактеристике* аквизиција говоре у којој мери ће моћи бити највероватније коришћена у остваривању жељених организационих акција и исхода. Иако постоје различити извори моћи унутар и између организација, способност и тенденција предузећа које је извршило преузимање да употреби моћ и наметне своје преференције циљном предузећу, посебно је изражена у ситуацији када је оно значајно веће у односу на циљно предузеће. У овом случају, менаџмент предузећа које је извршило преузимање превиђа или занемарује потребе чланова циљног предузећа (Stahl & Sitkin, 2002). Посматрано из перспективе предузећа које врши преузимање, два кључна елемента у доношењу одлуке о дизајну интеграције су потреба да се примени моћ и способност да се то уради. Степен перципиране потребе да се употреби моћ ће зависити од степена у коме циљно предузеће има визију исхода преузимања која је компатибилна са визијом предузећа које врши преузимање. Код аквизиција код којих је компатибилност визије аквизиције висока, тежиће се ниском нивоу интеграције, зато што се очекује да ће се циљно предузеће усмерити ка остваривању заједничких циљева. Међутим, овај фактор може бити неутралисан уколико постоји велика разлика у моћи између предузећа. Оваква ситуација може резултирати у високом нивоу интеграције, зато што међузависност подстиче употребу моћи када је она на располагању. Када је компатибилност ниска и разлике у моћи високе, тежиће се високом нивоу интеграције. С друге стране, када су и компатибилност и разлике у моћи ниске, потреба за интеграцијом у циљу усклађивања са преференцијама предузећа које је извршило преузимање биће надокнађена недостатком организационе способности да се наметне ова усклађеност, што ће резултирати у умереном нивоу интеграције.

## 2. ФАКТОРИ УСПЕХА ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА

Важан део истраживања аквизиција усмерен је на проучавање процеса постаквизиционе интеграције предузећа. Ово се базира на премиси да се "вредност креира након аквизиције" и да, уколико се на прави начин управља постаквизиционим питањима, могу се повећати шансе за успех аквизиција. Велики број научних радника, консултантских фирми и стручњака из ове области покушава да одговори на питање који су фактори од кључног значаја за успех постаквизиционе интеграције.

De Noble и остали (1988, 51-59) наводе следеће факторе: имати јасну и прецизну визију пре окончања трансакције преузимања, формирање унакрсно обогаћеног менаџмент тима, континуирани фокус на запослене, управљање културолошким разликама, повезаност стратегије и структуре, брзина имплементације.

Студија Harbison-а и осталих (1999) омогућила је развијање вредносног оквира, састављеног од три елемента: визија, архитектура и лидерство, који су од суштинског значаја за успех постаквизиционе интеграције. Да би се компаније успешно интегрисале, морају да добро упознају ова три суштинска елемента. Уколико се не познаје визија новог предузећа, тада том предузећу недостаје фокус и смер и неће знати како да креира вредност за нове купце, на чему се базира његова конкурентска предност и како ће остварити своје циљеве. Без добро структурираног процеса интеграције, односно праве архитектуре, у потпуности влада хаос у новом предузећу. Кључне одлуке се односе на одређивање делова пословања које треба интегрисати и брзине спровођења интеграције. На крају, уколико не постоји ефикасно лидерство, неће доћи до потребних промена у оба предузећа на свим нивоима. Истраживање је показало да неуспех у одређивању сва три елемента може довести до уништавања вредности. Да би предузеће успешно спровело процес постаквизиционе интеграције, неопходно је да креира нову визију за нов ентитет, планирајући детаље од почетка, идентификујући изворе вредности и начине њиховог усвајања, схватајући значај стратегијског лидерства које ће помоћи у спровођењу неизбежних промена и покренути способности новог предузећа ка остваривању максималног профита и раста.

Табела 11 Пет покретача успеха код корпоративне интеграције

	<b>Мерсер</b>	<b>Аквизиција</b>	<b>Конгломерат</b>
<i>Интеграциона стратегија</i>	Промовисање "мерцера једнаких".  Меритократске одлуке (одлуке засноване искључиво на заслуги)  Праксе изабране без уважавања претходних пракси компанија	Стварање утиска да је преузета компанија била "увек ту".  Преузета компанија преузима праксу компаније која је извршила преузимање.	Нема озбиљнијих промена у новој компанији; највећи део пракси наставља се као и раније.  Асимилација нове компаније у одређеним кључним областима и додавање одређених пропуштених функција
<i>Интеграциони тим</i>	Тим који овом послу посвећује пуно радно време, има на располагању обимне ресурсе и који је подржан учешћем виших менаџера.  Једнако учешће обе компаније.	Мали, одвојен тим са обимним ресурсима и учешћем сениор менаџмента  Задржава се лидерство над преузетом компанијом	Задржава се лидерство над преузетом компанијом  Менаџмент обе компаније промовише знање
<i>Комуницирање</i>	Купци обе компаније морају разумети промене у пословању.  Запослени у обе компаније морају разумети нове улоге и могућности.  Фокус на начин усклађивања компанија.	Купци преузете компаније морају разумети нове могућности у пословању.  Запослени преузете компаније морају разумети нове улоге.  Фокус на то како ускладити преузету компанију са пословањем компаније која се извршила преузимање.	Неколико могућности за купце  Матична компанија мора да разуме како нова компанија функционише и нове синергије.  Нова компанија мора да разуме праксу и могућности матичне компаније.
<i>Брзина</i>	Брзе одлуке су од кључног значаја за остварење стратегијских циљева и промовисање стабилности и редуцирање неизвесности у организацији.	Брзе одлуке су од кључног значаја за остварење стратегијских циљева и промовисање стабилности и редуцирање неизвесности у организацији.	Брзе одлуке су, пре свега, важне за редуцирање неизвесности у организацији.
<i>Уједначена мерила</i>	Баланс између финансијских и нефинансијских мерила.  Тежња ка приходним и трошковним синергијама.	Фокус на то како да преузета компанија оствари раст и редуцира трошкове.  Преузета компанија усваја систем мерења компаније која је извршила преузимање.	Већина интерних мерења остаје иста код нове компаније.  Уводе се нова мерила како би се асимилирала нова компанија у оквиру матичне компаније.

Извор: Epstein, 200, 180



---

Adolph и остали (2001) наводе четири принципа која су кључна за успех постаквизиционе интеграције: комуницирање визије за креирање вредности, дефинисање правих тренутака за остваривање експлицитних избора и прављење компромиса (одређивање карактера и брзине процеса интеграције), симултана извршења на основу конкурисања критичним императивима и ригорозна примена процеса интеграционог планирања.

У извештају *After the Merger: Seven Rules for Successful Post-Merger Integration* истакнуто је неколико фактора која су важна у постаквизиционој фази, укључујући: рано постављање интеграционих менаџера, дефинисање њихових улога, брзо и ефикасно комуницирање са запосленима како би се они правилно оријентисали ка остваривању корпоративних циљева (Habeck et al., 2000). Epstein (2004) истиче да постоји пет покретача успеха постаквизиционе интеграције: кохерентна интеграциона стратегија, озбиљни интеграциони тим, комуницирање, брзина интеграције, уједначено мерење (табела 11). Неуспех било ког од ових пет фактора може спречити остварење циљева аквизиције. Док неки могу бити лако контролисани кроз опрезно дизајнирање и имплементацију, остали су много изазовнији услед бројних екстерних снага.

У студији PWC *Putting the pieces together – Post merger integration survey 2010*, истраживани су следећи фактори успеха интеграције: праћење синергије, дефинисање и управљање роковима, буџетирање трошкова интеграције, планирање интеграције, постављање интеграционог менаџера, формирање и имплементација стратегије комуницирања, управљање културолошким питањима, укљученост различитих кључних људи у управљању интеграцијом (Agawal, 2011).

Wuman и остали (2008) као кључне покретаче успеха интеграције наводе: врсту синергије која се треба остварити, брзину, степен интеграције, почетну тачку интеграционог посла, састав интеграционог тима, приступ у доношењу кључних одлука, степен комуницирања и управљање променама.

У новије време, одређене студије (Schoenber, 2001; Neo & Yoo, 2002; Wijk et al., 2008; Ahmmad & Glaister, 2010), откривају значај трансфера знања за успех аквизиција, указујући да трансфер знања има есенцијалну улогу у остваривању синергије и да представља озбиљан индикатор перформанси.

У настојању проналажења одговора на питање шта детерминише успех постаквизиционе интеграције, истраживачи су откривали различите факторе. Сумирајући резултате емпиријских истраживања и релевантне литературе, уочава се несумњив значај лидерства, управљања културолошким питањима, брзине интеграције, као и трансфера знања на успех аквизиција.

### **3. ЛИДЕРСТВО И ЊЕГОВ ЗНАЧАЈ У СПРОВОЂЕЊУ ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА**

Разумевање става запослених према организационим променама од кључног је значаја за успех мерџера и аквизиција. Пре 80-так година, James O. McKinsey идентификовао је „развој адекватног борбеног духа између запослених у новој организацији“ (McKinsey 1929, цитирано у Giessner, et al., 2012, 474) као главни изазов интегрисаних компанија. Аутор је истицао да лојалност запослених старој организацији може ометати постаквизициони успех. Неуспех великог броја М&А може бити објашњен занемаривањем питања који се односе на људске ресурсе. Buono и Bowditch (1989) наглашавају је да људска страна М&А често занемарена од стране топ менаџмент тима комбинованог предузећа. Cartwright и Cooreg (1990) слажу се да су људски аспекти М&А „заборављени“ или „скривени фактор“ успеха М&А.

Занемаривање питања људских ресурса је понекад изненађујуће, будући да управљање људским ресурсима има важну улогу у процесу интеграције М&А путем управљања конфликтима, обезбеђивања лидерства и комуницирања. Психолошке реакције запослених током процеса преузимања, отуда, представљају интересантно подручје истраживања на теоријском и практичном нивоу. Имајући у виду значај става запослених према променама, као неопходност се намеће потреба обезбеђивања озбиљног лидерства током процеса преузимања, а посебно у критичној постаквизиционој фази интеграције.

#### **3.1. Реакције запослених на преузимање предузећа**

М&А неопходно укључују организационе промене, интегрисање одређених или свих делова функција и активности организације. Управљање таквим организационим променама представља велики изазов, будући да запослени могу показивати резистентност ка променама. Трансакције М&А представљају трауматичне догађаје за запослене, услед могућих отпуштања, прилагођавања новој корпоративној култури, увођења нових форми менаџмента и пословних правила. Упркос овим тешкоћама, академска истраживања М&А ограничена су и прилично фрагментирана за пружање свеобухватног и интегративног објашњења извора проблема приликом интеграције М&А и стратегија за ефективно управљање проблемима. Разумевање и превазилажење изазова са којима се М&А суочавају

---

захтева разматрање питања људских ресурса (Birkinshaw, et al., 2000; Larsson & Finkelstein, 1999). Постоји шест концепата који експлицитно или имплицитно објашњавају психолошке и бихевиористичке одговоре запослених на организационе промене везане за М&А. Ови концепти су: (а) концепт узнемирености, (б) концепт социјалног идентитета, (ц) концепт усклађивања култура, (д) концепт конфликта улога, (е) концепт карактеристика посла, (ф) концепт организационе правде. Сваки концепт идентификује различите изворе проблема који се често појављују током процеса М&А, предвиђајући њихов психолошки и бихевиористички утицај на запослене и предлажући адекватне начине за превазилажење проблема (Seo & Hill, 2005). Главни елементи ових концепата дати су у табели 12.

М&А подразумевају велике организационе промене и отуда представљају велики извор неизвесности за запослене. Према *концепту узнемирености*, током ових активности јављају се гласине, често засноване на страху, а не на реалности, које изазивају тензију и стрес код запослених. Покушавајући да се изборе са неизвесношћу предвиђања утицаја М&А на њихов будући посао и каријеру, запослени доживљавају висок ниво стреса који води контрапродуктивном понашању (Marks & Mirvis, 1985, Ivancevich, et al., 1987, Pablo & Panasian, 2005). Marks и Mirvis (1985) говоре о „синдрому мерцера“ који услед неизбежно промењених услова након М&А доводи до стресне реакције запослених, утичући негативно на међуљудске односе. Недостатак предвидивости и слаба упознатост запослених са стањем у организацији доводи до конфузије и узнемирености. У таквим условима, запослени ће највероватније развити сопствене сценарије остваривања најгорег исхода, што даље води још већој узнемирености и конфузији. Као последица тога, долази до еродирања сатисфакције и мотивације запослених, до смањивања посвећености новом предузећу (Schweizer & Patzelt, 2012).

*Концепт социјалног идентитета* развијена је у области социјалне психологије и односи се на групну идентификацију и схватање појединаца да припадају одређеној групи. У организационом контексту, концепт социјалног идентитета може да осветли како индивидуални идентитет делимично потиче од организације којој појединац припада и од тога како се појединац идентификује са организацијом (Colman, 2008). Постојање екстерних притисака намеће потребу преиспитивања одрживости организационог идентитета чланова организације. Објава преузимања ће највероватније код запослених покренути питања о карактеристикама организације, о интеграционом процесу, о исходима преузимања. Суочавајући се са неочекиваним догађајима, организациони чланови треба да схвате смисао ових догађаја и одлуче како ће на њих одговорити. Приликом интегрисања два предузећа запослени, осећајући страх од могућег

губитка идентитета, покушавају да остваре позитивну позицију за своју групу у организацији. Ово може водити озбиљној интергрупној/вангрупној поларизацији која може створити озбиљне интерорганизационе конфликте (Marks & Mirvis, 1985).

**Табела 12** Преглед основних концепата које се баве психолошком и бихевиористичком реакцијом запослених на М&А

Основни концепти	Извори проблема	Могући исходи	Начини решавања проблема
<i>Концепт узнемирености</i>	Неизвесности и антиципирани негативни утицај на каријеру и посао Пролонгирана узнемиреност и неизвесност	Ниска продуктивност Понашање усмерено ка себи Ментална и физичка болест Недостатак мотивације	Комуницирање одозго на доле, социјална подршка, учешће у доношењу одлука, обука менаџера да слушају и саосећају са запосленима, комуницирање, убрзавање транзиције
<i>Концепт социјалног идентитета</i>	Губитак идентитета (организационог, професионалног, групног)  Интеракција са осталим члановима организације	Осећај губитка, љутња и туга Негирање и одбијање промена  Интергрупна пристрасност и конфликт Неусаглашено деловање	Проактивна процена снага постојећих идентитета и формулисање нових идентитета који ће бити привлачнији Охрабривање аранжмана и активности између организација
<i>Концепт усклађивања култура</i>	Контакт или прилагођавање различитој организационој култури	Културолошки стрес и резистентност Тензија и конфликт унутар организације Сукоб култура	Културолошки <i>due diligence</i> , охрабривање мултикултурализма
<i>Концепт конфликта улога</i>	Двочначне и конфликтне улоге	Ниска продуктивност Ниска пословна сатисфакција	Двосмерно комуницирање, лидерство
<i>Концепт карактеристика посла</i>	Промене у постаквиизиционом пословном окружењу	Пад сатисфакције и посвећености послу Изостајање са посла, напуштање организације	Постаквиизиционо редижајнирање послова, укљученост запослених у дизајнирање послова, обука
<i>Концепт организационе правде</i>	Перципиран третман запослених који су остали и који су премештени	Психолошко повлачење Напуштање организације	Фер и објективно управљање људским ресурсима, једнако учешће запослених у доношењу одлука, третирање запослених са достојанством и поштовањем

Извор: Seo & Hill, 2005

**Концепт акултурације (*acculturation*) – усклађивања култура** истиче да успешна комбинација култура код аквизиција зависи од нивоа подударности између преферираног начина усклађивања култура и једне и друге организације. Ако се обе организације слажу у погледу начина усклађивања култура, тада различите организационе културе могу постати компатибилне током постаквиизиционог процеса интеграције. Насупрот томе, разлика у преферираном моделу усклађивања култура може угрозити постаквиизициони процес (Nahavandi

---

and Malekzadeh, 1988, цитирано у Rottig, 2007). Сукоб култура настаје када запослени прво запазе да постоје разлике у начину на који се ствари раде (разлике у стилу комуницирања, планирању, ауторитету, посвећености, мониторингу и тимском раду), а затим сматрају да је њихов начин супериорнији од другог (Marks & Mirvis, 1992). Сукоб култура може довести до мање посвећености запослених организацији, до добровољног напуштања организације и отежати постаквизициони процес интеграције.

**Концепт конфликта улога** истиче да психолошка тензија настаје када су појединци укључени у различите улоге које су некомпатибилне (Katz & Kahn, 1978, према Seo & Hill, 2005). Интеграциони процеси код М&А подразумевају разбијање постојећих културолошких, структуралних и пословних аранжмана и креирање нових, што може условити појаву неколико различитих типова конфликта улога. Примера ради, конфликт може настати између задржавања лојалности према старим купцима или колегама и имплементирања промена које захтева М&А. Конфликт улога је други извор стреса који може водити нижој мотивацији и повећању незадовољства на послу (Seo & Hill, 2005).

Примарна аспирација **концепта карактеристике посла** (Oldman & Hackman) је објашњење како особине организационих задатака које запослени обављају утиче на њихове ставове и понашања. Према овој теорији главне карактеристике посла (разноликост вештина, идентитет задатка, важност задатка, аутономија задатка) у великој мери утичу на перцепцију пословног окружења, а затим на мотивацију и сатисфакцију послом. Поред ових суштинских карактеристика, и остале димензије пословног окружења, попут развоја каријере, географског трансфера, безбедности на послу, утичу на ставове запослених. Уколико су, након преузимања предузећа, ове карактеристике негативно погођене, доћи ће до опадања сатисфакције и посвећености запослених организацији.

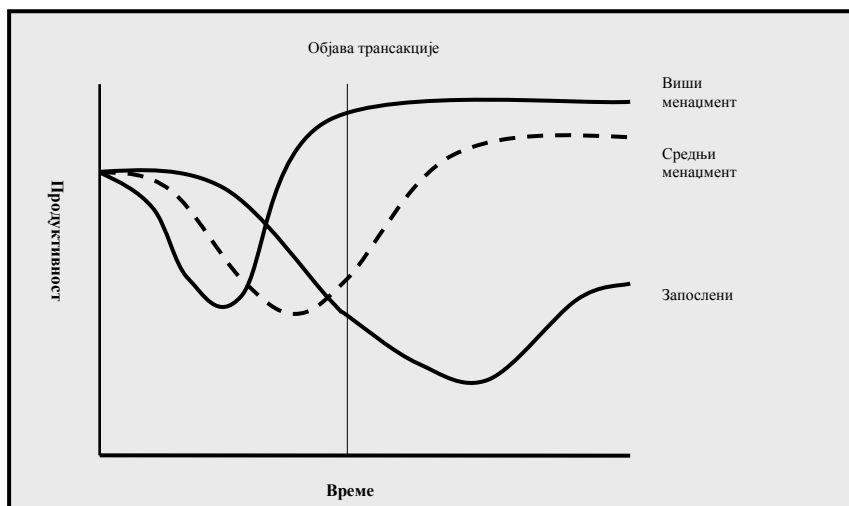
У великом броју случајева, М&А укључују одлуке које се односе на поновни избор и замену запослених. **Концепт организационе правде** пружа важан теоријски увид у то како ове одлуке могу утицати на перцепције и понашање запослених који остају у организацији. Када запослени сматрају да се према њима поступило фер и поштено, вероватније је да ће развити позитиван став и понашање које је усмерено ка подржавању промена, док ће у супротном показивати резистентност ка променама.

Губитак постојећих и недовољно развијених нових структура током ране фазе интеграције, може довести до негативних перцепција запослених о аквизицији, што отежава њихово прилагођавање новој ситуацији и доводи до мање посвећености новом предузећу (Schweizer & Patzelt, 2012). Забринутост за

сигурност посла, брига о сопственој будућности, потреба заштите свог статуса, може утицати на укључивање запослених у политичко маневрисање, доводећи до деструктивне конкуренције која негативно утиче на перформансе предузећа (Myeong-Gu and Hill, 2005).

Негативне перцепције запослених о променама у предузећу одразиће се на њихово понашање изазивајући серију негативних ефеката: пад продуктивности, изостајање са посла, пад морала, напуштање организације, резистентност на промене током првих месеци постаквизиционог периода (Schweiger & DeNisi, 1991; Cartwright & Cooper, 1997; Marks & Mirvis, 1998). С друге стране, ово доприноси одливу вредности и немогућности да се остваре пројектовани новчани токови и синергије (Schweiger & Very, 2003).

На слици 10 приказан је образац опадајуће продуктивности, морала или перформанси виших и средњих менаџера и запослених. Током радикалних промена, као што су М&А, потреба за знањем и информацијама је већа него обично и запослени покушавају да створе осећај нове реалности на основу података и информација до којих долазе. Облик крива на слици 10 указује да виши менаџмент први добија информације о М&А, након тога се информације прослеђују средњем менаџменту, а затим запосленима.



**Слика 10** Образац опадајуће продуктивности, морала или перформанси

*Извор:* Galpin & Herndon, 2007, 62

Док је највећи део литературе усмерен на наглашавање негативних реакција запослених на М&А, Teerikangas (2012) пружа допринос литератури указујући на могућност постојања и позитивног става запослених према променама. У студији која је обухватила аквизиције извршене од стране финских мултинационалних

---

компанија, Teerikangas (2012) је истраживао реакције запослених у преаквизиционој фази, дошавши до закључка да су, у већини истраживаних компанија, запослени имали позитиван став према наступајућим аквизицијама. Разлог позитивног става је што су аквизиције перципиране као могућности, а не као претња, будући да су циљна предузећа била свесна нужности спровођења промена, уз истовремено препознавање атрактивности предузећа-купца.

Да ли ће запослени имати позитиван или негативан став према променама зависи од тога како перципирају свој будући положај. Guetgero (2008) истиче да уколико након аквизиције долази до реструктурирања које подразумева отпуштање запослених, запослени ће бити забринути и незадовољни постојећом неизвесном ситуацијом. Schwieger и остали (1987) истичу да, уколико запослени перципирају мање неизвесности у њиховом новом организационом окружењу, већа је вероватноћа да ће остати у предузећу, док већа неизвесност у погледу будућег посла, може резултирати у инстинкту само-преживљавања и покушају запослених да на све начине очувају свој положај. Ivancevich, Schweiger и Power (1987) наглашавају да, у зависности од тога како запослени процењују ефекте аквизиције, зависиће ефекат на њих саме и да позитивна процена ефеката аквизиције креира изазовне могућности за појединца. Krug & Night (2001) покушали су да схвате шта доводи до незадовољства запослених које узрокује напуштање организације и открили су три разлога: недостатак лидерства, непоштеност и недостатак морала менаџера и лош третман запослених од стране предузећа-купца. Kavanagh & Ashkansasy (2006) сматрају да лидерство има кључну улогу у мотивисању запослених на прихватање промена након аквизиција.

Може се закључити да је, током процеса интеграције, степен промена огроман, а људи су по природи резистентни на промене. Важно је препознати да резистентност није неопходно индикација да је нешто погрешно у вези са интеграцијом, већ да то може бити знак да запослени опажају да се нешто велико дешава и да им треба помоћи да развију, схвате и прихвате сврху преузимања и виде своју улогу у томе. Као што Јаношевић и Бабић (1999) истичу, запослене је тешко мотивисати и мобилисати на промене уколико не постоји визија промена, а управо лидерство треба да обезбеди визију промена, да помогне у промени менталног склопа и начина размишљања запослених и пружи неопходну подршку и подстицај како би запослени били спремни да прихвате промене и делују у правцу остваривања изазовних циљева.

### 3.2. Улога трансформационог лидерства у управљању постаквизиционом интеграцијом

Између различитих перспектива лидерства, трансформационо лидерство се често повезује са менаџерском ефективношћу током организационих промена. Трансформационо лидерство се појавило 80-тих година, са великим таласом организационих промена које је требало остварити у кратком року и које је било могуће извести само уз изузетно способне лидере. У ситуацијама комплексних промена, трансформационо лидерство је ефективније од трансакционог лидерства, које се односи на „нормалну“ праксу лидерства која је усмерена на релације лидера и подређених и подразумева инструментално понашање – структурирање, контролисање и награђивање (Бабић, 2008). Bass (1999) истиче да трансформационо и трансакционо лидерство јесу одвојени концепти, али да је најбоље да лидери имају особине и трансформационих и трансакционих лидера.

Четири димензије трансформационог лидерства су *харизма* или *идеализовани утицај*, *инспирациона мотивација*, *интелектуална стимулација* и *индивидуална разматрања* (Bass, 1999). *Харизма* (*идеализовани утицај*) се може дефинисати као способност лидера да изазове понос, веру и поштовање или као способност да се створи велика симболичка моћ са којом запослени желе да се идентификују (Covin et al., 1997). Харизматични лидери инспиришу запослене, показују одлучност при остваривању промена, уливају поверење и представљају модел угледања, чиме утичу на повећање посвећености запослених организацији и њиховој већој мотивисаности ка остваривању бољих перформанси (Waldman & Mansour, 2009). Nadler и Tushman (1990) описују „харизматичног лидера“ као некога ко поседује посебне квалитете који му омогућавају да мобилише и одржи активност у организацији путем конкретних активности и личних особина. *Инспирациона мотивација* је степен у коме лидер артикулише визију која је привлачна и инспиративна следбеницима. Лидери са инспирационом мотивацијом постављају следбеницима високе стандарде, преносе оптимизам о остваривању будућих циљева. Инспирационо лидерство има за циљ да изгради жељу за изврсношћу и прихватање промена са ентузијазмом и поверењем (Sitkin & Pablo, 2004). *Интелектуална стимулација* је степен у коме се лидер суочава са претпоставкама, преузима ризик и нуди идеје следбеницима. Лидери са овом особином стимулишу и охрабрују креативност код запослених. Интелектуална стимулација промовише интелигенцију, рационалност и пажљиво решавање проблема. *Индивидуално разматрање* је степен у коме лидер посвећује пажњу



---

потребама запослених, делује као ментор и реагује на проблеме и потребе запослених (Judge & Piccolo, 2004). Обезбеђујући ресурсе, обуку, пружајући охрабрење и потребне информације сваком запосленом појединачно, лидер ради на развијању осећања прихватања, сигурности и личне ефикасности.

Лидери са трансформационим понашањем и атрибутима представљају агента промена са снажном визијом будућности. Трансформациони лидери охрабрују следбенике да теже заједничким циљевима и интересима, чиме се развија позитиван интерперсонални однос између чланова тима и настаје микро-контекст у коме запослени деле постојеће знање и креирају ново. Стимулишући запослене да се суочавају са новим изазовима, лидери делују на развијање самопоуздања код њих, што доприноси експериментисању и креативности (Nemanich & Vera, 2009). Трансформациони лидери препознају потребу за променама, креирају и деле убедљиву визију са запосленима, усмеравају их и олакшавају процес прилагођавања променама и инспиришу ка остваривању изазовних циљева (Carter et al., 2012).

Ефективни лидери пружањем подршке појединцима доприносе промени базних вредности, ставова и уверења, тако да запослени постају спремнији на прихватање промена и на већа залагања током промена (Бабић, 2001, 50). Од пресудног значаја за успешну асимилацију група или стварање нових група је способност вођења запослених, успостављање новог пословног идентитета, који омогућује усвајање заједничке визије, али што је најважније развијање осећаја заједничке повезаности и припадности.

Трансформационо лидерство се најчешће користи да опише лидере који се суочавају са изазовима и мотивишу запослене да размишљају другачије о њиховим процесима, процедурама, примени знања и исходима одлука. Трансформациони лидери имају способности и вештине да мотивишу запослене на нов начин размишљања, рушећи постојеће парадигме и креирајући нове. Задатак ових лидера је да комуницирају добро артикулисану визију, стварају осећај припадности и подстичу запослене на прилагођавање променама.

Одређене студије настојале су да емпиријски истраже везу између трансформационог лидерства и резултата (Judge & Piccolo, 2004; Nemanich & Keller, 2007; Garcia-Morales et al., 2008; Nemanich & Vera 2009; Menges et al., 2011; Wang, et al., 2011; Carter, et al., 2012; Braun, et al., 2013). Студија Judge & Piccolo (2004) показала је да трансформационо лидерство остварује позитиван и значајан утицај на мотивацију и сатисфакцију запослених. Nemanich и Keller (2007) истраживали су утицај трансформационог лидерства на прихватање аквизиција, сатисфакцију послом и перформансе запослених, уводећи медијаторски ефекат

---

подстицања креативног размишљања и наглашавања јасних циљева. Резултати студије показали су да трансформационо лидерство остварује позитиван утицај на све зависне варијабле. Подстицање креативног размишљања и наглашавање јасних циљева представља делимични медијатор односа између трансформационог лидерства и сатисфакције послом. Резултати су показали да наглашавање јасних циљева не представља медијатор односа између трансформационог лидерства и перформанси, док подршка креативном размишљању представља потпуни медијатор односа између трансформационог лидерства и прихватања аквизиције.

Студија Garcia-Morales и осталих (2008) имала је за циљ да истражи везу између трансформационог лидерства и резултата, уводећи у анализу директни и индиректни утицај знања и иновација, као медијаторске варијабле. Резултати студије показали су да трансформационо лидерство помаже у развоју организационог знања, доприноси развоју апсорпционог капацитета, организационог учења и охрабрује иновативно понашање, доприносећи побољшању организационих перформанси.

Nemanich и Vera (2009) истраживали су улогу трансформационог лидерства и вредности инкорпорираних у култури учења у промовисању способности развијања нових и искоришћавања постојећих способности у контексту аквизиције. Резултати студије показали су да трансформационо лидерство и развијање културе учења, коју карактерише психолошка сигурност, отвореност за различита мишљења и учешће у доношењу одлука, доприносе развијању нових и искоришћавању постојећих способности.

Студија Menges и осталих (2011) која је обухватила 158 предузећа и 18.049 запослених потврдила је релевантност трансформационог лидерства за креирање позитивне климе у организацији и за побољшање перформанси запослених. Wang и остали (2011) понашање трансформационих лидера деле у две групе: понашање усмерено ка задацима (*task-oriented behaviors*) и ка односима (*relationship-oriented behaviors*). Њихова студија је проучавала ефекте лидерског понашања на организационе перформансе уводећи медијаторски ефекат ставова запослених. Резултати студије показали су да лидерско понашање усмерено ка задацима остварује директан утицај на перформансе фирме, док је утицај лидерског понашања усмереног ка односима индиректан. Понашање трансформационог лидера које је усмерено ка односима утиче на креирање позитивног става запослених према променама. Ставови запослених према променама, отуда представљају медијатор односа између понашања трансформационог лидера усмереног ка односима и перформанси предузећа.

Carter и остали (2012) истраживали су однос између трансформационог лидерства, експлицитних реакција на промене, учесталости промена и консеквенци током континуалних инкременталних организационих промена. Резултати студије показали су да је квалитет односа између лидера и запослених медијатор утицаја трансформационог лидерства на перформансе запослених. Braun и остали (2013) анализирали су однос између трансформационог лидерства, поверења у супервизора и тим, сатисфакције послом и перформанси тима. Резултати показују да трансформационо лидерство позитивно утиче на сатисфакцију послом следбеника на индивидуалном и на нивоу тима, као и на перформансе тима.

На основу резултата истраживања утицаја трансформационог лидерства на перформансе, може се закључити да је, у условима комплексних промена, улога трансформационог лидерства од кључног значаја. Путем трансформационог лидерства може се развити неопходни ниво посвећености, поверења, одговорности, осећај заједништва и омогућити да се чланови организације фокусирају на остваривање изазовних циљева.

#### **4. ЗНАЧАЈ КОРПОРАТИВНЕ КУЛТУРЕ ЗА УСПЕХ ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА**

Истраживања културолошких изазова код М&А започињу раних 1980-тих година, са фокусом на домаће трансакције у САД и нагласком на сукобу корпоративних култура (Buono et al., 1985). Интензивирање европских интернационалних аквизиција, почетком 1990-тих година доводи до појаве студија усмерених на проучавање интернационалних аквизиција које су указивале на значај корпоративне, али и националне културе (Morosini et al., 1998) за успех М&А. Почетком 21. века, проучавање интернационалних аквизиција се проширује, укључивањем студија М&А у Азији, које посматрају, пре свега аквизиције јапанских и кинеских компанија (Olcott, 2008; Cooke, 2006). У новије време, економије у транзицији, постају видљиви и интегрални део глобалног пословног окружења. Либерализацијом ових, до скоро затворених и регулисаних економија, отварају се бројне тржишне могућности, укључујући и интензивирање активности М&А (Kale & Singh, 2012), чиме се отвара простор за даља истраживања корпоративних и националних култура у овим економијама.

#### 4.1. Усклађивање различитих корпоративних култура током интеграције предузећа

Култура, како на националном, тако и на корпоративном нивоу, представља комплексан феномен који значајно утиче на веровања, праксу, системе и процедуре запослених у компанији. Док је национална култура релевантна код интернационалних аквизиција, корпоративна култура има подједнак значај и код домаћих и код интернационалних аквизиција. Код интернационалних постаквиизиционих процеса и задатака питања културолошке компатибилности су нарочито комплексна и могу бити од круцијалног значаја за успех М&А.

Корпоративна култура се обично схвата као заједничко друштвено разумевање, које резултира у заједничким претпоставкама и погледима на свет чланова организације (Weber & Camerer, 2003). Може се дефинисати и као систем норми, навика, претпоставки и веровања које деле чланови организације, а рефлектује заједничку перцепцију свакодневних обичаја и генерално детерминише "начин на који се ствари раде унутар организације" (Cartwright & Cooper, 1996; Weber, 1996). Корпоративна култура представља вредности, веровања и знање стечено кроз социјалне интеракције које служе за дефинисање и предвиђање прихватљивог организационог понашања. „Култура представља образац основних претпоставки које је дата група формулисала, открила или развила у поступку учења како се суочавати са проблемима екстерне адаптације и интерне интеграције, а који се показао довољно валидним да се може пренети новим члановима организације као исправан начин посматрања, размишљања и осећања у вези с овим проблемима“ (Appalbaum et al., 2000, 651). Schein (1985, 1990) истиче да култура функционише на три различита нивоа: опсервабилне чињенице, вредности и основне претпоставке. Опсервабилне чињенице су симболи који су очигледни у организацији, на пример, лого компаније. Вредности су норме и базичне истине које запослени осећају да су важне за њихову организацију. Основне претпоставке су оне претпоставке које несвесно постоје и оне ће доћи до свести запослених када их неки догађај изазове (Teresa, 2001).

Разлике у погледу корпоративних култура и пракси менаџмента два предузећа потенцијални је извор конфликта који може довести до неискоришћавања предности интегрисања. Спој различитих и некомпатибилних култура може створити осећај неизвесности и несигурности код запослених када разлике у филозофијама, вредностима и праксама два предузећа постају наглашене у постаквиизиционом периоду (Fankner & Cambell, 2003).

Различите теорије и модели објашњавају улогу културе код М&А, указујући да исходи преузимања могу бити објашњени не само путем структуралне и организационе усклађености, већ и путем усклађености у погледу културе. Теорија *акултурације – усклађивања култура* пружила је значајан оквир проучавању улоге културе код М&А. У антрополошком смислу, акултурација се дефинише као промене у два културолошка система које настају као резултат дифузије културолошких елемената у оба правца (Berry, 1980). Аутори који проучавају М&А слажу се да процес акултурације настаје и током преузимања предузећа и укључује комбинацију различитих корпоративних култура или наметање једне културе другој (Nahavandi & Malekzadeh, 1988; Elsass & Veiga, 1994; Larsson & Lubatkin, 2001). Nahavandi и Malekzadeh (1988) дефинишу акултурцију као начин на који се две групе прилагођавају једна другој или решавају конфликт који се јавља. Elsass и Veiga (1994) процес акултурације описују као динамичну интеракцију између супротстављених снага (жеља групе да задржи свој културолошки идентитет) и организационе интеграције (потребе да културолошки различите групе раде заједно). Larsson и Lubatkin (2001) акултурацију посматрају као исход кооперативног процеса помоћу кога веровања, претпоставке и вредности двеју претходно независних група запослених заједнички детерминишу културу. Акултурација смањује резистентност путем развијања заједничког језика, заједничких ставова и вредности које промовишу заједничке интересе. Уколико постоји много културолошких сукоба између компанија, значи да је процес акултурације лоше изведен.

Nahavandi и Malekzadeh (1988) проучавају процес акултурације у оквиру постаквиизиционе интеграције, фокусирајући се на промене у погледу културе након преузимања, како код предузећа које је извршило преузимање, тако и код преузетог предузећа. Ови аутори развијају концептуални модел процеса акултурације који се састоји од четири приступа: *интеграција* (процес који је карактеристичан по структуралном изједначавању двеју култура и који чува идентитет обе организације), *асимилација* (унилатералан процес у коме је преузето предузеће спремно да се одрекне своје културе и идентитета и прилагоди се култури предузећа које је извршило преузимање), *одвајање* (где се захтевају минималне промене код предузећа које врши преузимање и преузетог предузећа и обезбеђује да обе културе остану потпуно одвојене) и *декултурација* (процес у коме преузето предузеће губи свој културолошки идентитет, али одбија да се прилагоди култури предузећа које је извршило преузимање).

Уколико се обе организације слажу у погледу начина комбиновања култура, тада различите корпоративне културе могу постати компатибилне током постаквиизиционог процеса интеграције. Ако предузеће које врши преузимање жели

---

да наметне своју културу, а преузето предузеће је спремно да се одрекне свог културолошког идентитета и прихвати нови, тада иницијалне разлике у погледу култура неће неопходно водити интеграционим проблемима. Насупрот томе, разлике у преферираном моделу комбиновања култура може угрозити постаквизициони процес.

*Модел културолошке усклађености* заснивају се на идеји да је степен културолошке компатибилности између организација укључених у М&А кључна детерминанта процеса интеграције (Morosini & Singh, 1994; Cartwright & Cooper, 1996). Усклађеност у погледу културе је степен у коме су циљно и предузеће које врши преузимање компатибилни у погледу културе и степен у коме ове две организације могу бити интегрисане у једну. Основна претпоставка је да уколико постоји усклађеност у погледу културе, сатисфакција запослених и ефективна интеграција ће олакшати успех преузимања.

Morosini и Singh (1994) сматрају да је за успех интернационалних аквизиција неопходно да предузеће које врши преузимање има способност да адекватно анализира питања културолошке компатибилности или неусклађености пре аквизиције и да у анализу укључи квантитативну процену атрактивности М&А, као и избор и имплементацију специфичне постаквизиционе стратегије. Њихово емпиријско истраживање показало је да предузеће које врши преузимање може ефективно да управља „културолошким изазовима“, бирајући и имплементирајући постаквизиционе стратегије које су кохерентне са националном културом циљног предузећа.

Модел који су дефинисали Cartwright и Cooper (1993, 1996) заснива се на типологији организационих култура које варирају на континууму ограничења за појединце од ниског до високог: култура моћи, улога, задатака и подршке, где прва наглашава највећи, а последња најнижи степен ограничења за појединце. Ови аутори наглашавају да утицај културолошких разлика између два предузећа зависи од тога у ком правцу се дешавају промене у погледу културе. Уколико се степен ограничења појединаца повећава као резултат преузимања (на пример, предузеће код кога је изражена култура задатака преузето је од стране предузећа у коме доминира култура моћи) вероватније је да ће доћи до резистентности запослених и значајних интеграционих проблема.

Табела 13 Теоријске перспективе о улози културе код М&amp;А

Аутор(и)	Основне претпоставке	Утицај културолошких разлика
Cartwright and Cooper (1996)	Атрактивност и прихватљивост културе партнера у комбинацији зависи од тога да ли се култура доживљава као повећање или смањење учешћа и аутономије запослених.	Код традиционалних комбинација, запослени у циљном предузећу прихватају организациону културу када се њихова аутономија повећава. Смањење аутономије може резултирати у озбиљној резистентности запослених. Уколико постоји већа различитост између култура, период интеграције биће дужи.
Elsass and Veiga (1994)	Процес организационе акултурације може се описати као интеракција између супротстављених снага (жеља групе да задрже свој културолошки идентитет) и организационе интеграције (потребе да културолошке групе раде заједно).	Културолошке разлике између организација утичу на јачање снага културолошке различитости које имају тенденцију да се супротставе снагама интеграције.
Larsson (1990)	Акултурација, дефинисана као развој заједничких ставова који подстичу кооперацију између удружених фирми, кључни је процес код М&А.	Недостатак заједничких механизма социјализације.
Marks and Mirvis (1998)	Обим постаквизиционих промена које се дешавају у два предузећа дефинишу различите типове интеграције.	Степен културолошких разлика детерминише да ли су оне корисне или штетне.
Nahavandi and Malekzadeh (1988)	Начин акултурације који преферира циљно предузеће детерминисан је његовом жељом за очувањем личних културолошких пракси. Модел који преферира предузеће-купац детерминисан је мултикултурализмом и степеном повезаности између предузећа.	Резултирајуће неподударање између преферираних модела усклађивања култура доводи до стреса и повећава ризик успешне имплементације М&А.
Sales and Mirvis (1984)	Форма и тип акултурације зависи од разлика у погледу снага између двају предузећа, природе односа између њих и да ли је циљном предузећу дозвољено да очува свој лични културолошки идентитет.	Имајући у виду постојање двеју различитих организационих култура, успех М&А зависиће од квалитета односа између страна и шанса циљног предузећа да учествује у избору приступа усклађивања култура. Тензија настаје када су културолошке разлике комбиноване са неравнотежом моћи.
Vaara (2003)	Доношење постаквизиционих одлука је контекстуални процес који карактерише неизвесност и нејасноћа, уз истовремено постојање политичких тензија.	Културолошке разлике повећавају степен нејасноћа око аквизиције када запослени из различитих окружења почињу да раде заједно. Културолошка конфузија и нејасноће олакшавају политизацију значајних интеграционих питања.

Извор: Stahl & Voigt, 2005

У покушају објашњења улоге културе у контексту аквизиција развијене су различите теорије и модели. Преглед теоријских перспектива о улози културе код М&А дат је табели 13. Важан допринос модела културолошке усклађености и је тај да културолошке разлике могу представљати значајне баријере остваривању користи интеграције и да се морају разматрати у раној фази процеса М&А (Stahl & Voigt, 2005).

#### **4.2. Утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе предузећа**

Паралелно са питањем шта покреће перформансе М&А, у литератури још од 1970-тих година, аутори покушавају да одговоре и на питање да ли културолошке разлике предузећа-купца и преузетог предузећа утичу на постаквизиционе перформансе? У истраживањима доминира претпоставка да уколико постоји већи степен културолошких разлика између укључених предузећа, постаквизиционе перформансе биће лошије, односно да већи степен сличности корпоративних култура доприноси побољшању постаквизиционих перформанси (Teerikangas and Very, 2006, 2012). Перформансе су најчешће мерене коришћењем рачуноводствених мерила, као што су принос на имовину, принос на капитал или раст продаје; мерила на бази промене цена акција или перципираних мерила перформанси. Поред тога, истраживани су и социо-културолошки изазови, као што су сатисфакција запослених, добровољна напуштања предузећа, стрес и слично. Ове варијабле сагледавају степен конфликта на социо-културолошком нивоу и могу бити важна димензија успеха или неуспеха М&А (Stahl & Voigt, 2005).

Проучавање културе код М&А протеже се од проучавања корпоративне културе код домаћих трансакција (Buono and Bowditch, 1989), преко проучавања националних култура код интернационалних трансакција (Morosini, 1998) до проучавања симултаних ефеката корпоративне и националне културе код интернационалних трансакција (Weber et al., 1996). Иако је веза између културе и перформанси проучавана детаљно, још увек нема јасних закључака о томе како култура утиче на перформансе. Преглед резултата истраживања односа између културе и перформанси М&А дат је у табели 14.

У својој студији утицаја организационе усклађености на перформансе домаћих аквизиција у САД, Datta (1991) је истакао да разлике у стилевима топ менаџмента могу створити ситуацију коју карактерише неизвесност у погледу стила или културе која ће доминирати. Генерално посматрано, менаџмент предузећа које врши преузимање на крају ће наметнути свој стил управљања, што



може довести до губитка идентитета менаџмента преузетог предузећа. Резултат је повећање забринутости, неповерења, опадање продуктивности и остваривање лоших аквизиционих перформанси. Аутор закључује да компатибилност управљачких стилова олакшава постаквиизициону асимилацију, а да разлике у филозофији и стилу управљања могу постати озбиљна сметња остваривању аквизиционог успеха. Поред тога, резултати студије су показали да разлике у системима евалуације и награђивања не утичу на перформансе аквизиција.

**Табела 14** Резултати истраживања односа између културе и перформанси М&А

<i>Резултати студија усмерених на организациону културу код М&amp;А</i>	<i>Резултати студија усмерених на националну културу код М&amp;А</i>	<i>Резултати студија фокусираних на неколико култура код М&amp;А</i>
<p><u>Marks (1982):</u> Разлике у организационим културама воде конфликтима код М&amp;А</p> <p><u>Cartwright and Cooper (1993, 1996):</u> Увођење четири типа организационих култура, објашњење као и зашто компатибилност организационих култура може обезбедити успех М&amp;А;</p> <p><u>Datta (1991):</u> Разлике у стиливима топ менаџмента утичу негативно на перформансе домаћих УС аквизиција.</p> <p><u>Chatterjee et al. (1992):</u> Стратегијска и организациона усклађеност пружају допринос перформансама М&amp;А.</p> <p><u>Larsson and Finkelstein(1999):</u> (1) стратегијска, финансијска, организациона и перспектива људских ресурса треба да буду разматране паралелно код М&amp;А; (2) комплементарни делови пружају највећи синергетски потенцијал; (3) организациона интеграција је важна.</p>	<p><u>Calori et al. (1994):</u> Утицај националне културе на начин на који фирме управљају интеграцијом код М&amp;А (употреба неформалних vs формалних контролних механизма).</p> <p><u>Lubatkin et al. (1998):</u> Утицаји националног контекста на приступе интеграционој фази аквизиције менаџера из различитих земаља.</p> <p><u>Morosini et al. (1998):</u>  Утицај националне културе на перформансе М&amp;А: (1) перформансе аквизиција су боље код веће дистанце у националним културама; (2) различитост у националним културама је извор конкурентске предности фирме.</p>	<p><u>David and Singh (1994):</u> Извори културолошких разлика код М&amp;А потичу од разлика у националним, организационим и професионалним културама између фирми.</p> <p><u>Weber et al. (1996):</u> (1) Улога усклађености националне и корпоративне културе детерминише ефективну интеграцију код интернационалних М&amp;А; (2) код домаћих трансакција, корпоративна култура резултира у мањој посвећености менаџера.</p> <p><u>Larsson and Risberg (1998):</u> Интернационални М&amp;А остварују већи ниво реализације синергије.</p> <p><u>Krug and Hegarty (1997):</u> Већа је стопа напуштања УС фирми које су преузете од стране иностраних фирми у односу на оне које су преузете од стране домаћих фирми.</p>

Извор: Адаптирано према: Teerikangas & Very, 2006

Студија Chatterjee и осталих (1992) истраживала је ефекте културолошких разлика на перформансе мерџера. Културолошке разлике мерене су путем перципираних разлика између менаџмент тимова два предузећа (перцепције извршене од стране менаџмента преузетог предузећа). Студија је показала да су културолошке разлике између менаџмент тимова укључених предузећа биле у инверзној вези са приносима акционара након мерџера.

Полазећи од достигнућа претходних студија, Weber (1996) иде корак даље и настоји да сагледа ефекте културолошких разлика и посвећености менаџера на ефикасност интеграционог процеса и финансијске перформансе. Резултати студије су показали да разлике у корпоративним културама негативно утичу на ефикасност интеграције. Поред тога, откривено је да посвећеност менаџера утиче позитивно на финансијске перформансе. Међутим, резултати су показали да, у истраживаним трансакцијама, културолошке разлике не утичу на финансијске перформансе.

Larsson и Finkelstein (1999) развијају концептуални оквир који интегрише различите теоријске перспективе, од економске, преко финансијске и организационе до перспективне управљања људским ресурсима. Аутори истичу да комбинација потенцијала (која зависи од сличности и комплементарности двају предузећа), организациона интеграција и резистентност запослених представљају важне факторе перформанси М&А, посебно у смислу реализације синергије. Студија је, између осталог, показала да већи степен резистентности запослених (који може бити узрокован и културолошким сукобима) умањује степен реализације синергије.

За разлику од претходних студија које су наглашавале негативан утицај организационе културе на постаквизиционе перформансе, студија Krishnan и остали (1997) дошла је до супротног закључка. Аутори су проучавали утицај комплементарности топ менаџмент тимова предузећа-купца и преузетог предузећа на постаквизиционе перформансе. Студија је показала да разлике између топ менаџмент тимова имају позитиван утицај на перформансе. Ови резултати показују да разлике могу пружити значајне могућности и отуда увећати вредност.

Интензивирањем интернационалних аквизиција студије почињу да, поред проучавања значаја корпоративних култура, сагледавају и процењују релевантност националних култура на успех аквизиција. Студија Datta и Ruia (1995) показала је да разлике у националним културама представљају велики изазов код интернационалних аквизиција и да негативно утичу на вредност за акционаре.

Студија Morosini и остали (1998), која је обухватила интернационалне аквизиције спроведене у САД и Европи, посматрала је разлике у националним културама као извор компаративне предности за предузећа која послују на

---

глобалном тржишту. Резултати студије показују да су перформансе аквизиција боље када је дистанца у националним културама већа и да је различитост у националним културама извор конкурентске предности предузећа.

Главно објашњење за позитиван утицај разлика у националним културама на постаквизиционе перформансе заснива се на приступу базираном на знању (*knowledge-based view*). Интернационална преузимања компанија у културолошки другачијим земљама могу повећати вероватноћу да предузеће-купац и циљно предузеће имају различите рутине и различиту базу знања. Уколико су базе знања двају предузећа различите, знање ће бити у мањој мери дуплирано, а у већој мери комплементарно и постојаће већи потенцијал за остваривање синергија и трансфер знања (Sarala, 2009).

Осим напред наведених студија које су откривале постојање било позитивног или негативног утицаја националних култура на постаквизиционе перформансе, постоје и аутори који наглашавају да слика о односу између ових варијабли није до краја јасна. Тако, Mogosini и Singh (1994) истичу да култура може имати позитиван и негативан утицај на постаквизиционе перформансе и да то, једним делом, зависи од флексибилности предузећа које врши преузимање и његовог искуства у борби са интеграционим проблемима. Slangen (2006) открива да ефекат културолошких разлика на перформансе М&А зависи од степена интеграције. У студији која је обухватила 103 интернационалне аквизиције које су извршиле холандске компаније, аутор је дошао до закључка да се утицај културолошких разлика повећава када је између предузећа које врши преузимање и циљног предузећа извршен већи степен интеграције.

Студија Ahmad и Glaister (2010) истраживала је утицај културолошких разлика на трансфер знања и перформансе аквизиције. На основу спроведеног истраживања, аутори су дошли до закључка да је утицај корпоративне и националне културе на трансфер знања и перформансе аквизиције хетероген. Резултати истраживања показали су да разлике у корпоративним културама представљају веома важан фактор који утиче на перформансе аквизиције (директан утицај) и на трансфер знања (индиректан утицај), док разлике у националним културама немају значајан утицај на трансфер знања и перформансе аквизиције.

Wosk (2005) истиче да однос између националне културе и креирања синергија након аквизиције није директан, већ индиректан процес. Аутор идентификује постојање узрочног ланца који повезује културолошке разлике (пре свега, у погледу дистанце моћи и индивидуализма/колективизма) са степеном расподеле ресурса и постаквизиционом интеграцијом. Док индивидуализам утиче на интеграцију, дистанца моћи утиче на степен расподеле ресурса. Отуда, када

---

предузеће-купац које има традицију колективизма купи предузеће са културом индивидуализма, постоји вероватноћа појаве интеграционих проблема. С друге стране, када је национална култура предузећа-купца таква да постоји висока дистанца моћи, а у циљном предузећу постоји низак степен дистанце моћи, велика је вероватноћа да ће доћи до проблема везаних за расподелу ресурса.

Може се закључити да су студије углавном претпостављале постојање негативног утицаја разлика у корпоративним или националним културама на постаквизиционе перформансе и, у највећем броју студија, ове претпоставке су биле потврђене (Datta, 1991 Chatterjee et al., 1992; Datta & Puia, 1995), али је било и студија које су откриле постојање позитивног утицаја (Krishnan et al., 1997; Morosini et al., 1998), као и оних код којих није откривен утицај разлика у култури на перформансе М&А (Weber, 1996).

## **5. БРЗИНА КАО ФАКТОР УСПЕХА ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА**

Брзина интеграције се може дефинисати као временски период неопходан за спровођење интеграције система, структура, активности и процеса две компаније. Постоје бројни разлози зашто брзина може бити императив. Из финансијске перспективе, време троши новац и уколико се постаквизициона интеграција брже имплементира, утолико ће се приноси брже реализовати. Посматрано из бихевиористичке перспективе, брзина је важна због ублажавања неизвесности која постоји код запослених и купаца. Бржа интеграција може скратити време излагања запослених неизвесностима и смањити експоненцијалне ефекте гласина. У случају брзе постаквизиционе интеграције нема пуно времена да се гласине прошире на тржишту, што води редуцирању неизвесности за купце. Уколико су одлуке о постаквизиционој интеграцији, које су релевантне за купце, донете и имплементиране брзо, купци ће знати шта да очекују од предузећа у погледу понуде производа, политике цена, стратегије продаје, контакт особа и сл.

Поред тога, у пословној пракси заједничко је да предузећа која су конкуренти предузећу које врши преузимање покушавају да повећају неизвесност код купаца како би их преокренули и придобили за себе. Овај потенцијални извор неизвесности за купце може се смањити путем брзе постаквизиционе интеграције. Из перспективе организационих промена, повећање брзине интеграције може донети користи организацији у виду краћег времена које се посвећује координацији.

---

Брзином интеграције посебно су се бавили Epstein (2004), Colombo и остали (2007), Homburg и Vucerijs (2005, 2006). Epstein (2004) указује да је брзина од суштинског значаја за успех постаквизиционе интеграције и да страх и неодлучност често могу бити препрека за брзе акције. Овај аутор наглашава да се компаније, које се крећу сувише споро у процесу интегрисања, суочавају са бројним претњама, посебно у погледу два кључна конституента (запослених и купаца). С једне стране, запослени могу захтевати спорији темпо, као знак несигурности или тежити одласку у конкурентска предузећа, где им се чини да је ситуација стабилнија. Купци, с друге стране, могу осећати страх и несигурност и тежити конкурентским производима уколико се видљиви аспекти интеграције не остварују брзо. Поред тога, аутор истиче да спорији темпо може ометати иновације и спречавати предузећа у остваривању синергија. Colombo и остали (2007) наглашавају да није довољно преузети адекватне активности за остварење аквизиционих циљева, већ је неопходно да се оне предузму са максималном ургентношћу.

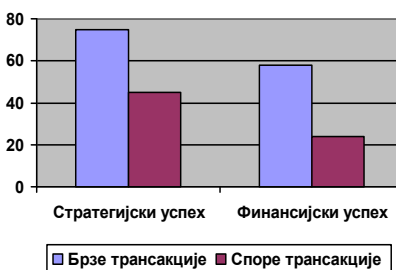
Истраживање које су спровели Homburg и Vucerijs (2005) имало је за циљ да сагледа утицај постаквизиционе маркетинг интеграције на перформансе и ефекте брзине интеграције. Резултати су показали слаб позитивни директни ефекат брзине интеграције на перформансе (базираних на промени цена акција) након мерџера или аквизиције. У новијем раду, Homburg и Vucerijs (2006) истичу да постоје предности, али и недостаци брзе интеграције и да, у одређеним ситуацијама, брзина може донети велику корист, док у другим може негативно да утиче на успех аквизиција. Предности и недостаци зависе од постојања екстерне (циљна тржишта и тржишно позиционирање) и интерне (менаџмент стил) повезаности предузећа пре аквизиције. Резултати истраживања показали су да брзина доноси користи када је екстерна повезаност ниска, а у исто време интерна повезаност висока.

Има аутора који сматрају да, под одређеним условима, спорији приступ постаквизиционој интеграцији може бити бољи од бржег приступа (Bragado, 1992 према Homburg and Vucerijs, 2006, 348). Кључни аргумент који наводи Bragado јесте да је неопходан период проучавања и разумевања између запослених две компаније. Овај аутор истиче да адекватна брзина интеграције зависи од „усклађености“ укључених компанија, посебно од њихове културолошке усклађености.

Одређени број консултантских фирми објавио је резултате емпиријских студија о перформансама М&А у којима се разматра улога брзине као потенцијални фактор успеха (Harbison et al., 1999; PriceWaterhouseCoopers, 2000, Wymann et al., 2008). Ове студије пружају извесне податке да брзина интеграције

може позитивно да утиче на успех М&А. Обично се истиче да је брза имплементација промена корисна зато што минимизира обим неизвесности међу запосленима комбинованих предузећа. Студија Harbison-а и осталих (1999) показала је да, уколико су компаније неједнаке по величини, интеграција треба бити бржа у односу на компаније које су сличних величина. Истраживање *Atos Consulting*-а (2008) потврдило је важност брзине и јасно показало да велики број организација преферира већу брзину приликом реализације циљева интеграције.

Истраживање *PricewaterhouseCoopers* (2000) показало је да, иако се све компаније суочавају са разликама у оперативним филозофијама, праксама управљања и информационим системима, оне које брже спроводе трансакције имају знатно мање проблема од оних које су спорије. Спорије трансакције продужавају интеграционе проблеме, док компаније које спроводе процес интеграције брже превазилазе дебату „моја пракса је боља од ваше праксе“ и пратеће проблеме. Пролонгиране трансакције узрокују додатне трошкове, спорији раст, уништавају профит и смањују новчани ток. Ово истраживање је показало да користи бржих трансакција могу бити следеће: брже остваривање приноса на инвестиције, искоришћавање могућности у периоду након преузимања, фрустрације конкурената у покушају да остваре предност, редуцирање организационе неизвесности. Компаније које брже спроводе постаквизициону интеграцију имају веће шансе за остваривање финансијског и стратегијског успеха. Међу компанијама које су брзо спровеле неопходне промене, 75% сматра да су њихове трансакције биле стратегијски, а 58% финансијски успешне. Процентни успеха код компанија које су имале дужи транзиторни период су значајно нижи – 43% и 24%, респективно (графикон 4).

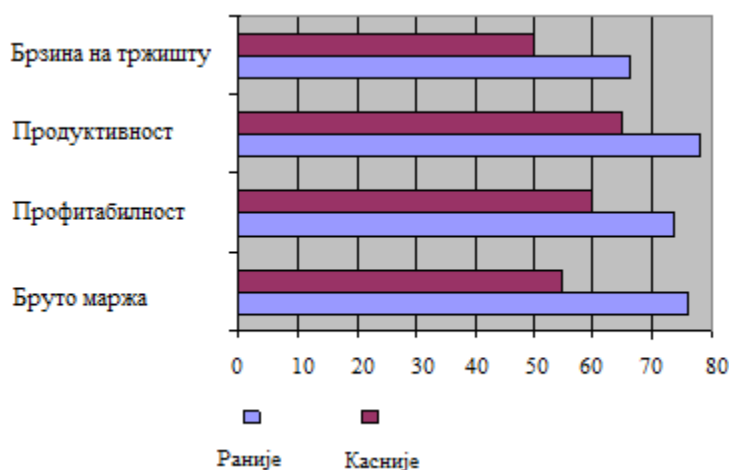


**Графикон 4** Остваривање финансијског и стратегијског успеха у зависности од брзине интеграције

Извор: PricewaterhouseCoopers, (2000)

Компаније које брже пролазе кроз транзиторни период, брже су у спровођењу процеса интеграције и комуницирању својих нових политика и

оперативних процедура и остварују више бруто марже и профите (графикон 5). Поред тога, брже трансакције имају повољнији ефекат на новчане токове и прогрес у остваривању пословних циљева. Рано формулисање интеграционих политика и процедура указује да менаџмент пружа неопходне информације запосленима. Међутим, менаџмент мора прво да буде сигуран да нове политике и процедуре подржавају укупну пословну стратегију и да су добро схваћене унутар организације. Вуман и остали (2008) сматрају да брзина интеграције зависи од типа преузимања и да код непријатељских преузимања треба спроводити бржу интеграцију, док код пријатељског преузимања спорији темпо може повећати шансе за успех.



**Графикон 5** Утицај брзине интеграције на побољшање перформанси

*Извор:* PricewaterhouseCoopers, (2000)

Иако сви аутори немају јединствен став о утицају брзине на успех постаквизиционе интеграције, ипак преовлађују мишљења о позитивном ефекту брзине. Најчешћи позитивни ефекти брзине интеграције, који су навођени у литератури, односе се на ублажавање неизвесности, брже остваривање приноса, краће време које се посвећује координацији, брже остваривање пословних циљева, повећање вероватноће остваривања финансијског и стратегијског успеха.

## 6. ЗНАЧАЈ ОЧУВАЊА И ТРАНСФЕРА ЗНАЊА У ФАЗИ ИНТЕГРАЦИЈЕ ПРЕДУЗЕЋА

У економији заснованој на знању, знање представља императив за развој одрживе конкурентске предности и дугорочне профитабилности. Отуда, у новије време, на знању базиран приступ предузећу (*knowledge-based view of firm*) постаје предмет концептуалне и емпиријске пажње. Са теоријског аспекта, на знању базиран приступ предузећу представља скуп бројних праваца истраживања, од којих су најистакнутије теорија заснована на ресурсима (*resource-based theory of the firm*) и теорија сазнања. Литература која је дала допринос обухвата и теорију организационог учења (Cyert and March), по којој организационо учење представља кључни процес у организацији који може да обезбеди флексибилност и задовољавајуће перформансе. Пионири приступа заснованог на знању су Kogut и Zander; Nonaka; Hedlund; Krogh и Roos; и Spender (Grant, 1997, 450).

Piscitello и Rabbiosi (2003) истичу да знање представља акумулирану практичну вештину или искуство које омогућава да се нешто уради ефикасно. Токови знања или технологије могу се дефинисати као трансфер и коришћење различитих врста знања (истраживачко-развојне способности, производни *know-how*, маркетиншки ресурси, радне праксе и управљачке технике, знање у области набавке и продаје и слично), који могу укључивати физички трансфер ресурса ка новим локацијама или расподелу ресурса без физичког трансфера између делова. Zou и Ghauri (2008) истичу да аквизиција знања укључује процес артикулација, асимилације, учења и развијања *know-how*-а и *know-what*-а. Главни управљачки изазов је успоставити механизме путем којих појединци који сарађују могу да координирају своје активности, како би извршили интеграцију знања. Уколико постоји већи распон знања које је интегрисано и софистициранији механизми интеграције, конкурентима ће бити теже да копирају знање.



## 6.1. Процес трансфера знања између предузећа

Креирање вредности путем производних иновација, у складу са приступом заснованом на знању, подразумева примену постојећег интерног знања на нов начин, као и примену нових екстерних знања. До екстерног знања може се доћи путем истраживања и развоја или интегрисањем знања од других организација путем мерџера и аквизиција. Отуда је велики број М&А мотивисан остваривањем приступа знању, добијањем техничке експертизе, вештина запослених или специфичних нових технологија. Предузећа нису пасивни посматрачи, већ имају извесни степен слободе да проактивно обликују своје окружење, трагајући за партнером који поседује комплементарне ресурсе и способности, како би их комбиновали са сопственим ресурсима и повећали конкурентску предност.

Проучавање трансфера знања код аквизиција је релативно новијег датума. Преглед литературе открива неколико истраживања која су директно усмерена на трансфер знања код аквизиција. Најзначајнији је процесни приступ који је усмерен на проучавање креирања вредности у оквиру постаквизиционе интеграције (Shrivastava, 1986; Haspeslagh & Jemison, 1991). Haspeslagh и Jemison (1991) бавили су се питањима трансфера знања и њихов фокус је био како знање може водити креирању вредности. Ови аутори истичу да је ефикасни трансфер знања након аквизиције императив за очување вредносног потенцијала. Табела 15 даје преглед емпиријских студија о трансферу знања између организација.

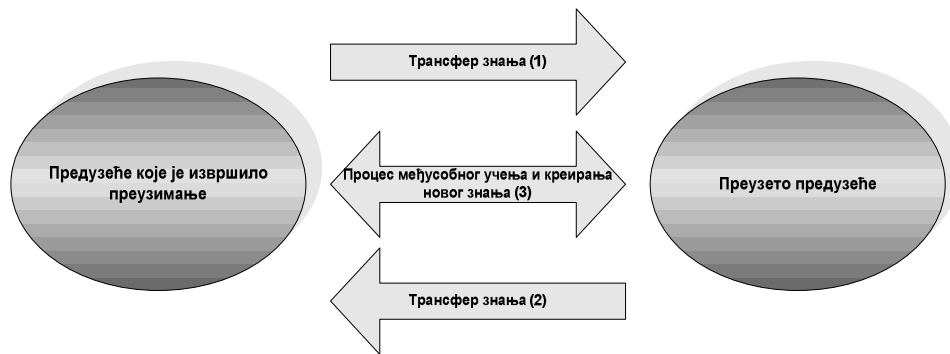
Између предузећа које врши преузимање и преузетог предузећа постоји асиметрија знања, будући да ова предузећа не поседују идентична знања. С једне стране, предузеће које врши преузимање је важан извор знања за преузето предузеће, јер поседује значајна нематеријална средства и способности које могу помоћи преузетом предузећу у остваривању бољег развоја. С друге стране, преузето предузеће пружа допринос бази знања предузећа које врши преузимање, пре свега путем познавања локалног тржишта. Као што Yang и остали (2007) истичу, ради се о процесима „креирања компетенција“ и „искоришћавања компетенција“. Предузеће које је извршило преузимање очекује да пружи допринос креирању компетенција преузетог предузећа увођењем новог знања, док с друге стране, очекује да искористи компетенције преузетог предузећа коришћењем његовог знања о локалном тржишту. Дакле, трансфер знања између предузећа умањује постојање асиметрије знања, доприносећи унапређењу конкурентске предности интегрисаног предузећа.

Табела 15 Емпиријске студије о трансферу знања између организација

Студија	Пример	Катализатори и препреке у трансферу знања	Врсте знања	Главни проналасци
Bresman, et al., 1999	42 интернационалне аквизиције извршене од стране шведских MNC	Комуницирање Посете и састанци Артикулисаност Проток времена	Локално развијени технолошки <i>know-how</i>	Студија је открила да се трансфер знања може олакшати путем комуницирања, посета и састанака и услед протока времена након аквизиције.
Gupta & Govindarajan, 2000	374 зависних предузећа 75 MNC	<u>Одлив знања</u> Вредност базе знања Мотивација за дељењем знања Постојање канала за пренос знања <u>Прилив знања</u> Апсорпциони капацитет Мотивација за преузимањем Присуство канала за пренос знања	Маркетиншки <i>know-how</i> Дистрибуциони <i>know-how</i> Дизајн амбалаже Дизајн производа Дизајн процеса <i>Know-how</i> у куповини Управљачки системи и праксе.	Подаци обезбеђују пуну или делимичну подршку предложеном теоријском моделу, изузев предвиђања у вези са мотивацијом за одлив знања.
Ranft, 1997	75 <i>high-tech</i> аквизиција	Структура знања Постаквизиционе димензије Управљачке праксе	Прећутно и експлицитно знање	Подаци показују да је трансфер прикривеног знања нарочито отежан. Аутономија, комуницирање, задржавање кључних запослених и време имплементације су кључне димензије које су од кључног значаја за очување прећутног знања.
Schulz (2001)	97 зависних предузећа 2 фирме	Нова искуства Јединственост искуства Прећутност	Вертикални и хоризонтални токови <i>know-how</i> -а и информација	Налази показују да прикупљање нових сазнања интензивира вертикалне токове информација, кодификовање знања олакшава хоризонталне токове и комбиновање старог знања углавном погађа хоризонталне токове.
Lane & Lubatkin, 1998	69 биотехнолошких и фармацевтских И&Р алијанси	Апсорпциони капацитет Структура знања Организациона сличност	Нове вештине и способности	Релевантност основног знања, сличност организационих структура и сличност организационих проблема у позитивној су корелацији са организационим учењем између организација. Постоји одређена подршка за позитивни ефекат сличности компензационих пракси и релевантности знања на организационо учење између фирми.

Извор: Адаптирано према Reus (2004), 32-34

У основи, могу постојати три процеса трансфера знања код аквизиција: а) процес трансфера знања од предузећа које је извршило преузимање ка преузетом предузећу – традиционални трансфер (процес 1), б) процес међусобног учења и креирања новог знања (процес 2) и в) процес трансфера знања од преузетог предузећа ка предузећу које је извршило преузимање – реверзибилни трансфер (процес 3), као што је представљено на слици 11 (Yang et al., 2007).



Слика 11 Процес трансфера знања код аквизиција

Извор: Kohlbacher & Krähe, 2007, 172.

Код традиционалног трансфера, предузеће које врши преузимање врши трансфер знања и има ауторитет и моћ да захтева од преузетог предузећа да то знање усвоји. Ово је посебно релевантно у земљама у транзицији, где локална предузећа обично имају слаб менаџмент, маркетиншке и остале способности. Преузето предузеће или у потпуности преузима ново знање или надграђује сопствено путем интегрисања новог знања. С друге стране, реверзибилни трансфер од преузетог предузећа ка предузећу које је извршило преузимање може бити од користи у случајевима приступа локалном знању, координације глобалне стратегије, обезбеђења нових производа и слично.

## 6.2. Значај трансфера знања за успех аквизиција

Имајући у виду значај трансфера знања за остваривање вредносног синергетског потенцијала аквизиције, озбиљна управљачка импликација је да су ефекти синергије након аквизиције једино оствариви кроз успешну интеграцију два предузећа, не само на оперативном и процедуралном нивоу, већ исто тако и на нивоу људских ресурса (Shrivastava, 1986; Birkinshaw et al, 2000; Grant, 1996). Ово подразумева, између осталог, и креирање пријатељске атмосфере за дељење знања (Haspeslagh and Jemison, 1991). Синергија је овде исход интеграције знања, а не самог знања. Отуда, није довољно да предузеће које врши преузимање само купи технологију или способности и сачува их у том стању, већ је за креирање вредности неопходно да се знање унапређује и интегрише до краја процеса имплементације аквизиције, дуго времена након окончања процеса преузимања. Синергија се креира кроз ефекте учења будући да преузимање пружа могућност и једном и другом предузећу да приступи областима знања лоцираним ван њиховог

организационог и културолошког контекста (Yang, et al., 2007). Аквизиције пружају могућност предузећима да развију способности и вештине путем преузимања знања од својих аквизиционих партнера. Асимилација знања укључује "апсорпцију и интернализовање појединачног и организационог знања које поседују циљна предузећа и примену знања у новим ситуацијама и задацима" (Zou and Ghauri, 2008, 212).

Одређене студије проучавале су значај трансфера знања за успех аквизиција. Тако је студија Schoenberg-a (2001), на основу истраживања 121 преузимања извршених од стране УК компанија у континенталној Европи, показала да трансфер знања има есенцијалну улогу у остваривању оперативне синергије, посебно у области маркетинга и дистрибуције (Gammelgaard, et al., 2004, 11). Истраживањем трансфера знања у оквиру постаквиизиционе интеграције бавили су се Нео и Уоо (2002) указујући да способност трансфера знања од једне ка другој јединици доприноси побољшању организационих перформанси.

Студија коју су спровели Ranft и Lord (2000) имала је циљ да открије у ком степену кључни запослени из преузетог предузећа могу да повећају конкурентност новог интегрисаног предузећа и тиме дају допринос креирању вредности. Аутори су настојали да дођу до одговора какав је значај запослених на различитим нивоима и оквиру различитих функција у преузетим предузећима и њиховог знања, као и колико су предузећа која су извршила преузимања имала успеха у њиховом задржавању (табела 16). Студија је показала да највећи значај имају запослени у области истраживања и развоја.

**Табела 16** Значај задржавања кључних запослених

Функције	Просечна важност задржавања кључних запослених	Процент задржаних кључних запослених
Истраживање и развој	5,79	77,3%
Средњи менаџмент	5,49	72%
Инжењеринг	5,10	69,9%
Топ менаџмент	5,10	56,0%
Продаја	5,04	66,0%
Маркетинг	4,75	63,8%
Производња	3,91	59,5%
Финансије	3,37	54,8%
Набавка	3,10	59,1%
Дистрибуција	3,06	58,5%

1=запослени нису уопште од значаја; 7=запослени имају велики значај

Извор: Ranft & Lord, 2000, 306

Ranft и Lord (2000) рангирани су ресурсе засноване на знању (категоризоване од стране Grant-а (1996)), према њиховој важности. Код 35% анализираних аквизиција, технологија која је везана за специфичне производе (*specific product-related technology*) идентификована је као најважнији ресурс базиран на знању код преузетих предузећа. Иновација производа и способности инжењеринга биле су најзначајније код 32% аквизиција. Познавање тржишта или купаца и односи у продаји идентификовани су као најважнији фактор код 18% аквизиција. Способности базичног истраживања од значаја су биле код 6% аквизиција, производна технологија, такође код 6% аквизиција. Коначно, управљачке способности идентификоване су као најважније код само 2% аквизиција (Ranft and Michael, 2000, 305). На бази различитих истраживања, може се закључити да су знања из области истраживања и развоја, познавање специфичних технологија, као и локалног тржишта од посебне важности, која пружају могућност интегрисаном предузећу да учи, акумулира, искоришћава постојеће и развија ново знање, повећавајући тиме шансе за успех.

Reus (2004) је на бази истраживања аквизиција извршених од стране америчких компанија на страним тржиштима током трогодишњег периода од 1998. до 2000. године извршио рангирање различитих врста знања према њиховој важности и дошао до закључка да је, за највећи број аквизиција, трансфер знања о локалном тржишту био од највећег значаја (табела 17).

**Табела 17** Најзначајније врсте знања за преузимање

Врста знања	Број аквизиција	Процент аквизиција
Познавање локалног тржишта	35	32%
Експертиза у дизајну производа и процеса	20	18%
Управљачке способности	17	16%
Способности истраживања и развоја	14	13%
Експертиза у маркетингу и продаји	11	10%
Експертиза у дистрибуцији	5	5%
Остало	7	6%

Извор: Reus, T. (2004). A knowledge-based view of international acquisition performance, PhD Dissertation, The Florida State University College of Business, 106.

Најновије истраживање спровели су Ahmmad и Glaister (2010) које је имало за циљ да истражи утицај трансфера знања на успех интернационалних аквизиција. Ови аутори истичу да знање има потенцијал да дода вредност предузећу, а да би се то остварило неопходна је интеграција знања и вештина великог броја појединаца.

Одређени аутори (Zander, 1991; Piscitello & Rabbiosi, 2003) истичу важност трансфера знања за повећање продуктивности јединице која то знање прима. Од трансфера знања се очекује да утиче на продуктивност најмање на два начина: стварањем нових производа или побољшањем технологије производње. Стварање нових производа утиче на продуктивност индиректно, преко тражње, док је утицај побољшања технологије производње директнији, јер је технологија параметар производне функције предузећа.

Постоје и студије које су истраживале утицај трансфера знања на иновативност, које су показале да трансфер знања подстиче генерисање идеја за развој нових производа, комбиновањем постојећег и новог преузетог знања. Поред тога, акумулација знања не само да дозвољава ефикасније коришћење знања, већ омогућава организацији да боље разуме и процени природу и потенцијал технолошког напретка. Студија коју су спровели Wijk и остали (2008, 846) потврдила је позитиван утицај трансфера знања, односно показала је да трансфер знања позитивно утиче на перформансе и иновативност. Предузећа могу унапредити своје способности и иновативни потенцијал захваљујући трансферу знања.

Студије које су имале за циљ да сагледају везу између трансфера знања и перформанси аквизиција, проучавале су значај различитих врста знања за повећање конкурентности интегрисаног предузећа, утицај трансфера знања на продуктивност, на иновативност предузећа и слично. У настојању да одговоре на питање како трансфер знања утиче на успех интернационалних аквизиција, студије су показале да је трансфер знања од великог значаја за остваривање вредносног синергетског потенцијала аквизиције и да представља озбиљан индикатор перформанси.

***ДЕО III***

***ПОСТАКВИЗИЦИОНО РЕСТРУКТУРИРАЊЕ  
ПРЕДУЗЕЋА***

## 1. ЗНАЧАЈ КОРПОРАТИВНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА

Велики обим реструктурирања компанија током протекле две деценије, утицао је на усмеравање академских истраживања ка проучавању утицаја реструктурирања. Разумевање природе процеса реструктурирања, који се протеже од избора стратегије реструктурирања, преко фактора који одређују ове изборе, до релативне ефикасности различитих стратегија, омогућава предузећима да развију изводљиве и ефикасне програме реструктурирања како би остварила преокрет. Постојећа истраживања корпоративног реструктурирања, иако бројна, углавном су парцијалног карактера, обезбеђујући тиме фрагментирану перспективу ових питања. Поред тога, проблем великог броја студија је у томе што не постоји опште прихваћена дефиниција реструктурирања и што највећи број аутора уместо дефинисања појма наводи различите трансакције које се могу означити заједничким називом - корпоративно реструктурирање.

Говорећи о активностима корпоративног реструктурирања, DePamphilis (2010) истиче да велики број компанија, а посебно велике и високо диверзификоване, трагајући за начинима увећања вредности за акционаре, континуирано мењају композицију своје имовине, обавеза, капитала и операција. Bowman и Singh (1993) наглашавају да реструктурирање обухвата широк обим трансакција, укључујући продају дела предузећа или преузимање других предузећа, промену структуре капитала путем повећања задужености, мењање интерне организације предузећа. Avog и остали (2011) наглашавају да корпоративно реструктурирање обухвата различите трансакције, укључујући серије аквизиција, дезинвестирања, одвајање делова предузећа, смањивање броја запослених, развијање новог корпоративног идентитета.

Lai и Sudarsanam (1997) истичу да предузећа, када се суочавају са значајним опадањем финансијских перформанси, усвајају различите стратегије како би преокренула такво опадање. Стратегије се могу рангирати од оперативних акција преко рационализације производње и редукције трошкова, промена у финансијској и менаџмент структури до продаје имовине. Lin и остали (2006) наглашавају да се корпоративно реструктурирање односи на напуштање одређених линија производа, затварање, консолидацију или реалокацију објеката, али да подразумева и реорганизацију читаве компаније. Bergh и Lim (2008) под корпоративним реструктурирањем подразумевају рефокусирање стратегије диверзификације која се одвија, пре свега путем продаје и одвајања делова предузећа. На сличан начин реструктурирање посматра и Markides (1995), дефинишући корпоративно



---

рефокусирање као добровољну или присилну редукцију диверзификације, која се најчешће спроводи путем дезинвестирања.

Свеобухватнија дефиниција корпоративног реструктурирања може се наћи код Стум и Goldberg-а (1998) који истичу да је реч о “сету одлучних мера предузетих у циљу повећања конкурентности предузећа и тиме увећања његове вредности“. Das и остали (2009) корпоративно реструктурирање дефинишу као „свеобухватан процес којим компанија може консолидовати своје пословне операције и ојачати своју позицију за остваривање краткорочних, али и дугорочних корпоративних циљева, настављајући пословање као конкурентан и успешан ентитет“. Тодоровић и други (1997, 591) процес реструктурирања дефинишу као „преуређивање пословног портфолиа, редефинисање пословне филозофије, стратегије и система менаџмента, редизајнирање макроорганизационе структуре и преформулисање технолошког портфолиа са циљем да се успостави бољи однос са новонасталим окружењем и преференцијама менаџмента и осталих стејкхолдера“. Јаношевић и Бабић (1999, 48) под реструктурирањем подразумевају "тржишно пререструктурирање, односно развојну трансформацију, измену власничке и организационе структуре, стила управљања, технологије, финансијског положаја". Говорећи о опоравку предузећа у условима кризе аутори истичу да стратегијски напори предузећа морају бити усмерени на заокрет у пословању, односно на различите форме савладавања кризе. Сенић (1999, 23) истиче да "реструктурирање моће бити успешно у смањењу непотребног расипања ресурса, али да успешна трансформација предузећа захтева промену дотадашње пословне парадигме, усвајање новог сета оперативних претпоставки, усвајање нових мерила перформанси".

Циљеви корпоративног реструктурирања могу бити различити, од настојања да предузеће постане трошковно конкурентније, преко напуштања лоше корпоративне стратегије, изласка из пословања са негативним новчаним токовима до генералног увећања тржишне вредности предузећа (Lin et al., 2006). Keener (2007) као циљеве корпоративног реструктурирања наводи промену стратегије, увођење нове технологије, искоришћење повезаности пословних јединица, продају непотребних јединица, ефикасно коришћење готовине. Jaggi и остали (2009) истичу да корпоративно реструктурирање решавањем агенцијског конфликта, модификовањем стратегије, рационализацијом пословања, смањивањем трошкова, утиче на побољшање пословних перформанси предузећа. Berg и остали (2008) указују да компаније врше реструктурирања како би смањиле диверзификацију, умањиле негативне синергије или дошле до неопходне готовине. Циљеви корпоративног реструктурирања, према Eckbo и Thorburn-у (2008) су побољшање

оперативне ефикасности, повећање новчаних токова и повећање профитабилности компаније. Zhou и остали (2011) истичу да предузећа врше реструктурирања како би остварила два циља: побољшање оперативне ефикасности или повећање екстерних извора финансирања.

Дакле, корпоративно реструктурирање укључује промене у оперативним, финансијским, организационим, управљачким структурама предузећа како би се извршила његова трансформација и остварила већа вредност за власнике. Након реструктурирања, предузеће треба да буде ефикасније у свом текућем пословању, у управљању ризицима и флексибилније на промене у окружењу. Како је реч о комплексним и фундаменталним променама, неопходан је озбиљан приступ у управљању датим процесом.

### 1.1. Иницирање корпоративног реструктурирања

Током протекле деценије, реструктурирање је постало све чешћи феномен. Активности корпоративног реструктурирања, као што су *downsizing*, продаја, затварање пословног сегмента, консолидација или реалокација, често се јављају као део управљачких стратегија које имају за циљ да побољшају ефикасност и помогну предузећу у процесу прилагођавања променама. Жеља да се усвоје нове, флексибилне и модуларне организационе форме као одговор на повећану динамику пословног окружења, потреба за интегрисаним начином рада, потреба побољшања пословних перформанси покрећу корпоративна реструктурирања (Balogun, 2007) доводећи до фундаменталних промена у организацији предузећа, његовим стратегијама, системима и пословању (Lin et al., 2006). Овакви корпоративни стратегијски процеси, означени као корпоративна реструктурирања, усмерени су ка променама којима се одржава и побољшава конкурентска предност предузећа (Секулић, 2009, 269). На динамичним и турбулентним тржиштима од кључног је значаја развијати корпоративне стратегијске процесе који омогућавају динамично стратегијско репозиционирање предузећа и реконфигурацију његових корпоративних ресурса.

Различити фактори могу утицати на одлуку предузећа да приступи процесу реструктурирања, а најчешће се у литератури наводе агенцијски конфликт, лоше пословне перформансе предузећа, промене у пословном окружењу, интеграциони проблеми након аквизиције.

Међу факторима који могу утицати на доношење одлука о реструктурирању, *агенцијски конфликт* игра важну улогу. Агенцијска теорија истиче да менаџери имају подстицај да прошире предузећа ван оптималне величине како би

максимизирали своју личну корист, чак и када раст и диверсификација нису у најбољем интересу акционара (Berger & Ofek, 1995). До претераног инвестирања у диверсификацију долазило је и услед менаџерске охолости (Roll, 1986). Хипотеза охолости је посебно применљива на менаџерско понашање везано за диверсификацију 1960-тих година. Објашњавајући такво понашање менаџера, Markides (1995) истиче да је у том периоду диверсификација била релативно нов феномен и да је реч о годинама пословне еуфорије, тако да је „велика вероватноћа да су се менаџери, наоружани најновијим портфолио техникама развијеним у консултантским фирмама, осећали нарочито способним за управљање диверсификованим портфолиом послова. Охрабрени потребом да раст треба да привуче нове управљачке таленте, вршили су диверсификацију више од оног што је било мудро.“ Поред претеране диверсификације, погрешне одлуке менаџера могу бити везане и за неоптимално инвестирање у истраживање и развој, непрофитабилне инвестиције и претерано задуживање. Коначно, разлог зашто је долазило до погрешних пословних одлука је лоше функционисање интерних механизма корпоративног управљања (Markides & Singh, 1997).

Denis и остали (1997) открили су да догађаји корпоративне контроле, као што је промена менаџера, притисак спољних акционара, промене у компензационом плану менаџера или финансијске невоље често претходе програмима корпоративног реструктурирања. Одређени аутори (Jensen, 1993; Shleifer & Vishny, 1991) истичу да предузећа користе реструктурирање како би побољшале интерну ефикасност као одговор на активно тржиште преузимања.

Други важан фактор који утиче на одлуку о реструктурирању јесу *пословне перформансе компаније*. Реструктурирање се често добровољно предузима како би се предузеће изборило са лошим пословним перформансама (Lin et al., 2006). Lai и Sudarsanam (1997) истичу да предузећа чије перформансе опадају могу изабрати различите стратегије реструктурирања како би се опоравила и да ће оне имати различите импликације на укључене интересне групе, као што су акционари, кредитори и менаџери. Предузеће врши реструктурирање како би побољшало своје перформансе, до којих није дошло услед слабог корпоративног управљања, већ због услова у грани. Зреле гране, у којима стагнира тражња, захтевају да предузећа предузму озбиљна реструктурирања. Ово објашњење може бити проширено тако да као покретаче реструктурирања укључи не само услове у грани већ и остале промене у окружењу (Markides & Singh, 1997).

*Промене у пословном окружењу* су још један фактор који може утицати на одлуку предузећа да приступи процесу реструктурирања. Реструктурирање се може јавити као одговор на велике промене у пословној клими и/или окружењу, као што

су технолошке, промене у пореским законима, дерегулацији и/или иностраној конкуренцији. Ове промене могу бити специфичне и везане само за једну индустрију, или могу бити шире (Lin et al., 2006). Овакво објашњење реструктурирања имплицира супротан закључак у односу на агенцијско објашњење: предузећа која се реструктурирају су она са добрим системом корпоративног управљања, који им помаже да предузму „тешке“ акције данас како би се побољшала њихова позиција у будућности. Ово такође имплицира да предузећа могу да врше реструктурирања не само када имају лоше перформансе, већ и када менаџери ових предузећа верују да, имајући у виду све промене које се дешавају у окружењу, треба да врше реструктурирање како би спремно дочекали будућност. Други фактор окружења односи се на тенденцију менаџера да имитирају поступке других менаџера. Одређена предузећа могу да врше реструктурирања једноставно зато што остали раде исто. Овакво понашање није необично у корпоративном животу и познато је да психолошке и социолошке карактеристике виших менаџера утичу на појаву и на избор стратегије реструктурирања.

Интеграција предузећа, барем у кратком року, неминовно је несавршена и, као резултат тога, често се јављају *интеграциони проблеми*. Пре свега, менаџмент доноси лоше одлуке или прави грешке током иницијалног формулисања интеграционих планова и њихове имплементације. Друго, интеграцију предузећа и отуда, реализацију синергије, често омета постојање инертности дела преузетог предузећа (Schijven, 2005). Имајући ово у виду, интеграциони проблеми имају тенденцију да се задрже и да се акумулирају током времена, посебно уколико предузеће које врши преузимање примењује агресивну стратегију преузимања, тако да се нове аквизиције додају по бржој стопи у односу на стопу по којој се решавају дуготрајни интеграциони проблеми претходних аквизиција. Након што је ангажовано у критичној маси аквизиционих активности, предузеће ће морати да пронађе начин решавања бар неких од акумулираних интеграционих проблема. У таквим условима, постаквизиционо реструктурирање намеће се као неопходност, пре свега, вршење дезинвестирања оних пословних сегмената који су се показали проблематичним у смислу интеграције, због чега нису били у стању да реализују предвиђене синергије.

Корпоративно реструктурирање може бити иницирано различитим факторима, а најчешће настаје услед постојања агенцијског конфликта, лоших перформанси, промена у окружењу и решавања интеграционих проблема у постаквизиционом периоду. Без обзира како је иницирано, корпоративно реструктурирање доводи до фундаменталних промена у организацији које имају за циљ да унапреде конкурентност предузећа и увећају његову вредност.

## 1.2. Класификација стратегија корпоративног реструктурирања

У савременим условима пословања основна карактеристика пословног живота компанија је иницирање програма реструктурирања. Постоје различити приступи реструктурирању и чињеница је да ће се они временом и мењати, али је јасно да ће и у будућности реструктурирање играти све важнију улогу у потрази за креирањем вредности и унапређењем перформанси.

Консултантска фирма *Roland Berger Strategy Consultants* развила је одређени приступ реструктурирању који комбинује стандардне елементе са решењима која се прилагођавају датој ситуацији, што омогућава да се узму у обзир специфичне потребе гране, као и специфичне потребе компаније (слика 12). Реч је о двофазном процесу, где се у првој фази процењује дата ситуација, припрема концепт реструктурирања, односно врши избор стратегија реструктурирања, док се у другој фази приступа детаљном разрађивању и имплементацији концепта реструктурирања.



Слика 12 Приступ реструктурирању према *Roland Berger Strategy Consultants*

Извор: Blatz & Haghani (2006)

У литератури се не може пронаћи конзистентна класификација стратегија реструктурирања. Проучавајући корпоративно реструктурирање аутори наводе различите класификације стратегија реструктурирања. Тако, аутори Bowman и Singh (1993), разликују три начина реструктурирања:

- портфолио реструктурирање – значајне промене у комбинацији имовине која је у власништву предузећа или линијама пословања, укључујући ликвидације, продају имовине и одвајање пословних сегмената;
- финансијско реструктурирање – значајне промене у структури капитала предузећа, укључујући преузимање предузећа употребом дугова - *LBO (leveraged buyouts)* трансакције, интензивно задуживање предузећа у циљу привлачења готовине која се дистрибуира акционарима – *LR (leveraged recapitalization)* трансакције и конверзија дуга у капитал (*debt for equity swaps*) и
- организационо реструктурирање – усмерено је на повећање ефикасности и ефективности менаџмент тима кроз значајне промене у организационој структури предузећа, укључујући промену граница дивизиона, смањење хијерархијских нивоа, проширење распона контроле, редуцирање диверзификације производа, ревизију компензација, реформисање управљања, смањивање броја запослених (Bowman et al., 1999). Организационо реструктурирање обично покреће виши ниво менаџмента, као део ширег процеса стратегијских промена како би креирали усклађеност између начина рада и нових стратегијских намера (Balogun, 2007).

Сличну класификацију и објашњење стратегија реструктурирања дају Das и остали (2009), наглашавајући постојање портфолио реструктурирања, финансијског реструктурирања, организационог реструктурирања и технолошког реструктурирања, под којим подразумевају алијансу са другим компанијама у циљу искоришћавања технолошке експертизе.

Lai и Sudarsanam (1997) посматрају реструктурирање као одговор предузећа на опадање перформанси. Према овим ауторима, предузеће суочено са опадањем перформанси може изабрати следеће стратегије реструктурирања:

- оперативно реструктурирање, путем рационализације трошкова како би се побољшала ефикасност и профитабилност;
- пословно-стратегијско реструктурирање, путем продаје имовине како би се повећао прилив готовине;
- реструктурирање менаџмента, будући да предуслов за опоравак предузећа често може бити уклањање постојећег менаџмента;
- финансијско реструктурирање, успостављањем нових уговорних односа са кредиторима како би се олакшало тренутно финансијско оптерећење, емитовање нових акција, смањивање или обустављање дивиденди.

Говорећи о кризном управљању Годоровић и остали (1997) разликују следеће стратегије заокрета: финансијско реструктурирање, власничко и организационо реструктурирање. Финансијско реструктурирање може укључивати отпис фиксне активе, потраживања и/или залиха, поравњање и репрограмирање дуга, операције са акцијама (исплата дивиденди у акцијама, подела стока акција, откуп акција). Највећи број аспеката власничког реструктурирања јавља се поводом приватизације, односно трансформације државног (или друштвеног) предузећа у приватно предузеће. Када је реч о организационом реструктурирању, аутори разликују макроорганизационо реструктурирање, које обухвата одређивање праве величине активности организације, реинжињеринг пословних процеса, редефинисање организационе структуре; и микроорганизационо реструктурирање, чији је циљ, како наводи Јанићијевић (2007) да се анализирањем микроорганизационих јединица утврде њени евентуални недостаци и спроведу неопходне промене, односно дизајнира нова микроорганизациона структура која ће обезбедити већи степен ефикасности пословања.

Singh (1993, 148) наглашава да реструктурирање може обухватити широк распон трансакција, укључујући продају линија пословања или вршење значајних аквизиција, измену структуре капитала путем “инфузије” значајних износа дугова, промену интерне организације. Аутор посматра реструктурирање као промену једне или више следећих димензија: имовине, структуре капитала или менаџмента. Реструктурирање имовине укључује продају линија пословања које су периферне имајући у виду дугорочну стратегију предузећа. Поред тога, реструктурирање имовине може да обухвата и секвенце аквизиција и дезинвестирања у циљу развијања нове конфигурације пословања. Промене структуре капитала укључују “инфузију” великог износа дугова, било у циљу финансирања *LBO* трансакција, откупа акција или исплате високих једнократних дивиденди. Реструктурирање менаџмента дизајнирано је на начин да повећа ефикасност и ефективност менаџмент тимова.

Eskbo и Thorburn (2008) користе класификацију корпоративног реструктурирања у две широке категорије: трансакције раздвајања (*breakups*) и трансакције високе задужености (*highly leveraged transactions*). Трансакције раздвајања усмерене су на одвајање имовине предузећа и отуда укључују продају, одвајање делова предузећа, јавне продаје власништва у пословном сегменту и пратеће акције. Трансакције високе задужености подразумевају значајно повећање дуга у структури капитала фирме, путем *LR (leveraged recapitalization)* или *LBO (leveraged buyouts)* трансакција. Код трансакција раздвајања, имовина се трансферише ка ефикаснијим употребама, док трансакције високе задужености

---

подразумевају оптимизирање структуре капитала, побољшање менаџерских подстицаја и остваривање пореске ефикасности.

Kang и остали (2010) класификују активности реструктурирања у две групе: активности смањивања имовине и активности које се односе на промену запослености. Прва група активности укључује продају имовине, смањивање инвестиција, затварање постројења, повлачење одређених производа или линија производа, одвајање пословних јединица. Друга група активности односи се на отказе, смањивање компензација или бонуса и друге активности које могу да значајно погоде компензације запослених, као што су промена законских услова за одлазак у пензију, привремено пензионисање и слично.

Избор стратегија реструктурирања може бити условљен различитим факторима. Чињеница је да свака од стратегија реструктурирања има различите импликације на различите интересне групе – акционаре, менаџере и кредиторе, будући да свака захтева мањи или већи степен жртве од стране ових интересних група током процеса опоравка. Док се једне интересне групе могу суочити са разводњавањем контроле или еродирањем инвестиција, друге могу ојачати своју позицију. Отуда, ограничавање избора стратегија реструктурирања од стране менаџера може бити истраживано унутар контекста *агенцијског конфликта* који постоји између акционара, менаџера и кредитора. Иако и кредитори и акционари имају заједнички интерес да путем реструктурирања оспособе предузеће за генерисање адекватних приноса на инвестиције, и једни и други могу остваривати корист на штету друге стране. Акционари могу остварити корист трансфером богатства од кредитора када менаџери предузимају ризичне инвестиције. С друге стране, кредитори могу остварити корист путем трансфера богатства од акционара када се изврши продаја имовине како би се измирила дуговања. Исто тако, менаџери могу тежити одређеним стратегијама реструктурирања како би остварили личне циљеве, пребацујући терет опоравка на акционаре или кредиторе. Дакле, тежња менаџера ка остваривању личних циљева може се одразити на избор одређене стратегије. Међутим, њихова слобода одлучивања приликом избора стратегије може бити делом ограничена путем механизма корпоративне контроле. Owen и остали (2010) доказују да, у ситуацији када постоји потреба за дезинвестирањем, предузећа са ефикасним системом корпоративног управљања, приступају дезинвестирању упркос противљењу менаџера.

Offek (1993) је истраживао улогу *мониторинга од стране кредитора* у избору стратегије реструктурирања и дошао је до закључка да висока задуженост компанија значајно повећава могућност финансијског и оперативног реструктурирања. Padilla и Requejo (1999) долазе до истог закључка и проналазе



повезаност високе финансијске задужености са спровођењем финансијског реструктурирања и смањивањем броја запослених. Објашњење за избор ових стратегија налази се у притиску мониторинга од стране банака које су спремне да наставе са финансијском подршком само под условом да и остале интересне групе поднесу део терета које са собом носи реструктурирање.

*Учешће у власништву* може представљати контролни механизам менаџерског понашања у избору стратегије реструктурирања. Потенцијална корист од блокхолдер структуре је постојање континуаног мониторинга менаџера (Бабић, 2006). Блокхолдери могу користити свој утицај на менаџере обезбеђујући доношење одлука које су усмерене на повећање укупне вредности предузећа, односно вредности за акционаре (Becht, et al., 2005).

Може се закључити да предузеће има на располагању читав низ различитих стратегија реструктурирања које може применити у циљу побољшања ефикасности пословања. Примена ових стратегија доводи до фундаменталних промена у оперативним, финансијским, организационим, управљачким структурама предузећа, које ће на различите начине погодити укључене интересне групе. Ограничавање било које појединачне интересне групе, примера ради, менаџера у максимирању личног благостања на штету осталих интересних група, зависи од механизма корпоративне контроле. Отуда, разумевање природе и извора ових ограничавања је неопходно у вршењу избора адекватне стратегије реструктурирања.

### 1.3. Постаквизиционо реструктурирање и границе предузећа

Постаквизиционо реструктурирање представља комплексан мултидимензионални процес који укључује одлуке и ефекте у погледу структуре власништва (Puranam et al., 2006), састава тима топ менаџмента, система комуницирања и координације, рационализацију и прегруписавање активности предузећа које је извршило преузимање и преузетог предузећа (Capron, 1999; Datta and Grant, 1990; Datta, 1991; Zollo & Singh, 2004, Colombo & Rabbiosi, 2010). Ретко се дешава да овај процес прође мирно, зато што, преузимајући нов пакет имовине и способности, компанија наслеђује и начин на који је циљно предузеће било уграђено у оквиру свог институционалног окружења, укључујући односе са интересним групама, попут акционара и запослених. Отуда, динамизам различитих интересних група и могући конфликт интереса између њих, утичу на способност предузећа које је извршило преузимање да се укључи у процес постаквизиционог реструктурирања (Capron & Guillen, 2009).

Иако интеграциони напори за сваку појединачну аквизицију могу, у великој мери, да допринесу реализацији предвиђених синергија (Larsson & Finkelstein, 1999, Zollo & Singh, 2004), у предузећима, посебно оних која често врше преузимања, неопходне су промене у великом обиму. Пре свега, у постаквизиционом периоду извршиће се продаја или затварање оних пословних сегмената који су се показали проблематичним у смислу интеграције, због чега нису били у стању да реализују предвиђене синергије (Schijven, 2005). Xia и Li (2013) истичу да дезинвестирања раније преузетих пословних јединица могу представљати користан стратегијски избор и да, реагујући на измењене економске и организационе услове, предузећа треба да приступају дезинвестирању.

Постаквизиционо реструктурирање може подразумевати консолидацију и реструктурирање пословних функција, затварање објеката, продају или осамостаљивање одређених делова имовине, смањивање радне снаге, замену једног или више чланова топ менаџмент тима. Colombo и Rabbiosi (2010) сматрају да задржавање или замена топ менаџмента преузетог предузећа представља битну димензију процеса постаквизиционог реструктурирања која утиче на креирање додате вредности или очување знања интегрисаних предузећа. Аутори истичу, да у складу са перспективом тржишта корпоративне контроле, замена некомпетентних или менаџера који су усмерени само на остваривање личних интереса, може побољшати ефикасност преузетог предузећа. С друге стране, менаџери преузетог предузећа могу представљати кључну имовину коју је важно сачувати. Под

оваквим околностима, предузеће које је извршило преузимање може изградити или ојачати конкурентску предност путем задржавања топ менаџера који поседују специфично и јединствено знање и вештине.

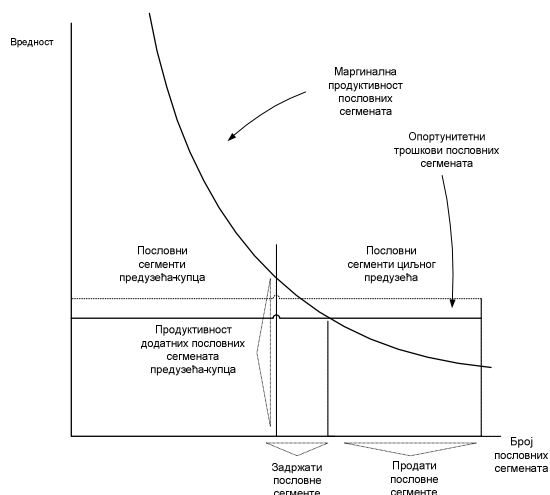
Carron и Guillen (2009) истичу да постаквизиционо реструктурирање обухвата реструктурирање имовине преузетог предузећа, које се предузима у циљу смањивања трошкова и прегруписавање ресурса између предузећа-купца и преузетог предузећа у циљу повећања њихових способности. Реструктурирање имовине обухвата активности одстрањивања одређене преузете имовине, прекомбинацију постојеће имовине у оквиру организационе и управљачке структуре и неефикасне праксе управљања, углавном у оквиру преузетог предузећа. Прегруписавање ресурса односи се на стварно кретање технолошког, маркетиншког или оперативног знања од предузећа које је извршило преузимање ка преузетом предузећу или обрнуто.

Истраживање које су спровели Maksimović и остали (2011) показало је да се у великом броју случајева приступа реструктурирању након преузимања. Предузећа која су извршила преузимања продају 27% и затварају 19% преузетих фабрика у кратком периоду након преузимања. Ови резултати указују да предузећа након преузимања, одређују границе своје величине, вршећи реструктурирања како би на најбољи начин искористила своје компаративне предности и побољшала перформансе преосталих делова имовине.

Maksimović и остали (2011) полазе од теорија организационих способности предузећа, које наглашавају улогу маргиналних приноса и опортунитетних трошкова у одређивању граница предузећа. Ове теорије посматрају померање граница предузећа као одговор на шокове у грани који мењају њихову компаративну предност. Према овом гледишту, у одређеним гранама, организација и способности предузећа боље су прилагођене, него у другима. Предузеће настоји да управља имовином у гранама у којима ће остваривати највећу маргиналну корист. Након преузимања, предузеће ће продати имовину која није одговарајућа. Предузеће мења своје границе одговарајући на нове информације о својој компаративној предности у оквиру гране. Након преузимања, предузеће задржава делове који ће му помоћи у остваривању компаративне предности, а продаје остале делове.

Како би се фокусирали на суштинске ствари аутори полазе од претпоставке да предузеће које врши преузимање послује у једној области и да је једина постаквизициона одлука да ли задржати или продати пословни сегмент предузећа. Оптимална величина предузећа остварује се у тачки у којој је маргинална продуктивност пословног сегмента предузећа једнака опортунитетним трошковима

(вредност која би се могла остварити када би се ови пословни сегменти продали). На слици 13, маргинална продуктивност пословног сегмента предузећа превазилази његове опортунитетне трошкове и величина предузећа је иницијално мања од оптималне величине. Након мерцера, величина предузећа које је извршило преузимање је већа од његове оптималне величине и предузеће продаје пословне сегменте док не постигне оптималну величину.



**Слика 13** Однос између маргиналне продуктивности и опортунитетних трошкова пословних сегмената предузећа-купца и броја пословних сегмената циљног предузећа који се задржавају или продају током процеса постаквиизиционог реструктурирања

Извор: Maksimovic et al., V., 2011, 321

Meyer и Lieb-Doczy (2003) проучавају постаквиизиционо реструктурирање предузећа у транзиционим економијама, у којима се, пре свега, врши реконфигурација производног процеса, затварањем нерентабилних производних линија, мењањем инпута и аутпута и врши прекрајање граница предузећа на основу разматрања трансакционих трошкова. Као неопходност у оваквим условима аутори истичу промену конфигурације ресурса, вештина и способности предузећа, начина организовања и интеракције са окружењем. Радикалне промене, изазване економском транзицијом, захтевају од предузећа изградњу нових способности, а од појединаца у предузећима промену рутине, образаца интеракција, ставова и система вредности.

Може се закључити да су мере постаквиизиционог реструктурирања, попут реорганизације пословних функција, промене састава менаџмент тима, смањивања броја запослених, дезинвестирања одређених делова имовине, усмерене у правцу унапређења конкурентности пословања. Очекивање је да ће примена оваквих мера утицати на ревитализацију пословања предузећа, путем смањивања трошкова, повећања менаџерске ефикасности, трансфера знања.

## 2. ДЕЗИНВЕСТИРАЊА ИМОВИНЕ ПРЕДУЗЕЋА – ЦИЉЕВИ И МОТИВИ

Трансакције мерцера и аквизиција пружају организацијама важне механизме за искоришћавање могућности и прилагођавање променама у пословном окружењу. У овом процесу прилагођавања важну улогу имају и трансакције дезинвестирања (*divestment, divestiture*) које омогућавају организацијама да периодично изврше поновно усклађивање својих портфолиа производа/услуга са тржиштем, уновче потцењену имовину и генеришу готовину коју ће употребити на ефикаснији начин (Gole & Hilger, 2008, 2). Реч је о трансакцијама којима се изазивају дисконтинуелна и значајна смањења ангажованих средстава у предузећу, а спроводе се продајом или издвајањима пословних сегмената – пословних линија, пословних јединица, дивизија или зависних предузећа (Тодоровић, 2010, 265).

Прегруписавање ресурса и дезинвестирање имовине су елементи динамичког процеса у коме предузеће мења своје пословање путем другачијег комбиновања интерних и екстерних ресурса. Саргон и остали (2001) сматрају да аквизиције помажу предузећима да модификују своје компетенције у складу са променама у окружењу, а које са собом повлаче и активности прегруписавања и елиминисања одређених ресурса. Дезинвестирања често имају за циљ побољшање стратегијских, организационих и финансијских исхода, проширујући границе својих могућности и откривајући додатне синергије (Moschieri, 2011). Nguyen и остали (2013) истичу да дезинвестирања, омогућавајући предузећима да изврше оптимизацију пословног портфолиа доприносе креирању вредности за акционаре.

Управљање трансакцијама дезинвестирања представља велики изазов за менаџере који треба да упореде различите методе дезинвестирања и одаберу оне за које верују да ће представљати најефективнији одговор на основни мотив дезинвестирања, а истовремено произвести највећу финансијску корист.

### 2.1. Мотиви дезинвестирања имовине предузећа

Током последње деценије, мерцери, аквизиције и друге форме експанзије пословања нагло су опале и велики број конгломерата прибегавао је трансакцијама дезинвестирања фокусирајући своје пословање на суштинску компетентност. Постоји велики број теорија зашто предузећа приступају трансакцијама дезинвестирања. Оне се односе на повећање корпоративног фокуса, побољшање усклађености отклањањем нежељеног пословања из ранијих аквизиција, промене у

екстерном окружењу, жељу да се напусти пословање са лошим перформансама, прилив готовине, повећање финансијске транспарентности, затварање информационог гена и др. Сви ови мотиви се могу груписати у три целине: стратегијски мотиви, финансијски мотиви и мотиви повећања менаџерске ефикасности.

### **2.1.1. Стратегијски мотиви дезинвестирања имовине предузећа**

Стратегијски мотиви дезинвестирања односе се на предузимање корективних или проактивних мера како би се креирала и одржала конкурентска предност. Док се проактивним мерама настоји извршити редизајнирање, подела или трансфер имовине и пословних јединица у циљу неопходних прилагођавања променљивим тржишним условима, корективна дезинвестирања настоје да исправе грешке претходне стратегије или недостатке реаговања на неопходна прилагођавања.

Најчешће навођен мотив дезинвестирања односи се на *повећање корпоративног фокуса*. Управљање високо диверзификованим предузећем представља велики изазов за менаџере који услед недовољног познавања различитих области пословања често не доносе адекватне инвестиционе одлуке. У циљу поједностављења свог пословног портфолија, предузећа могу да се фокусирају на оне пословне сегменте који имају највећи потенцијал за раст, излазећи из пословања које није повезано са основном пословном стратегијом предузећа (DePamphilis, 2010, 581). Дезинвестирања пословног сегмента који није повезан са језгром бизниса може отклонити негативне синергије које постоје између пословног сегмента и компаније и ослободити ресурсе за које ће се пронаћи боља примена (Fogh, 2009).

Мотив за спровођење дезинвестирања може бити везан и за *побољшање стратегијске усклађености отклањањем редундантне имовине стечене аквизицијом*. Предузећа која су извршила преузимања могу располагати одређеном имовином која није усклађена са примарном стратегијом. Одбацивањем ове редундантне имовине ослобађају се новчана средстава која се могу употребити за финансирање аквизиције и омогућава менаџменту да се фокусира на интегрисање преосталог пословања.

Трансакције дезинвестирања могу настати одмах након преузимања, када је предузеће које је извршило преузимање од почетка заинтересовано само за специфични део пословања циљног предузећа, кога ће задржати, а извршити одвајање (*spin-off*) остатка пословања. Поред тога, трансакције дезинвестирања

могу да се изврше и касније, уколико се очекиване синергије нису оствариле и предузеће на тај начин врши корекцију ранијих грешака или схвата да не жели да обезбеђује додатне инвестиције за дати пословни сегмент. Постоји и друга перспектива међузависности М&А и дезинвестирања: Dgranikoff и остали (2002) истичу да предузећа која активно управљају својим пословним портфолијима, путем аквизиција и дезинвестирања, креирају већу вредност за акционаре у поређењу са предузећима која пасивно теже свом постојећем пословању. Према њиховом мишљењу, редовно дезинвестирање пословања коме недостаје стратегијска усклађеност са постојећим пословањем, без обзира колико је оно добро, обезбеђује да преостале јединице остваре свој пуни потенцијал и да предузеће као целина остваре снажнији раст.

Одлуке о дезинвестирању најчешће су резултат дисциплинујућег стратегијског планирања или процеса прилагођавања портфолиа променама у предузећу и у окружењу. Напред наведени мотиви односе се на *прилагођавања новим условима пословања*. Екстерне промене, које се односе на макроекономске, технолошке, регулаторне промене могу исто тако да покрену дезинвестирања. Економска криза, која је започела 2008. године, погодила је предузећа на глобалном нивоу, што се одразило на пад профита, отежано финансирање сопственим капиталом, смањење могућности позајмљивања капитала, пад поверења у финансијска тржишта и довело до повећања активности дезинвестирања. Поред тога, технолошке промене скраћују животни циклус производа, повећавајући вероватноћу дезинвестирања будући да предузећа често нису у стању да се довољно прилагоде новим условима (Søgaard et al., 2011). Дезинвестирања могу бити покренута услед регулаторних питања, када предузеће које врши преузимање угрожава конкуренцију и крши антимонополско законодавство. Регулаторне агенције могу одобрити преузимање уколико је предузеће спремно да изврши дезинвестирање одређених пословних сегмената (DePamphilis, 2010).

Стратегијским мотивима покренута дезинвестирања могу бити усмерена на предузимање било корективних мера, којима се исправљају раније грешке или проактивних мера којима се настоје извршити неопходна прилагођавања макроекономским, технолошким, регулаторним променама. Стратегијски мотивисана дезинвестирања настоје да повећају корпоративни фокус, побољшају стратегијску усклађеност отклањањем редундантне имовине или допринесу прилагођавању предузећа измењеним условима пословања.

### 2.1.2. Финансијски и менаџерски мотиви дезинвестирања имовине предузећа

Најчешћи финансијски мотив за дезинвестирање односи се на *напуштање пословања са лошим перформансама* чиме предузећа настоје да повећају профитабилност. Ravenscraft и Scherer (1987) открили су да пад профитабилности пословних јединица најчешће доводи до дезинвестирања. Предузећа често напуштају пословање које дуже времена нема успеха у остваривању захтеваних минималних стопа приноса. Продаја пословног сегмента који има лоше перформансе и тиме умањује укупну профитабилност предузећа заснива се на препознавању менаџмента да пословни сегмент већ дуже времена није усклађен са тржиштем и, отуда, није добар кандидат за даља инвестирања. У таквим ситуацијама, прекид инвестирања или недовољно инвестирање вероватно би изазвало спиралу даљег погоршања перформанси (Gole & Hilger, 2008, 4), тако да је рационалније приступити трансакцији дезинвестирања.

Финансијске проблеме предузећа, осим лоших перформанси, може изазвати и *недостатак капитала за финансирање*. У ситуацији када је скупо доћи до средстава за финансирање нових инвестиција, активности дезинвестирања могу имати улогу тржишта капитала унутар предузећа. Предузеће може одлучити да финансира нове аквизиције путем продаје или делимичне продаје пословних јединица које нису од стратегијског значаја или не остварују очекивања у погледу перформанси.

*Излаз предузећа из финансијских неприлика* може бити још један од финансијских мотива дезинвестирања. За предузећа која се услед претераног задуживања и/или лоших перформанси налазе у финансијским неприликама једини циљ у кратком року је опстанак. У таквим околностима, предузеће може одлучити да изврши продају профитабилног и стратегијски усклађеног пословног сегмента како би дошло до додатног прилива готовине која би се искористила за измирење дугова (Gole & Hilger, 2008).

Мотив дезинвестирања дела предузећа може бити и *привлачење инвестиција*, односно уверење да ће, након одвајања, и матично предузеће и осамостаљени део остварити бољи приступ тржишту капитала (Gaughan, 2002, 402). Инвеститорима може бити тешко да изврше категоризацију предузећа која су спојена у оквиру великог диверзификованог предузећа. Једна група инвеститора може бити заинтересована за улагање у једну област пословања, а друге области сматрати ризичним или са недовољним потенцијалом за раст. Одвајање имовине (*spin-off*) омогућује лакши приступ тржишту капитала и прибављање неопходних



инвестиција. Раздвајање појединачних сегмената предузећа и њихово осамостаљивање доводи до тога да тржиште може бити у стању да више вреднује те делове него када су комбиновани заједно.

*Мотиви повећања менаџерске ефикасности*, који се манифестују путем деловања механизма корпоративне контроле, могу подстаћи одређена дезинвестирања. Раздвојеност власништва од контроле у акционарским предузећима креира могућност испољавања опортунистичког понашања менаџера који, уместо да теже максимирању вредности за акционаре, теже личним циљевима. Менаџери могу тежити „изградњи империја“ и претерана самоувереност у сопствене способности одвраћа их од предузимања неопходних корективних активности. Одлуке о отуђењу делова имовине тешко се доносе, јер се могу тумачити као знак неуспеха и представљати потврду да су иницијалне одлуке менаџера биле погрешне. Уколико су механизми корпоративне контроле ефикасни у спречавању опортунистичког понашања менаџера, тада ће се одлуке о дезинвестирању пре донети.

Испољавање опортунистичког понашања менаџера настаје услед асиметричне информисаности. Уопштено посматрано, информације су најчешће асиметрично расподељене између учесника у трансакцији. Менаџери често имају комплетнију информацију о производу или услузи коју нуде, док се аутсајдери ослањају на информације које су менаџери вољни да са њима поделе. Ове разлике у информисаности стварају услове у којима менаџери могу да прикрију трошкове и манипулишу приходима, чинећи инвеститоре подложним проблемима негативне селекције и/или моралног хазарда. Из ових разлога, инвеститори често не могу знати да менаџери држе непрофитабилну имовину, будући да укупне перформансе замагљују перформансе које остварује дати пословни сегмент. Без детаљних информација о пословању пословних сегмената, тржиште рационално додељује просечне перформансе сваком од њих. Ово уједињавање резултата доводи до потцењивања пословних сегмената са добрим перформансама и прецењивања оних са лошим перформансама. У овој ситуацији, оптимална одлука је дезинвестирање пословног сегмента са лошим перформансама (Eckbo & Thorbyn, 2008). DePamphilis (2010) се слаже да путем дезинвестирања, предузећа смањују своју комплексност и постају транспарентнија на тржишту чиме се повећава вероватноћа прецизнијег вредновања од стране инвеститора.

Поред стратегијских разлога, дезинвестирања могу бити покренута и услед финансијских или разлога повећања менаџерске ефикасности. Финансијски мотиви покрећу дезинвестирања којима се настоји побољшати перформансе, прибавити додатни капитал за финансирање или за измирење дугова, уколико су предузећа у

финансијским неприликама. С друге стране, испољавање опортунистичког понашања менаџера, може довести до претераног укрупњавања предузећа и у таквим околностима, неопходна су дезинвестирања којима би се повећала менаџерска ефикасност, смањила комплексност предузећа и креирала већа вредност за акционаре.

## 2.2. Типови трансакција дезинвестирања

За све типове дезинвестирања заједничко је да врше трансфер контроле над имовином од матичног предузећа ка новим власницима, делимично или у потпуности. Једном када предузеће одлучи да је регруписавање имовине неопходно, менаџери треба да размотре које алтернативе им стоје на располагању и које ће од њих бити најефикасније у остваривању жељених циљева. Типови и дефиниције различитих метода дезинвестирања имовине предузећа дати су у табели 18.

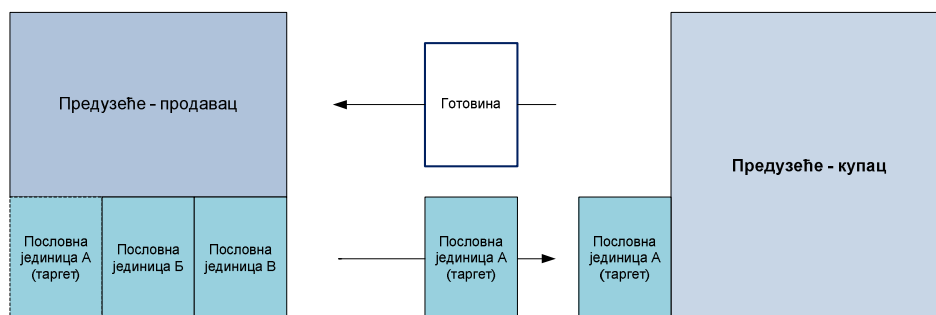
**Табела 18** Типови и дефиниције метода дезинвестирања имовине предузећа

Типови дезинвестирања	Дефиниција
<b>А. Примарне методе дезинвестирања</b>	
Продаја имовине ( <i>sell-off</i> )	Продаја дивизиона, зависног предузећа, производне линије или друге имовине другом предузећу, обично за готовину.
Одвајање имовине ( <i>spin-off</i> )	Предузеће својим акционарима на сразмерној основи (про-рата) врши дистрибуцију акција пословног сегмента, који се одваја и постаје засебан ентитет.
Јавне продаје власништва у пословном сегменту (ЕСО)	Продаја дела власништва над пословним сегментом путем иницијалне јавне понуде акција сегмента, који се одваја и постаје засебан ентитет.
<b>Б. Варијације метода дезинвестирања</b>	
Цепање предузећа ( <i>split-up</i> )	Раздвајање предузећа на више делова (осамостаљених предузећа).
Пратеће акције	Формирање посебне класе акција чија је вредност базирана на новчаним токовима пословног сегмента; понекад могу бити понуђене и на финансијском тржишту кроз јавну понуду.

Извор: Weston et al., 2004, 289

### 2.2.1. Продаја делова предузећа

**Трансакције продаје (*sell-off*)** односе се на продају дивизиона, зависног предузећа, производне линије или друге имовине другом предузећу. Оне представљају значајан део активности М&А. У 1980-тим и раним 1990-тим годинама, око 35-45% трансакција М&А представљало је заправо продају претходно преузетих јединица (Carron et al., 2001). На примеру 33 компанија током периода од 1950. до 1986. године, Porter (1987) је показао да су ове компаније извршиле дезинвестирања (*sell-off*) код 53% случајева преузимања. Ravenscraft и Scherer (1987) утврдили су да је 33% преузимања извршених током 1960-тих и 1970-тих година касније продато. Максимални нивои активности *sell-off*-а забележени су средином 1970-тих, почетком 1990-тих и почетком 2000-тих, следећи периоде интензивних активности М&А крајем 1960-тих, 1980-тих и у другој половини 1990-тих.



Слика 14 Продаја имовине (*sell-off*)

Извор: Fogh, 2009, 9

Трансакција продаје делова предузећа укључује три стране, предузеће које преузима имовину (купац), предузеће које врши дезинвестирање (продавац) и зависно предузеће или дивизион који се продаје (таргет), као што је приказано на слици 14. Посматрано са аспекта предузећа-купца и таргета, трансакција представља аквизицију, док је то трансакција дезинвестирања са аспекта предузећа које продаје део имовине. Предузеће-купац преузима корпоративну контролу над таргетом и апсорбује га у оквиру своје организационе структуре.

Финансирање трансакције врши се готовином, али и акцијама (Weston, et al., 2004). Прилив од продаје реинвестира се у преостали бизнис, а може се и дистрибуирати повериоцима за измирење дугова или вратити акционарима било у виду исплате ликвидационих дивиденди или путем откупа акција. Иако се путем

ове трансакције елиминише део имовине, предузеће које врши *sell-off* наставља да egzистира у суштински истој форми, као и пре продаје, што значи да се број акција, акционара и власничка структура предузећа не мењају. Продаја имовине може проузроковати значајне пореске обавезе: разлика између продајне и књиговодствене вредности продате имовине представља капиталну добит (или губитак) који се опорезује.

Одређени аутори истичу да је висока стопа постаквизиционих продаја имовине последица неуспеха аквизиције (Porter, 1987; Ravenscraft & Scherer, 1987). С друге стране, велики број аутора има позитиван став о продаји средстава, истичући да након преузимања долази до тога да предузећа располажу ресурсима које би се могла упослити у већем обиму, док су одређени ресурси сувишни. Према овом гледишту, дезинвестирање је део процеса консолидације који помаже предузећу да повећа ефикасност путем продаје вишка капацитета (Jensen & Ryback, 1983; Anand & Singh, 1997).

### ***Доношење одлуке о продаји пословног сегмента***

Финансијска процена пословног сегмента који предузеће намерава да дезинвестира треба да се спроведе на логичан начин. Следећи генерални кораци део су општег процеса евалуације (Gaughan, 2005, 280):

1. *Процена новчаних токова пословног сегмента након плаћања пореза.* У питању је почетни корак процеса евалуације. Предузеће треба да процени новчане токове пословног сегмента након плаћања пореза. Ово захтева прилагођавање новчаних токова који настају од продаја у оквиру матичног предузећа и трошкова услуга које оно пружа. Продаја у оквиру матичног предузећа односи се на приход пословног сегмента који се остварује од продаје производа или пружања услуга другом пословном сегменту који је у власништву истог предузећа. Предузеће може за обрачун овог прихода да користи трансферне цене производа. Уколико трансферне цене не одражавају стварне тржишне цене, приход који се остварује унутар предузећа може бити вештачки висок или низак, тако да је неопходно да се коригује према стварним тржишним ценама (DePamphilis, 2010).
2. *Одређивање дисконтне стопе пословног сегмента.* Неопходно је утврдити садашњу вредност новчаних токова пословног сегмента након плаћања пореза. Да би се то утврдило, неопходно је да се утврди специфична дисконтна стопа која се односи на пословни сегмент, узимајући у обзир ризик који је карактеристичан само за дати пословни сегмент. Трошкови капитала других

предузећа у истој грани (или предузећа у другим гранама које имају сличну профитабилност, раст и ризик) је често добра замена за дисконтну стопу пословања које се анализира.

3. *Обрачун садашње вредности пословног сегмента након плаћања пореза.* Коришћењем дисконтне стопе, обрачунава се садашња вредност сваког пројектованог новчаног тока након пореза. Сума свих ових садашњих вредности представљаће садашњу вредност датог пословног сегмента.

4. *Одузимање обавеза од садашње вредности пословног сегмента.* Претходни корак не узима у обрачун обавезе пословног сегмента. Тржишну вредност ових обавеза треба одузети од садашње вредности новчаних токова након пореза. Овај резултат представља нето вредност пословног сегмента као дела предузећа, под претпоставком да се задржи власништво над тим сегментом.

$$NOL = \sum_{i=1}^n \frac{ATCF_i}{(1+k)^i} - MVL \quad (6.1)$$

Где је:

NOL – нето вредност пословног сегмента који је у власништву матичног предузећа (*net of liability of the division*),

ATCF – новчани токови након плаћања пореза,

MVL – тржишна вредност обавеза.

5. *Одлука о томе да ли спровести дезинвестирање.* Принос који предузеће може остварити од продаје пословног сегмента (DP – *divestiture proceeds*) се упоређује са нето вредношћу датог сегмента (NOL- *net of liability of the division*). Уколико је принос од дезинвестирања, односно нето продајна цена већа од вредности коју би пословни сегмент могао да оствари уколико би наставио да функционише као део предузећа, тада треба донети одлуку о продаји. Односно, уколико је:

DP > NOL - извршити продају пословног сегмента,

DP = NOL - остале факторе треба узети у обзир приликом доношења одлуке,

DP < NOL - задржати пословни сегмент.

Предузеће које врши продају имовине може на тај начин да креира вредност за акционаре уколико је нето прилив од готовине већи од садашње вредности изгубљених новчаних токова од датих средстава. С друге стране, купац може бити у стању да оствари добру вредност – посебно у ситуацији када је могуће извршити адекватну комбинацију датог сегмента са постојећим пословањем, што ће довести до остваривања синергетских ефеката. Осим тога, са новим средствима

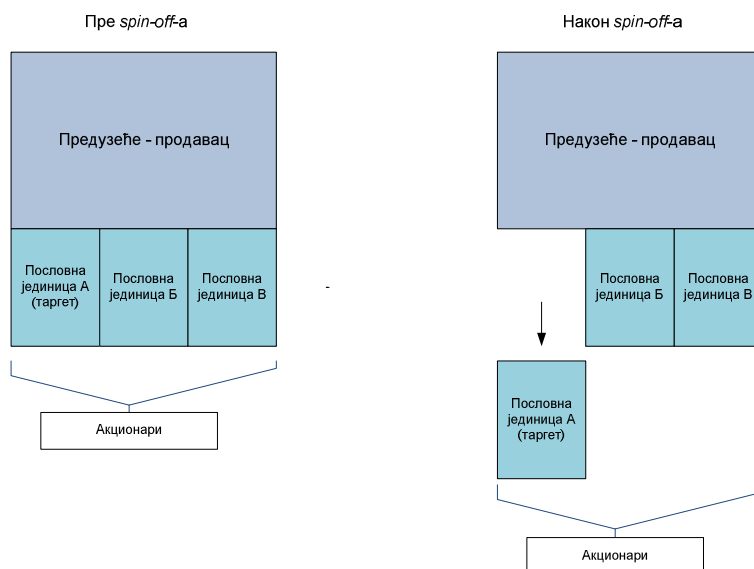
купац може редуковати перцепцију сопственог ризика у очима инвеститора, што ће довести до смањења захтеваних стопа приноса и његове цене капитала (Годоровић, 2010, 266).

Иако продајна вредност може превазилазити вредност пословног сегмента, матично предузеће може изабрати да задржи дати сегмент из стратегијских разлога. На пример, матично предузеће може да верује да производи датог пословног сегмента могу олакшати продају осталих производа које предузеће нуди. У другом случају, пословни сегмент може да пружа веома комплексне компоненте које су од кључног значаја за склапање финалних производа од стране других пословних сегмента.

### 2.2.2. Одвајање делова предузећа

Један од начина на који предузеће може дезинвестирати одређени пословни сегмент и повећати фокус пословања је коришћењем *транзакције одвајања (spin-off)*. Путем ове транзакције, предузеће својим акционарима на сразмерној основи (*pro-rata*) врши дистрибуцију акција пословног сегмента, који се одваја и постаје засебан ентитет (слика 15). Важно је нагласити да се ради о дистрибуцији нових акција пословног сегмента, а не акција матичног предузећа. Транзакција одвајања не подразумева разводњавање капитала, нити трансфер власништва од постојећих акционара. Након транзакције акционари држе две класе акција: акције матичног предузећа и акције одвојеног пословног сегмента, а нови ентитет постаје засебно акционарско друштво, чијим се акцијама тргује независно од матичног предузећа.

Транзакција одвајања подразумева јединствени начин дезинвестирања имовине будући да не подразумева никакве готовинске транзакције. Отуда, одвајање пословног сегмента није мотивисано жељом да се оствари прилив готовине како би се измирили дугови, што је често случај код осталих техника дезинвестирања. У пореском смислу, ова транзакција подсећа на поделу дивидендних акција и у великом броју законодавстава, тако се и третира. Такође, с обзиром да подразумева излазак на берзу, ова транзакција изазива веће транзакционе трошкове и траје дуже од транзакције продаје пословног сегмента.



Слика 15 Одвајање имовине (*spin-off*)

Извор: Fogh, 2009, 9

Одвојени пословни сегменти су потпуно независни од својих матичних предузећа са јасним циљевима и процесима доношења одлука. Одвајањем, ови пословни сегменти губе могућност остваривања синергија са матичним предузећем. Како су матично предузеће и пословни сегмент често активни у различитим линијама пословања и у различитим пословним окружењима, потенцијална синергија је ограничена и менаџери се суочавају са различитим оперативним и стратегијским изазовима. Међутим, користи од одвајања често превазилазе недостатке, јер се оба предузећа, укључена у *spin-off*, могу фокусирати на своје пословање, не бавећи се пословањем другог. Када више не постоји конфликт интереса са матичним предузећем, одвојени пословни сегмент може конкурентски приступити бившем матичном предузећу као купац, добављач или партнер. Поред тога, пословни сегмент може остварити корист од потпуне пословне и стратегијске слободе. С једне стране, пословни сегмент губи приступ интерном тржишту капитала свог ранијег матичног предузећа. С друге стране, може користити екстерне могућности финансирања који су прилагођенији његовим потребама (Rüdisüli, 2005).

Одвајање делова предузећа омогућава менаџерима да реорганизују пословање, а инвеститорима да боље разумеју и оцене потенцијал за креирање вредности реструктурираног предузећа (Krishnaswami & Subramaniam 1999). Такође, применом *spin-off* креирају се независни ентитети, смањују нејасноће везане за стратегијску контролу и омогућава инвеститорима да улажу у појединачне издвојене пословне сегменте. Штавише, матично предузеће које је

извршило реструктурирање и издвојени ентитети могу наставити сарадњу, али на ефикаснији начин у односу на претходни период. Дакле, *spin-off* ублажава информациону асиметрију која се јављала у системима стратегијске контроле, трансферише средства којима је тешко одредити вредност на тржиште капитала где се сагледавају као појединачне инвестиције и увећава транспарентност и ефикасност реструктурираног предузећа.

Посебну форму одвајања представља *транзакција деобе предузећа (split-off)*, која је слична *spin-off*-у у смислу да пословни сегмент постаје независна компанија са одвојеним акцијама којима се јавно тргује. Међутим, *split-off* укључује понуду размене, где се акционарима нуди да размене акције матичног предузећа за акције пословног сегмента, где матично предузеће откупљује сопствене акције. Као резултат размене, власничка структура у матичном предузећу и пословном сегменту је различита након *split-off*-а. Слично као и код одвајања (*spin-off*), транзакција деобе (*split-off*) не генерише додатну готовину матичном предузећу. Порески третман је такође сличан код *spin-off*-а.

Транзакције деобе не дешавају се тако често, делимично из разлога што је вредновање акција пословног сегмента од кључне важности за размену акција. Отуда овој транзакцији увек претходи *ECO (equity carve-out)* транзакција, која помаже у утврђивању тржишне вредности акција пословног сегмента. Услед малог броја *split-off*-а не постоји систематска емпиријска евиденција ових транзакција.

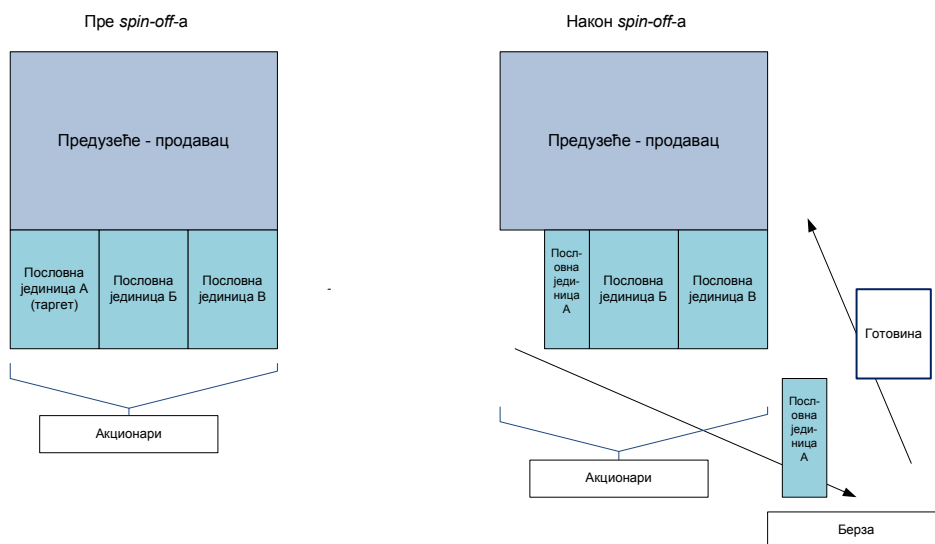
### 2.2.3. Јавне продаје власништва у пословном сегменту

Код *ECO (equity carve-out)* транзакције матично предузеће продаје део власништва над пословним сегментом путем иницијалне јавне понуде (*initial public offering - IPO*), креирајући пословну јединицу чијим се акцијама јавно тргује и која ће добити свој менаџмент тим. На слици 16 уочава се да компанија која врши дезинвестирање, путем *IPO* продаје део власништва над пословном јединицом А, а заузврат добија готовину, која може бити задржана од стране пословне јединице или се трансферисати матичном предузећу.

Матично предузеће често задржава контролни интерес, креирајући већинско учешће у пословном сегменту. Значајан разлог за задржавање већинског учешћа односи се на чињеницу да задржавање најмање 80% учешћа омогућава консолидацију у пореске сврхе. Очување могућности пореске консолидације је корисно из разлога што се пословни губици нерентабилних пословних сегмената могу неутралисати добицима рентабилног дела групе, умањујући тиме укупан порез консолидованог ентитета. У САД-у, уколико се задржи најмање 80% учешћа



у пословном сегменту може се касније извршити трансакција одвајања (*spin-off*), која би била ослобођена од пореза (Eckbo & Thorburn, 2008).



**Слика 16** Јавне продаје власништва у пословном сегменту (*ECO*)

Извор: Fogh, 2009, 10

*ECO* трансакције су карактеристичне у гранама у којима постоји висока неизвесност, висок раст продаје, као и значајно инвестирање у И&Р и маркетинг. Чини се да пословни сегменти чије се акције продају путем *ECO* трансакција имају висок потенцијал, што показује рацио цена акција/зарада по акцији, рацио тржишна/књиговодствена вредност, као и однос трошкова И&Р у ове пословне сегменте у односу на матично предузеће. Предузећа која врше продају дела власништва у пословном сегменту су обично велика, код којих пословни сегмент представља само мали удео у укупним активностима (Perotti & Rossetto, 2007).

Sudarsanam (2003, 256), истиче да *ECO* трансакције могу бити мотивисане потребама повећања фокуса предузећа, повећања аутономије пословног сегмента или јачања свести на тржишту капитала о овим активностима. Како се путем ове трансакције остварује прилив готовине, она пружа могућност повећања средстава за реинвестирање у пословном сегменту, исплату дугова или плаћање дивиденди у матичном предузећу. Акције креиране за сврхе *ECO* трансакције често се користе у подстицајним програмима менаџмента пословног сегмента или као средство плаћања код преузимања уколико матично предузеће касније одлучи да зависно предузеће расте (DePamphilis, 2010).

*ECO* је привремена организациона форма будући да највећи број *ECO* престаје да постоји, као независни ентитет чијим се акцијама тргује, током наредних неколико година, када се акције продају или бивају поново преузете од

стране матичног предузећа. Schipper и Smith (1986) истичу да је две трећине од 76 *ЕСО* пословних сегмената касније поново преузето од стране матичног предузећа (23), продато (17), одвојено (4) или ликвидирано (4). Поред тога, Klein и остали (1991) открили су да брже долази до трансакција продаје, него до поновних преузимања, као и да је вероватноћа поновних преузимања већа када матично предузеће задржи 80% и више акција пословног сегмента. Perotti и Rossetto (2007) посматрају *ЕСО* трансакције као начин да матично предузеће добије информације од тржишта о вредности пословног сегмента као независног ентитета. Иако је трансакција скупа, доприноси генерисању информација о оптималној алокацији власништва пословног сегмента. Отуда, *ЕСО* утиче на доношење праве одлуке о томе да ли изабрати продају пословног сегмента или извршити његово поновно преузимање, што објашњава привремену природу *ЕСО*.

Трансакција *ЕСО* по одређеним карактеристикама подсећа на трансакцију одвајања (*spin-off*) будући да код обе трансакције долази до одвајања пословног сегмента од матичног предузећа, који наставља да послује као независан ентитет. Међутим, кључна разлика између *spin-off*-а и *ЕСО* трансакције огледа се у томе да код *ЕСО* трансакције матично предузеће остварује прилив готовине од продаје акција, док код *spin-off*-а, долази до одвајања пословног сегмента од матичног предузећа, и матично предузеће у највећем броју случајева не остварује прилив готовине – нове акције се дистрибуирају акционарима матичног предузећа који ће бити власници акција и у матичном и одвојеном предузећу (Gaughan, 2005). Друга разлика односи се на чињеницу да, код трансакције одвајања, матично предузеће губи контролу над осамостаљеним ентитетом, док код *ЕСО* трансакције матично предузеће најчешће не губи контролу, већ само дозвољава креирање мањинског јавног учешћа у сопственом капиталу зависног предузећа (Тодоровић, 2010).

Постоје одређене сличности између *ЕСО* и осталих типова јавних понуда акција. И код *ЕСО* и код јавних понуда акција, предузеће емитује акције и заузврат остварује прилив готовине. Међутим, код јавне понуде акција емитују се нове акције у матичном предузећу, чиме се разводњава власништво постојећих акционара (Gaughan, 2005). Код *ЕСО*, матично предузеће одваја пословни сегмент који, већ дуже времена, није усклађен са његовим плановима, при чему не долази до разводњавања капитала матичног предузећа, односно број акција, акционара и власничка структура матичног предузећа остају непромењени. С друге стране, база акционара у зависном предузећу може бити различита него код матичног предузећа, као резултат јавне продаје капитала.

Свакодневно пословање *ЕСО* пословног сегмента је под снажном везом матичног предузећа, тако да синергије могу и даље да се реализују, што

представља *предност* овог типа трансакције. Међутим, постоји велики број *недостатака ЕСО* трансакције уколико је само мањински удео власништва продат. Главна слабост односи се на појаву могућег конфликта између два предузећа. Проблем настаје из разлога што менаџери пословног сегмента имају нову групу акционара који имају различите циљеве, захтеве и интересе у односу на првобитне акционаре. Овај конфликт може довести до неоптималног процеса доношења одлука и угрозити перформансе оба предузећа (Rüdisüli, 2005). Поред тога, матично предузеће које је још увек већински власник пословног сегмента, не може у потпуности да се фокусира на своје пословање, када га још увек интересују оперативне перформансе и стратегијски потези пословног сегмента. Менаџмент пословног сегмента мора да испуни очекивања својих највећих акционара и отуда нема потпуну слободу деловања. Потенцијални купци, добављачи и партнери су тога свесни и оклевају да потпишу дугорочне уговоре са пословним сегментом. Отуда, *ЕСО* доноси конфликт интереса, ограничава стратегијску флексибилност, ограничава приступ добављачима и купцима. Недостатак раздвајања два ентитета спречава пословни сегмент, као и матично предузеће да у потпуности остваре свој потенцијал.

#### 2.2.4. Пратеће акције

*Пратеће акције (tracking stocks, targeted stock)* представљају посебну врсту акција које емитује матично предузеће, а које “прате” или зависе од финансијских перформанси одређене пословне јединице или пословног дивизиона предузећа. Пратећим акцијама се тргује као одвојеним хартијама од вредности. Као резултат тога, уколико пословна јединица или дивизион послују добро, вредност пратећих акција може да расте – чак и уколико компанија као целина послује лоше и обрнуто. Уколико се на пратеће акције плаћа дивиденда (постоје пратеће акције које не подразумевају исплату дивиденди), њена висина зависиће од перформанси пословне јединице или дивизиона. Диверзификовано предузеће задржава своју легалну форму као један консолидован ентитет, са истим одбором директора и менаџмент тимом.

У највећем броју случајева, пратеће акције се креирају када предузеће одобрава једну или више нових класа акција и одређује специфичне пословне сегменте чије ће перформансе ове акције пратити. Постоји неколико начина да се изврши дистрибуција пратећих акција. Оне могу бити бесплатно дистрибуиране постојећим акционарима. Међутим, најчешћи начин је продаја пратећих акција путем јавне понуде, чиме долази до прилива готовине матичном предузећу. Када се

---

пратећим акцијама јавно тргује, неопходно је да се саставе посебни финансијски извештаји за дати пословни сегмент (Eckbo & Thorburn, 2008).

Пратеће акције креирају тип „квази чисте игре“, будући да, са једне стране, дозвољавају предузећу да задржи своје интерно тржиште капитала, дели одређене фиксне трошкове и ресурсе, а са друге стране, захтева подношење посебних финансијских извештаја што, у одређеној мери, значи раздвајање пословног сегмента и матичног предузећа. Пратеће акције омогућавају да менаџерске компензације прате не само укупне перформансе предузећа, већ и перформансе датог пословног сегмента.

Пратеће акције не представљају доказ власништва над средствима матичног предузећа, нити сегмента, већ само доказ права на део добитка и новчане токове тог сегмента (Тодоровић, 2010). Код овог типа трансакције, у правном смислу, не долази до раздвајања имовине и обавеза. Конкретно, свака класа пратећих акција наставља да буде одговорна за обавезе предузећа, из разлога што предузеће као целина задржава власништво над укупном имовином. Отуда се средства пословног сегмента могу користити за измирење корпоративних обавеза.

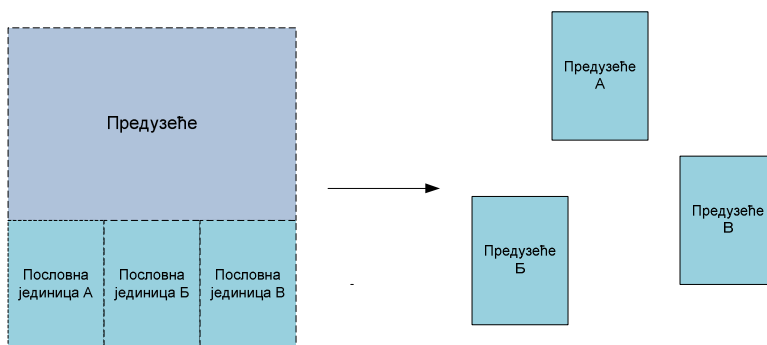
Иако су одређени разлози за усвајање пратећих акција исти као и код осталих типова трансакција дезинвестирања, постоје одређене дистинктивне карактеристике пратећих акција. *Прво*, пратеће акције чувају интерно тржиште капитала које би иначе било уништено уколико би се спровела трансакција одвајања (*spin-off*). Отуда, са пратећим акцијама, компанија може да настави да врши реалокацију ресурса између пословних сегмента, задржавајући могућност реализовања оперативних синергија. *Друго*, пратеће акције чувају ефекте диверзификације, потенцијално смањујући цену дуга из разлога што се дуг враћа из имовине консолидованог ентитета, док код одвајања (*spin-off*) основу за позајмљивање средства представља имовина пословног ентитета, а не читавог предузећа. *Треће*, из разлога што предузеће које издаје пратеће акције плаћа порез као консолидовани ентитет, постоји могућност да се губици из пословних сегмента чије перформансе прате дате акције, користе за смањивање опорезивог добитка. *Четврто*, структура са пратећим акцијама може имати ниже корпоративне режијске трошкове у поређењу са трансакцијама одвајања (*spin-off*) и *ECO (equity carve-out)*, зато што такви трошкови могу да се распореде на већи корпоративни ентитет са једним тимом менаџера и одбором директора (Billet & Mauer, 2000).

Пратеће акције могу бити креиране као резултат преузимања једне компаније од стране друге. Тако је најраније коришћење пратећих акција било везано за преузимање *Electronic Data Systems* од стране *General Motors*-а 1984. године (D'Souza & Joacob, 2000). *General Motors* је емитовао пратеће акције као део

плаћања за *Electronic Data Systems*. Наредне године, компанија *General Motors* је извршила преузимање и *Hughes Aircraft*, након чега је уследило емитовање пратећих акција. У оба случаја, пратеће акције су дизајниране тако да прате економске перформансе преузете компаније. Постојеће акције компаније која је извршила преузимање су онда редизајниране да прате све послове компаније, укључујући и нова преузета пословања (Billet & Mauer, 2000).

### 2.2.5. Цепанье предузећа

Трансакција *цепанья предузећа (split up)* представља корпоративну активност у којој се једно предузеће цепа на два или више одвојених и независних предузећа (слика 17). До цепанья предузећа може доћи услед спровођења серије трансакција дезинвестирања: *ECO*, *spin-off* и *split-off* трансакција. Акционари размењују своје акције у матичном предузећу са акцијама у једној или више нових предузећа која ће настати цепаньем. Након *split-up*-а, матично предузеће престаје да постоји. Један од познатијих примера ове трансакције односи се на цепанье америчке телекомуникационе корпорације AT&T, која је у периоду од 1995-1996. подељена у три јавно поседоване корпорације, док је четврти део продат.



Слика 17 Цепанье предузећа (*split-up*)

Извор: Аутор, на основу Fogh, 2009

Предузеће се може поделити на већи број предузећа из више разлога, али је најчешће реч о стратегијским разлозима или због одлука регулаторних институција. Нека предузећа имају велики број пословних сегмената, која су често потпуно неповезана. У таквим случајевима, једном менаџмент тиму може бити тешко да максимира профитабилност свих пословних сегмената. За акционаре може бити корисније уколико дође до цепанья предузећа на неколико одвојених предузећа, тако да се сваким независно управља и делује у правцу остваривања максималног профита. Регулаторне институције такође могу иницирати цепанье

предузећа, обично услед његове монополске позиције. У оваквој ситуацији, обавезно је да сваки сегмент буде потпуно независан од другог, што доводи до нестајања монополске позиције.

### 2.3. Компарација различитих типова трансакција дезинвестирања

Трансакције продаје и *ECO* омогућавају матичном предузећу да оствари прилив готовине, за разлику од трансакција одвајања, деобе и цепања предузећа. Трансакција одвајања не подразумева промену у власништву, док код трансакције цепања, као и деобе може доћи до промене власништва када акционари матичног предузећа могу разменити своје акције за акције пословног сегмента. Матично предузеће наставља са пословањем код свих трансакција дезинвестирања, изузев код цепања када престаје да постоји.

**Табела 19** Кључне карактеристике алтернативних техника дезинвестирања

Карактеристике	Алтернативне технике					
	<i>Sell-off</i>	<i>Equity carve-out</i> и <i>IPO</i>	<i>Spin-off</i>	<i>Split-up</i>	<i>Split-off</i>	Пратеће акције
Прилив готовине матичном предузећу	да	да	не	не	не	да
Промене у власништву	да	да	не	понекад <sup>1</sup>	да	понекад
Матично предузеће престаје да постоји	не	не	не	да	не	не
Стварање новог ентитета	понекад	да <sup>2</sup>	да	да	не	не
Емитовање нових акција	понекад	да	да	да	не	да
Задржавање контроле од стране матичног предузећа	не	генерално	не	не	не	да
Опорезиво за акционаре	да <sup>3</sup>	да <sup>3</sup>	не <sup>4</sup>	не <sup>4</sup>	не <sup>4</sup>	не <sup>5</sup>

<sup>1</sup> Акционари матичног предузећа могу мењати своје акције за једну или више акција *spin-off*-а или одмах продати своје акције, што резултира у различитој дистрибуцији власништва.

<sup>2</sup> Примењује се само код *carve-out*-а зависног предузећа

<sup>3</sup> Средства су опорезива ако се врате акционарима у виду дивиденде или су порески одложена уколико се користе за откуп акција матичног предузећа.

<sup>4</sup> Трансакција генерално није опорезива уколико је адекватно структурирана.

<sup>5</sup> Само исплаћене дивиденде и добици од продаје акција су опорезиви.

Извор: DePamphilis, 2010, 597

До стварања новог правног ентитета долази углавном код свих трансакција, изузев код трансакције деобе. Осим код трансакције *ЕСО*, матично предузеће генерално губи контролу код над пословним сегментом који је укључен у трансакцију дезинвестирања. Трансакције одвајања, деобе и цепања предузећа нису опорезиве уколико су на адекватан начин структуриране и испуњавају одређене услове. Главне карактеристике алтернативних техника дезинвестирања сумарно су приказане у табели 19. У табели 20 наведене су карактеристике пословних сегмената матичног предузећа која учествују у трансакцијама продаје, одвајања или *ЕСО*.

**Табела 20** Карактеристике пословних сегмената који су предмет дезинвестирања путем продаје, одвајања или *ЕСО* трансакција

Техника дезинвестирања	Карактеристике
Продаја пословних сегмената ( <i>sell-off</i> )	Пословни сегмент је обично неповезан са осталим пословањем матичног предузећа. Перформансе пословног сегмента обично су лошије него перформансе матичног предузећа.
Јавне продаје власништва у пословном сегменту ( <i>ЕСО</i> )	Пословни сегменти предвиђени за <i>ЕСО</i> трансакције обично имају већу профитабилност и раст у односу на пословне сегменте који су предвиђени за одвајање или продају. Перформансе пословног сегмента често су више од перформанси матичног предузећа. Обично послују у гранама које карактерише виша тржишна у односу на књиговодствену вредност.
Одвајање пословних сегмената ( <i>spin-off</i> )	Пословни сегменти обично имају већу профитабилност и раст у односу на сегменте који су предвиђени за продају. Пословне перформансе су лошије него код матичног предузећа.

Извор: DePamphilis, 2010, 598

Која ће се трансакција дезинвестирања изабрати зависи од карактеристика пословних сегмената који су предмет дезинвестирања, као и потреба самог предузећа. Матично предузеће које спроводи трансакцију продаје пословних сегмента (*sell-off*) диверзификовано је у великом броју неповезаних послова и настоји да повећа стратегијски фокус или оствари прилив готовине. С друге стране, предузеће које користи *ЕСО* трансакцију обично послује у неким повезаним областима искоришћавајући у одређеном степену синергију и, путем ове трансакције, настоји да оствари прилив готовине. Отуда, матично предузеће, уколико жели да очува синергију радије тежи *ЕСО*, него продаји, или одвајању пословног сегмента. Предузеће која спроводи трансакцију одвајања (*spin-off*) често је веома диверзификовано, али у мањем степену у поређењу са оним предузећима која теже продаји пословних сегмената и имају мање потреба за повећањем готовине.

*ДЕО IV*

*МЕРЕЊЕ И ЕВАЛУАЦИЈА ЕФИКАСНОСТИ  
ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА*



## 1. МЕРЕЊЕ ЕФИКАСНОСТИ ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА

Широко је распрострањено уверење да се успех преузимања предузећа може дефинисати као креирање синергије, која се остварује када је вредност комбинованих предузећа већа него када она функционишу одвојено. Након трансакције преузимања, предузеће које је извршило преузимање мора бити ефективно у детерминисању антиципираних синергетских користи, доприносећи тиме побољшању укупне ефикасности М&А.

Перформансе М&А обухватају три подручја резултата: (а) финансијске перформансе (профит, принос на имовину, принос на капитал); (б) перформансе на тржишту производа (продаја, тржишно учешће) и (в) принос за акционаре (укупни принос за акционаре, додата економска вредност). Ефикасност М&А је шири појам од перформанси М&А и, осим њих, обухвата и бројне интерне перформансе повезане са ефикаснијим или ефективнијим пословањем или екстерна мерила која се односе на разматрања која су шира у односу на вредновања (било од стране акционара, менаџера или купаца) (Richard et al., 2009). У новије време пажња се посвећује имплементацији *Balanced Scorecard* који представља свеобухватнији модел мерења ефикасности који укључује финансијска и нефинансијска мерила перформанси. Meglio и Risberg (2011) дају своју класификацију мерила перформанси, што је приказано у табели 21.

**Табела 21** Класификација мерила перформанси М&А

	Врсте мерила	Димензије и индикатори
Финансијски домен	Тржишне перформансе	Ризик ( <i>Jensen</i> -ов алфа и бета коефицијент) Тржишна вредност (CAR, CAAR)
	Рачуноводствене перформансе	Профит (ROA) Раст (раст продаје) Лeverиц, ликвидност и новчани ток
Нефинансијски домен	Оперативне перформансе	Маркетинг (тржишно учешће) Иновативност (број патената) Продуктивност (редукција трошкова)
	Укупне перформансе	Успех (остваривање циљева М&А) Опстанак (дезинвестирање)

*Извор:* Meglio & Risberg, 2011, 422

---

Мерење стратегијских перформанси омогућује предузећу да усклади своје пословне активности са стратегијом и остварује мониторинг перформанси крећући се ка остваривању стратешког циља (Kennerley & Neely, 2003, 213-229). На овај начин, предузеће стиче услове да управља процесом како би остварило детерминисане циљеве, дефинишући кључне индикаторе организационих перформанси и сатисфакције купаца. Мерење перформанси има велики значај за ефективно и ефикасно управљање предузећем, будући да омогућава не само мерење степена остваривања циљева, већ и сагледавање шта доводи до побољшања резултата. Остале користи укључују: повећање одговорности и доношење одлука, усклађивање оперативних активности и ресурса са стратегијским циљевима, разумевање планираних активности и јасно комуницирање очекивања на свим организационим нивоима. Домановић (2012,32) наглашава улогу мерила перформанси у усмеравању пажње менаџера на дугорочне последице својих акција.

Schoenberg (2006, 361-370) истиче да алтернативна мерења перформанси М&А значе да истраживачи у овој области имају дилему приликом селекције адекватног мерила перформанси. Неконзистентност у литератури у погледу успеха аквизиција може се објаснити неконзистентном применом расположивих мерила перформанси.

У литератури не постоји слагање у погледу најбољег начина за мерење успеха аквизиције, као и у погледу тога у којој фази у процесу треба спровести мерење. Највећи број објављених истраживања о перформансама М&А базирао се на мерилима која прате промену цена акција. Поред ових мерила, најчешће су у употреби још и рачуноводствена мерила перформанси, као и мерила на бази субјективних процена менаџера или експерата у погледу степена остварења унапред дефинисаних циљева.

### 1.1. Мерење ефикасности базирано на кретању цена акција

Детерминисање успеха преузимања може се посматрати из неколико перспектива. *Прво*, може се процењивати успех М&А из перспективе акционара циљног предузећа, акционара предузећа које врши преузимање или да се сагледава комбиновани ефекат на све укључене акционаре. *Друго*, успех М&А може се посматрати из перспективе великог броја укључених интересних група, као што су кредитори, менаџери, запослени и купци. Како ове интересне групе имају различите интересе, преузимање може бити од користи за једну групу, а штетно за другу. Финансијска теорија обично посматра богатство акционара као примарни циљ, зато што акционари представљају крајње носиоце контролних права и главну фокусну тачку приликом евалуације успеха М&А.

DePamphilis (2010) наводи да су Zola и Meier (2008) анализирајући 88 емпиријских студија извршених у периоду од 1970. до 2006. године идентификовали 12 приступа за мерење утицаја преузимања на вредност за акционаре. У анализи преаквизиционих приноса, 41% студија користило је методологију базирану на промени цена акција, а 28% рачуноводствена мерила перформанси. Остале методологије процене односиле су се на мерење продуктивности и пословне ефикасности у постаквизиционом периоду, унапређење прихода и сатисфакције купаца. Најчешћи приступ који се користи у мерењу перформанси односи се на мерење промена цена акција, односно на истраживање могућности креирања вредности за акционаре како у циљном, тако и у предузећу које врши преузимање.

Први радови који се базирају на овој методологији представили су Fama, Fisher, Jensen и Roll. Реч је о тзв. студијама догађаја (*event study*), које користе промене у цени акција као мерило промена у вредности предузећа. Мерила перформанси базирана на промени цена акција посматрају ефекте које преузимање има на кретање цена акција укључених предузећа у периоду објављивања преузимања и закључења трансакције. Основни принцип који стоји иза таквих студија је истицање да је стратегијски циљ компаније да максимира вредност за акционаре. Модел праћења цена акција базиран је на утврђивању тзв. кумулативног абнормалног приноса (*cumulative abnormal return - CAR*). Стандардна методологија *event study* израчунава абнормални принос на следећи начин (Schoenberg, 2006):

$$AR_{it} = R_{it} - (a_i + b_i R_{mt}), \quad (4.1.)$$

Где су:

$AR_{it}$  - абнормални принос по акцији компаније која врши преузимање на дан  $t$ ;

$R_{it}$  - принос по акцији компаније која врши преузимање на дан  $t$ ;

$a_i$  - константа тржишног модела за компанију која врши преузимање;

$b_i$  - бета компаније која врши преузимање;

$R_{mt}$  - принос по акцији тржишног портфолија на дан  $t$ .

Овај принос је абнормални у смислу да одступа од приноса који би инвеститор очекивао у нормалној ситуацији (без преузимања) уз одговарајући ниво ризика. На пример, уколико инвеститор очекује да може остварити принос по акцији 10%, а након преузимања оствари 22%, тада је абнормални принос 12%. Високи позитивни приноси након објаве преузимања одражавају антиципиране будуће синергије.

Употреба методологије студије догађаја базира се на претпоставци о ефикасности тржишта капитала, што значи да цене акција благовремено и непристрасно реагују на нове информације и да промена у цени акција укључених предузећа, након сагледавања општег и систематског ризика, одражава вредност тог догађаја, односно преузимања (Cordin & Christman, 2002). Поред претпоставке о ефикасности тржишта капитала, истраживачи који користе ову методологију треба да донесу одлуку о додатна два услова у својим истраживањима: избор адекватног временског периода за праћење промена и избор релевантне контролне групе. Иако не постоји потпуна конзистентност у избору временског периода за посматрање промена цена, студије се могу класификовати у две групе: краткорочне и дугорочне. Краткорочне посматрају промене цена у данима или месецима око објаве преузимања, док дугорочне обухватају период од више месеци или година. Корпоративне перформансе се мере упоређивањем цена акција пре и након преузимања у поређењу са релевантном контролном групом.

Један од главних индикатора мерења перформанси код ових студија је модел вредновања капиталне активе (*CAPM* - *capital asset pricing model*). Базична формула *CAPM*-а:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i \quad (4.2)$$

Где су:

$E(R_i)$  - очекивана стопа приноса хартије од вредности или предузећа  $i$ ;

$R_f$  - стопа приноса без ризика (најчешће стопа приноса на краткорочне државне обвезнице);

---

$E(R_m)$  - очекивана стопа приноса на тржишту;  
 $\beta_i$  - бета коефицијент хартије од вредности или предузећа  $i$ , као мера систематског ризика;  
 $[E(R_m) - R_f] \beta_i$  - ризико премија конкретног улагања;  
 $E(R_m) - R_f$  - ризико премија тржишта.

CAPM је основни модел мерења које детерминише степен у коме предузимања креирају економску вредност. Овај модел мери промене у очекиваним приносима и процењује ефекат тржишних варијабли које повећавају финансијски ризик<sup>5</sup> којим је изложено предузеће које врши предузимање (Carper, 1990 цитирано у Vasilaki, (2009)).

Значајан проблем метода процене перформанси на бази кретања цена акција је да се не може применити за компаније које нису котиране на берзи и да промене цена акција не морају бити резултат само предузимања, већ могу бити узроковане другим факторима. Посебно је тешко у дугом року изоловано посматрати само ефекте предузимања, јер се у међувремену могу донети различите стратегијске и оперативне одлуке, може доћи до промене у политици финансирања, а све се то одражава на цену акција. Поред тога, поузданост студија догађаја које мере ефекте у дугом року могла би бити угрожена постојањем периода у коме се практично не тргује акцијама, као и преклапањем догађаја предузимања (Tuch & O'Sullivan, 2007). Преклапање више догађаја предузимања је посебно акутан проблем када, током периода од неколико година, учешће компаније у другим предузимањима може утицати на приносе.

---

<sup>5</sup> Две основне компоненте укупног ризика су: тржишни (систематски) ризик и несистематски (специфичан) ризик. Тржишни (систематски) ризик делује на све врсте активе и повезан је са општим економским условима, као што су: стопа инфлације, каматне стопе, пореске стопе, девизни курсеви, природне катастрофе, управљачки ризик. Ова компонента укупног ризика се не може смањити диверзификацијом пласмана, а њена најпознатија мера је бета коефицијент. Несистематски (специфични) ризик је део укупног ризика који је везан за конкретно предузеће (штрајк радника, неуспех компаније у истраживању и развоју, судске парнице и сл.) Овај ризик се може минимизирати коришћењем стратегије диверсификације пословног портфолиа.

## 1.2. Рачуноводствено базирана мерила ефикасности

Група студија, која припада литератури из области индустријске организације (*industrial organization literature*), приликом процене успеха аквизиције користи рачуноводствено базирана мерила. Методологија је заснована на дугорочном праћењу тренда рачуноводствених мерила ефикасности (*trend-research*). Образложење за употребу ове методологије огледа се у томе што мерила ефикасности на бази промене цена акција не могу да измере утицај аквизиција на трошкове, приходе, профите и новчане токове, иако је стратегија преузимања, генерално, усмерена на побољшање ових варијабли као резултат очекиваног јачања конкурентске позиције. Thanos и Papadakis (2012) као главну предност рачуноводствено базираних мерила истичу да она мере стварне перформансе на основу годишњих финансијских извештаја, а не очекивања инвеститора везана за будућност. Отуда се примена рачуноводствених мерила заснива на премиси да се синергије, остварене путем аквизиција, најбоље одражавају у рачуноводственим мерилима.

Chatterjee и Meeks (1996), наводећи две хипотезе, да тржиште капитала није у потпуности ефикасно и да је информациона ефикасност тржишта капитала прецењена, сматрају да је сврсисходно вршити процену успеха аквизиције на основу рачуноводствених мерила. Поред тога, предност ових мерила у односу на мерила заснована на промени цена акција, огледа се у пружању могућности истраживачима да измере успех оних предузећа која нису котирана на берзи и чијим се акцијама јавно не тргује.

Корпоративне перформансе мере се упоређивањем профитабилности пре и после трансакције преузимања. Да би се одвојио утицај спољашњих фактора на профитабилност, стопе успеха или неуспеха се оцењују упоређивањем са перформансама релевантних контролних група компанија. У студијама су коришћена различита мерила профитабилности, али два најчешћа су: стопа приноса на укупно уложена средстава (*ROA- return on assets ratio*) и стопа приноса на сопствени капитал (*ROE- return on equity ratio*) (Денчић-Михајлов, 2009, 172).

Упркос предности рачуноводствено базираних мерила, постоје и бројни недостаци. Најпре се истиче да рачуноводствени профит представља најуже мерило перформанси. Поред тога, рачуноводственим мерилима се замера што одражавају само перформансе у прошлости (Chenhall & Langfield-Smith, 2007; Sudarsanam, 2003). Имајући у виду да су студије примењивале различита рачуноводствена

---

мерила перформанси, постоји проблем упоређивања резултата (Tuch & O'Sullivan, 2007). Као недостатци ових мерила перформанси истичу се постојање могућности манипулисања, односно коришћење креативних рачуноводствених техника које доводе до тога да званични рачуноводствени извештаји не одражавају праву финансијску позицију, као и примена различитих рачуноводствених политика што отежава упоређивање резултата (Sudarsanam 2003, Bruner, 2002).

### **1.3. Мерила ефикасности базирана на субјективним проценама менаџера**

Субјективни индикатори перформанси се обично користе када је тешко добити објективна мерила. Користећи овај метод, истраживачи шаљу упитнике менаџерима, постављајући им питања о томе како они перципирају организационе и финансијске перформансе предузећа. Код оваквих истраживања, од испитаника се тражи да процене рачуноводствено базирана, тржишно базирана мерила и нефинансијске индикаторе на бази њиховог личног разумевања текуће ситуације у њиховом предузећу. Питања на која менаџери одговарају односе се на мотив преузимања, какве су перформансе остварене у односу на планове и очекивања, како су извршени интеграциони процеси, који су се типови синергије или стратегијских предности очекивали, а шта је од тога остварено и слично.

Сузирајући и анализирајући резултате интервјуа, студије су често давале објективне податке о процесима преузимања обухваћеним истраживањима, сагледавајући да ли су се цене акција након преузимања повећале или смањиле у односу на њихов ниво пре преузимања и/или у односу на индустријски просек. Резултати ових финансијских анализа често су били различити од оних добијених на основу мишљења менаџера, зато што су предузећа можда била успешна, али су превише платила за преузимање, односно премије за преузимање биле су јако високе. У том случају, менаџери можда мисле да је дато преузимање допринело остваривању њихових стратегијских циљева (смањујући реалне трошкове или позиционирајући предузеће за будући раст), али не и повећању вредности за акционаре.

Коришћење таквих субјективних мерила базирано је на три главна разлога: (а) истраживачи се често суочавају са проблемом добијања објективних мерила перформанси и у таквим ситуацијама субјективна мерила постају прикладнија; (б) испитаници могу обезбедити информације и о финансијским и нефинансијским индикаторима и на тај начин питања перформанси су обухваћена на један

мултидимензионалан начин; (в) истраживања показују да перцепције успеха од стране менаџера дефинишу начин на који они делују.

Искључива примена субјективних мерила перформанси не рефлектује укупни успех М&А. Отуда су оваква мерила перформанси предмет критике и имају извесних ограничења. Најважније ограничење је да такве процене могу бити ствар личних предрасуда менаџера када један испитаник може преценити перформансе свог предузећа. Ово је разлог зашто се јавља потреба за коришћењем већег броја испитаника.

Предности и недостаци различитих мерила перформанси представљени су у табели 22. Ослањање само на једно мерило перформанси може бити разлог постојања контрадикторних резултата представљених у литератури о М&А. Наиме, истраживачи приликом процене успеха М&А ослањају се на различите критеријуме.

**Табела 22.** Предности и недостаци мерила перформанси М&А

<i>Мерила</i>	<i>Предности</i>	<i>Недостаци</i>
<b>Рачуноводствено базирана мерила</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Реализоване синергије од аквизиција рефлектују се у дугорочним рачуноводственим мерилима.</li> <li>• Мери директне ефекте за разлику од <i>CAR</i>-а који мери очекивања инвеститора.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Најуже мерило пошто мери само финансијске перформансе. Рефлектује прошле перформансе фирми.</li> <li>• Агрегатни подаци и непостојање информација за специфичне аквизиције.</li> <li>• Треба их избегавати код интернационалних аквизиција услед различитих националних рачуноводствених стандарда.</li> </ul>
<b>Мерила перформанси базирана на промени цена акција</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Директно мере вредност за акционаре.</li> <li>• Подаци су доступни за све компаније чијим се акцијама јавно тргује.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Краткорочне студије мере инвеститорова очекивања и нереализоване перформансе.</li> <li>• Не може се применити код предузећа која нису котирана на берзи.</li> <li>• Неуспех да се узме у обзир постојање различитих мотива преузимања.</li> </ul>
<b>Субјективне процене од стране менаџера</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Од значаја су када истраживачи имају проблем добијања података за примену објективних мерила перформанси.</li> <li>• Узима у обзир постојање различитих мотива преузимања.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Одговори могу бити предмет пристрасности менаџера.</li> <li>• Јавља се потреба за испитивањем већег броја испитаника.</li> </ul>

*Извор:* Адапирано према Papadakis & Thanos, 2009



Ово је потврдила и студија коју је спровео Schoenberg (2006, 361-370) проучавајући интернационале аквизиције (61) које су извршиле британске компаније током 1988-1990. године. У овој студији, перформансе аквизиција мерене су путем четири алтернативна критеријума: *CAR*, субјективне процене од стране менаџера, субјективне процене од стране експерата и подаци о дезинвестирању раније спроведених аквизиција. Појединачно посматрано, свако мерило је показало да је у просеку стопа успеха аквизиција 50%. Међутим, изузимајући постојање позитивне повезаности између менаџерских и процена експерата, не постоји упоредивост између података добијених на бази алтернативних мерила. Ови резултати указују на опасност инхерентну студијама које пореде резултате који су добијени на бази различитих мерила перформанси. Недостатак упоредивости указује на то да будуће студије М&А треба да разматрају комбинацију алтернативних мерила перформанси М&А.

#### 1.4. Савремени приступи мерења ефикасности

У проучавању постаквизиционих перформанси преовлађује коришћење финансијских показатеља. Највећи број истраживача користи мерила перформанси на бази промене тржишне цене акција или рачуноводствено базирана мерила. Узимање у обзир само финансијских перформанси заснива се на схватању да је одређена аквизиција успешна само када максимира принос предузећа у виду повећања вредности акција или повећања профита. Могло би се закључити да је главни мотив преузимања побољшање финансијске позиције предузећа које врши преузимање. Преузимања, у овим случајевима, посматрају се као начин остваривања корпоративног раста.

Међутим, проучавање постаквизиционих перформанси једино из финансијске перспективе може водити двосмисленим резултатима и не може у потпуности обухватити укупно креирање вредности. Проблем са финансијским мерилима је да су она често обмањујући индикатори стратегијског здравља одређене пословне јединице. Директори често немају довољно способности да одреде да ли су лоши финансијски исходи резултат неадекватне стратегије, лоше имплементације или настају због лоше контроле менаџера дивизиона. Отуда, уколико се наглашава контрола финансијских резултата, менаџери ће бити мотивисани да остварују добре резултате у кратком року, занемарујући инвестирање у истраживање и развој и друге иновативне активности, чиме се не ствара основа за побољшање перформанси у дугом року (Vasilaki, 2009, 8).

Аквизиције захтевају више од традиционалног, уназад усмереног финансијског мерења. Јасно је да се велики број фактора успеха, попут сатисфакције купаца и запослених, не може обухватити традиционалним финансијским мерењима. Аквизиције које немају успеха у очувању лојалности запослених и купаца неће бити успешне у максимирању вредности за акционаре.

Фокусирање само на финансијске резултате, као што су показатељи успеха или анализа биланса стања, доводи до честог занемаривања улоге људских ресурса, стеченог знања или нематеријалних циљева. Отуда, постоји потреба за увођењем хибридног модела мерења постаквиизиционих перформанси који би интегрисао финансијска и нефинансијска мерила успеха М&А. Примарни разлог за увођење нефинансијских мерила односи се на чињеницу да она представљају бољи индикатор будућих перформанси у односу на финансијска мерила. Финансијска мерила указују на резултате већ имплементираних акција, односно ефикасност већ имплементираних пословних одлука о алокацији и коришћењу расположивих ресурса (Домановић, 210, 95), док нефинансијска мерила одражавају ефекте текућих менаџерских акција на резултате у предстојећем периоду.

Како предузећа препознају да запослени представљају кључни извор конкурентске предности, уводе се нови начини мерења перформанси, који су усмерени на мерење нематеријалне имовине. Долази до развоја модела мерења перформанси који помажу у мерењу нематеријалне имовине и остварују везу између пракси управљања људским ресурсима и економске вредности предузећа (Chenhall et al., 2007). Нови приступ мерења перформанси залаже се за примену скупа финансијских и нефинансијских критеријума који су усклађени са циљевима предузећа и које би требало мењати у складу са променом предузећа и његовог окружења (Покрајчић, 2002, 442). Преглед литературе која се односи на аквизиције показује да постоји само неколико студија које користе и финансијске и нефинансијске критеријуме у процени постаквиизиционих перформанси (табела 23).

Постоји опште слагање да је стратегија успешна само када испуњава жељене циљеве. У случају аквизиције, може се рећи да успех зависи од креирања вредности и реализације стратегије. Компанија ће креирати синергију и вредност само када се жељени циљеви и користи остваре. Само тада ће компанија бити у стању да увећа своје финансијске перформансе. Отуда, укључивање мотива преузимања као покретача перформанси од есенцијалног је значаја када се мери постаквиизициони успех. Преузимањима предузећа се приступа како би се извршила диверзификација пословања, повећало тржишно учешће, развили нови производи, повећале активности И&Р, побољшала финансијска позиција предузећа. Преузимања резултирају у исходима, како што су иновације, квалитет,

сатисфакција запослених и купаца, који представљају покретачку снагу будућих перформанси. Отуда је неопходно применити мерила која процењују степен остварења и финансијских и нефинансијских циљева предузећа.

**Табела 23** Нефинансијска мерила постаквизиционих перформанси

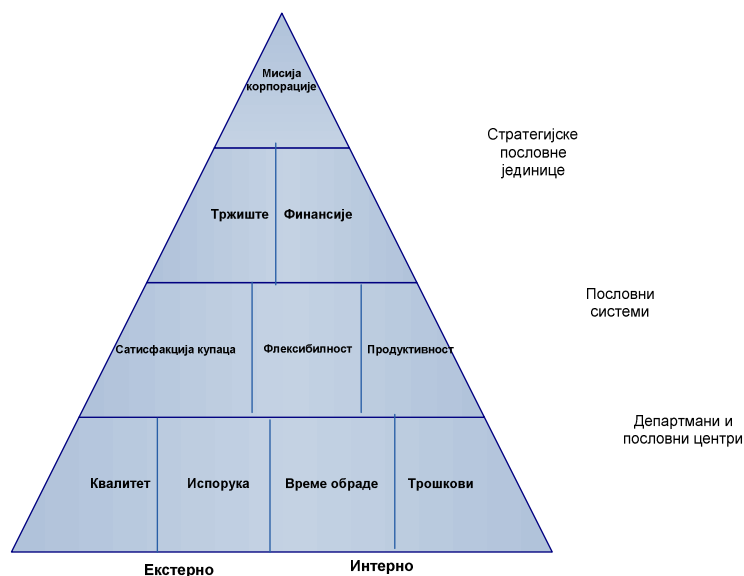
Мерила	Студије
Остваривање циљева	Birkinshaw et al., 2000; Brock, 2005; Datta and Grant, 1990; Jons et al., 2007; Kiessling and Harvey, 2006; Very et al., 1997; Weber, 1996.
Повећање продуктивности	Capron et al., 2001; Schoenberg, 2006; Weber, 1996.
Повећање тржишног учешћа	Capron et al., 2001; Colombo et al., 2007; Datta, 1991, 2001; Schoenberg, 2006.
Повећање И&Р - иновативности	Ajuha and Katila, 2001; Birkinshaw et al., 2000; Capron et al., 2001; Hitt et al., 1991 1998; Schoenberg, 2006, Weber, 1996.
Повећање базе купаца	Capron et al., 1990; 2001; Colombo et al., 2007; Schoenberg, 2006; Weber, 1996.
Повећање асортимана производа	Cappon et al, 2001; Colombo et al., 2007; Hitt et al., 1991, Ccoenberg, 2006.
Организациона ефикасност	Datta, 1991; Hitt et al., 1998; Schoenberg, 2006; Weber, 1996.
Сатисфакција на послу	Birkinshaw et al., 2000; Kiessling and Harvey, 2006; Napier, 1989; Shanley and Correa, 1992; Weber and Menipaz, 2003.

Извор: Vasilaki, 2009, 127

Модели мерења перформанси, као што су пирамида перформанси (Cross & Lynch, 1991), *Balanced Scorecard* (Kaplan & Norton, 1992), призма перформанси (Adams & Neely, 2000), укључују нефинансијска мерила, као што су оријентација на купца, организациона ефикасност, организационе способности, учење и раст, заједно са традиционалним финансијским мерилима. Императив је да ова мерила треба да буду подешена ка стратегији организације, како би се створио образац за повратне информације о имплементацији стратегије, предузеле корективне акције и побољшале пословне перформансе.

*Пирамида перформанси*, развијена од стране *Wang Laboratories Inc.*, настала је као резултат незадовољства традиционалним мерилима перформанси и њен циљ

је развијање менаџмент контролног система који ће обухватити индикаторе перформанси дизајнираних тако да дефинишу и одрже успех пословања. Пирамида перформанси се састоји од четири нивоа циљева и мерила (слика 18). На врху је визија или стратегија организације. На овом нивоу, менаџмент свакој пословној јединици додељује корпоративну портфолио улогу и врши алокацију неопходних ресурса. На другом нивоу, циљеви сваке пословне јединице су дефинисани у тржишном и финансијском погледу. На трећем нивоу, пословни циљеви и приоритети се могу дефинисати за сваки пословни оперативни систем у погледу сатисфакције купаца, флексибилности и продуктивности. На четвртном нивоу, сатисфакција купаца, флексибилности и продуктивност су представљени специфичним оперативним критеријумима: квалитета, испоруке, времена обраде и трошкова. Као темељ пирамиде перформанси, ова оперативна мерила су од кључног значаја за остваривање високог нивоа резултата и обезбеђење успешне имплементације стратегије компаније (Pun & White, 2005).

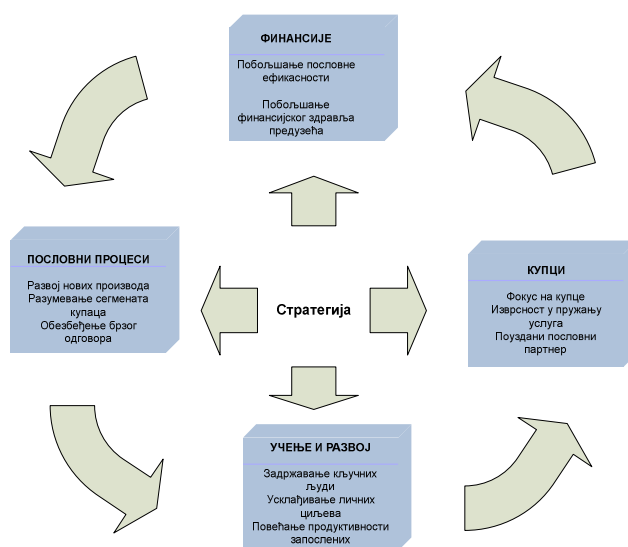


**Слика 18** Пирамида перформанси

Извор: Pun & White, 2005, 54

Kaplan и Norton (1992) развили су модел познат под називом *Balanced Scorecard* (BSC) као начин комуницирања визије и стратегије предузећа са пословним јединицама, као центрима одговорности. Концепт има за циљ да усклади корпоративне вредности са пословним циљевима, сатисфакцијом купаца, вредностима и очекивањима акционара и циљевима, компетенцијама и

аспирацијама запослених. Принципи BSC дају холистички поглед на организацију из четири важне перспективе (слика 19). Финансијска перспектива показује колико је пословање у стању да задовољи потребе власника или акционара. Перспектива купаца мери колико је предузеће у стању да задовољи потребе купаца, да придобије њихову лојалност, повећа стопу задржавања постојећих купаца и привуче нове купце. Перспектива интерних пословних процеса мери како интерним процесима обезбедити извршност да би се остварила изузетност са становишта праввремених испорука, краћих пословних процеса, побољшања квалитета. Коначно, перспектива учења и развоја мери иновативност и развој пословања у конкурентском окружењу.



Слика 19 Модел *Balanced Scorecard* (BSC)

Извор: [http://adpiaic.com/about\\_us-adpia\\_insight.html](http://adpiaic.com/about_us-adpia_insight.html), Retrieved November 6, 2012.

Циљ овог модела је пружање менаџерима свеобухватног погледа на пословање и омогућавање фокуса на критична подручја која доводе до реализације стратегије. Реч је о широко прихваћеном моделу мерења перформанси који даје информације о ефектима реализације стратегије и који се може користити за формулисање и избор стратегије у наредном периоду.

Међутим, модел *Balanced Scorecard*-а прилагођава се сваком појединачном предузећу, чиме је поређење резултата скоро немогуће. Поред тога, имплементација *Balanced Scorecard*-а у одређеним ситуацијама преузимања је могућа, док у другим овај модел није погодан за употребу. Стога се уводе се нови модели мерења поставквизиционих перформанси, попут *призме перформанси*. Попут *Balanced Scorecard*-а, призма перформанси посматра потребе интересних

---

група – акционара и купаца – али иде и даље укључујући запослене, добављаче, посреднике, регулаторна тела и заједницу као интересне групе. Постоји пет међусобно повезаних аспеката призме перформанси (Adams & Neely, 2000):

- сатисфакција интересних група,
- стратегије,
- процеси,
- способности и
- допринос интересних група.

На овај начин добија се реалнија слика покретача успеха аквизиције, али и више од тога, будући да призма перформанси указује на то шта све интересне групе желе и шта им је потребно да добију од новог интегрисаног предузећа и шта предузеће тражи од њих. Призма перформанси узима у обзир оне кључне стратегије, процесе и способности које су неопходне пословној комбинацији у циљу остваривања успеха, како у кратком, тако и у дугом року. Призма перформанси пружа вишедимензионални и свеобухватни приступ мерењу пословних перформанси.

Циљ призме перформанси је да подстакне менаџерско размишљање на начин да они, у свакој ситуацији преузимања, идентификују кључне факторе успеха и могуће проблеме. Призма перформанси охрабрује менаџмент да озбиљно анализира и артикулише начин реализације вредности из комбиновања два предузећа. Сваки од пет аспеката призма перформанси представља кључну област која детерминише успех у највећем броју случајева М&А.

Савремени модели мерења постаквизиционих перформанси: пирамида перформанси, *Balanced Scorecard* и призма перформанси представљају хибридне моделе који интегришу финансијска и нефинансијска мерила успеха М&А. Примена ових модела помаже предузећу да процени успех стратегије М&А, како би предузимањем корективних акција унапредила перформансе у дугом року.

---

## 2. ЕВАЛУАЦИЈА ЕФИКАСНОСТИ ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА

### 2.1. Ефекти процеса преузимања на ефикасност предузећа

#### 2.1.1. Ефекти процеса преузимања на профитабилност

Велики број истраживача преферира примену рачуноводствених информација у мерењу утицаја аквизиција на пословне перформансе верујући да се све користи које потичу од М&А одсликавају у рачуноводственим извештајима. Према истраживању Ingham и осталих (1992), најзначајнији разлог за мерцере и аквизиције је очекивање побољшања профитабилности. Ипак, резултати истраживања не пружају јасне податке о побољшаним постаквизиционим перформансама (Tuch & O'Sullivan, 2007, 152).

Једну од најранијих студија рачуноводствених перформанси спровео је Meeks (1977, цитирано у Papadakis и Thanos, 2009), проучавајући 233 УК предузећа која су извршила преузимања. Резултати студије показали су да је профитабилност повећана у години аквизиције, али је смањена у свакој од 5 наредних година код скоро 60% новоформираних предузећа. Аутор закључује да су аквизиције у његовом примеру претрпеле „благих пад у профитабилности“. Mueller (1980, цитирано у Bruner, 2004) спровео је више студија профитабилности М&А у седам држава (Белгија, Немачка, Француска, Холандија, Шведска, УК и САД). Профитабилност је у овим студијама мерена на три начина: 1) ROE (профит/сопствени капитал), 2) ROA (профит/имовина) и 3) ROS (профит/продаја). Резултати студија су показали да су предузећа која су учествовала у мерцерима била мање профитабилна од упоредивих предузећа.

Ravensraft и Scherer (1987) истражују профитабилност предузећа у истој области пословања и закључују да у постаквизиционом периоду опада профитабилност циљних предузећа. На основу резултата истраживања, они закључују да преузимања девалвирају вредност. Dickerson и остали (1997) у студији 2941 аквизиције, спроведених у периоду од 1948. до 1977. године, дошли су до закључка да су предузећа која нису вршила преузимања имала боље перформансе од оних која су учествовала у преузимањима за 2,4% годишње у свакој од 18 година након аквизиције. У студији која је обухватила 592 трансакције

у САД, упоређујући перформансе предузећа 60 месеци пре и након преузимања Lu (2004) је дошао до закључка о постојању негативних ефеката преузимања на постаквизиционе перформансе предузећа.

Насупрот овоме, Nealy и остали (1992) истичу да аквизиције могу да побољшају перформансе предузећа. Nealy и остали (1992) посматрају предузећа у различитим гранама истражујући оперативне перформансе педесет највећих мерцера у периоду од 1979-1984. године, односно упоређујући остварене перформансе три године пре и три године после мерцера. На основу истраживања, дошли су до закључка да су се перформансе значајно повећале током постаквизиционог периода.

**Табела 24** Преглед резултата истраживања рачуноводствених студија

Аутор(и) (година)	Период истраживања	Детаљи о примеру	Главни резултати
Meeks (1977)	1964-1972	233 мерцера	ROA за предузећа-купце у УК константно опадају у годинама након мерцера.
Mueller (1980)	1962-1972	287 мерцера	Мерено на бази ROE, ROA и ROS предузећа у САД која су учествовала у мерцерима била су мање профитабилна, иако не значајно, у поређењу са упоредивим предузећима.
Ravenscraft, Scherer (1987)	1950-1977	471 мерцер	Значајно негативни однос између ROA и активности тендер понуда. Под осталим једнаким околностима, фирме са активношћу тендер понуда биле су 3.1% мање профитабилне него фирме које нису учествовале у овим активностима.
Healy, Palepu, Ruback (1992)	1979-1984	50 мерцера	Код 50 највећих мерцера у САД, фирме које су учествовале у мерцеру показале су значајна побољшања у продуктивности имовине, али и у повећању новчаних токова.
Dickerson, Gibson, Tsakalotos (1997)	1948-1977	613 мерцера	За првих пет година након преузимања, ROA предузећа која су извршила преузимања је 2% нижи од ROA предузећа која нису учествовала у преузимањима.
Ghosh (2001)	1981-1995	315 мерцера	Предузећа која су учествовала у преузимања не остварују различите приносе на имовину у односу на предузећа која нису учествовала у преузимањима. Међутим, новчани токови се значајно повећавају након аквизиција које су финансиране готовином и опадају код оних које су финансиране акцијама.
Sharma, Ho (2002)	1986-1991	36 мерцера, Аустралија	Упоређујући период три године пре и три године након мерцера, аутори закључују да предузећа која су учествовала у преузимања имају значајно нижи принос на капитал, принос на имовину, нето рентабилност и зараду по акцији.

Извор: Bruner, 2004, 51

Преглед резултата истраживања рачуноводствених студија, дат у табели 24, показује да постоји разлика у погледу величине узорка који је истраживан, временског периода, националног окружења, изабраног мерила перформанси. Међутим, анализирајући резултате истраживања, може се закључити да је највећи број студија дошао до закључка да трансакције преузимања доводе до погоршања перформанси.

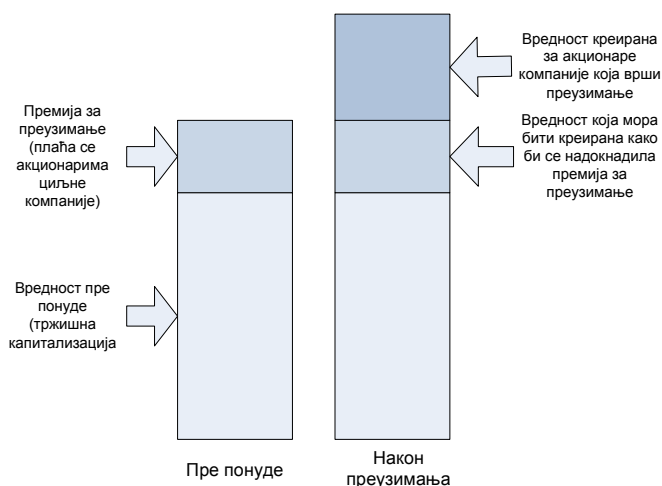


## 2.1.2. Ефекти процеса преузимања на кретање цена акција

### 2.1.2.1. Ефекти процеса преузимања на кретање цена акција – преглед резултата емпиријских истраживања

Студије које испитују ефекте процеса преузимања посматрајући промене цене акција могу се, према временском периоду, поделити на краткорочне и дугорочне. Код краткорочних студија, истраживачи процењују приносе или за акционаре циљног предузећа или за акционаре предузећа које врши преузимање. Типичне краткорочне студије подразумевају временски период од 10 дана пре и након објаве преузимања (Schoenberg, 2006, 361-370). Подаци из великог броја студија који анализирају краткорочну реакцију акција на објаву преузимања указују да акционари циљног предузећа остварују корист, а акционари предузећа која врши преузимање генерално губе.

Није изненађујуће што акционари циљног предузећа остварују позитивне приносе, имајући у виду да добијају високе премије за преузимање. Goergen и Renneboog (2004, 9-45) истичу да акционари циљног предузећа остварују огромне премије, у просеку 20-40% у односу на цену акција пре објављивања понуде. Kottler и остали (2005, 445) наводе да се висина премије за преузимање у просеку креће око 30% изнад тржишне вредности.



Слика 20 Креирање вредности за акционаре

Извор: Fanlkneg & Cambell, 2003, 107

Неопходност плаћања премије за преузимање представља значајно ограничење способности предузећа које врши преузимање да генерише позитиван исход за сопствене акционаре. Како би се успешно креирала вредност неопходно је да синергетски ефекат буде већи од премије за преузимање, као и трошкова састављања понуде и интегрисања, као што је представљено на слици 20.

Абнормални приноси циљних предузећа, мерени у периоду од две недеље око објаве преузимања, крећу се у распону од 14% до 44%. Ови приноси се прилично разликују у различитим декадама и износе од 18% до 19% у 1960-тим, од 32% до 35% у 1980-тим и од 32% до 45% у периоду од 1990-2001. године. Промене у инсајдерској трговини и регулатива процеса преузимања примењена у САД у касним 1960-тим и 1980-тим условили су ове разлике (Martinova, 2006). Резултати у погледу утицаја на *акционаре предузећа које врши преузимање* нису једнозначни. Одређене студије показују позитивне приносе (Ben-Amar & Andre, 2006), док друге извештавају о негативним приносима (Sudarsanam & Mahate, 2003). Bruner (2002) даје сумарни преглед 130 студија извршених у периоду од 1971. до 2001. године и закључује да акционари циљног предузећа остварују позитивне приносе, а да су приноси акционара предузећа које врши преузимање нула.

**Табела 25** Емпиријски подаци о висини укупних приноса, приноса акционара циљног и предузећа које врши преузимање након објаве преузимања

Укупни добици од преузимања	Акционари циљног предузећа	Акционари предузећа које врши преузимање
1. Преузимања, у просеку, повећавају комбиновану тржишну вредност предузећа, при чему акционари циљног предузећа остварују високе позитивне приносе, док су приноси предузећа које врши преузимање, у просеку, ниски или не постоје.	1. У периоду након две недеље од објаве преузимања принос се, у просеку, креће између 14% и 44%. 2. Просечни приноси варирају током времена: 1960-тих: 18-19% 1980-тих: 32-35% 1990-тих: 32-45%.	1. У периоду након две недеље од објаве преузимања приноси су нула; одређене студије показују мале позитивне приносе, а неке мале губитке. 2. Приноси могу бити од 1,5% до 2,6% када је циљно предузеће јавно (чијим се акцијама тргује).
2. Највећи приноси остварени су на почетку таласа преузимања.	3. Просечни приноси варирају у зависности од типа преузимања: непријатељска: 32% пријатељска: 22%.	
3. Преузимања са највећим губицима дешавала су се током друге половине таласа.	4. Приноси су виши код преузимања финансираних готовином.  5. Цене акција реагују чак шест недеља пре објаве преузимања, одражавајући шпекулације или инсајдерску трговину.	

Извор: DePamphilis, 2010, 31

**Табела 26** Преглед студија о висини абнормалних приноса акционара у периоду након објаве преузимања

Студија	Пример	Абнормални принос у периоду објаве - АСАР (дан $\tau_1$ , дан $\tau_2$ )
Betton and Eckbo (2000)	N=1353 тендер понуда, 1971-1990.	(1) Дан 0 је датум иницијалне понуде: АСАР (-60, 0) је 1,3% за иницијалне понуђаче и 2,2% за конкурентске понуђаче. (2) Дан 0 је датум друге понуде: АСАР (-60, 0) је 1,2% за иницијалне понуђаче и 6,1% за конкурентске.
Fuller, Netter and Stegemoller (2002)	N=3135 преузимања, 1990-2000. од стране 539 предузећа-купаца Минимална вредност трансакције је 1 милион \$.	АСАР (-2,1) је 1,8% за укупан број понуђача, -1,0% када је циљно предузеће котирано на берзи, 2,1% када циљно предузеће није котирано на берзи и 2,8% када је предузеће које се преузима зависно предузеће.
Akbulut and Matsusaka (2003)	N=3466 успешних мерџера између фирми које се котирају на берзи	АСАР(-2,1) је 1,2% код повезаних и 1,1% код неповезаних аквизиција.
Officer (2003, 2004)	N=2511 покушаја мерџера и тендер понуда између предузећа које се котирају на берзи, 1988-2000.	АСАР(-3,3) је -1,2% за укупни пример.
Moeller, Schlingemann and Stulz (2004, 2005)	N=12023 аквизиција, 1980-2001. Минимална вредност трансакција је 1 милион \$ и 1% имовине предузећа које врши преузимање.	АСАР(-1,1) је 1,1% за укупни пример, 2,3% за мања предузећа-купце и 0,1% за већа.
Bradley and Sundaram (2006)	N=12476 извршених аквизиција од стране 4116 компанија јавно котираних на берзи, 1990-2000.	АСАР(-2,2) је 1,4% за укупни пример – 0,7% за циљна предузећа јавно котирана на берзи и 1,9% када циљно предузеће није котирано на берзи.
Savor (2006)	N =1484 (159 неуспешних и 1335 успешних) мерџер понуда, 1990-2000.	АСАР(-1,1) је -3,5% за предузећа-купце када је финансирање вршено акцијама и 1,0% када је финансирање вршено готовином. Слични резултати су и код преузимања која нису реализована.
Betton, Eckbo and Thorburn (2007, 2008)	N =10806 иницијалних јавних понуда: 7076 мерџер понуда у периоду од 1980-2002. год. и 3730 тендер понуда у периоду од 1973-2002.	АСАР(-1,1) је -1,2% за укупни пример и -0,15% уколико је предузеће-купац имао иницијално јавно учешће у циљном предузећу ( <i>toehold</i> ).

Извор: Betton et al., 2008

Поред тога, аутори су се бавили и сагледавањем ефеката које остварује *комбиновано предузеће* (Bradley et al., 1988; Bruner, 1988; Carow et al., 2004; Healy et al., 1992). Док ове студије генерало показују да преузимања доводе до остваривања позитивних приноса, важно је нагласити, да највећи део ових приноса припада циљном предузећу. *Дугорочне студије* (Tuch & O'Sullivan, 2007) су показале да аквизиције генеришу или негативне или незнатне приносе за предузећа која врше преузимања у дугом року. Limmack (1991) указује на постојање значајно негативних приноса на бази 448 преузимања извршених у периоду од 1977. до 1986. године.

У студији преузимања предузећа извршених у периоду од 1984. до 1992. године, Gregory (1997) је дошао до закључка да постоје значајно негативни приноси у постаквизиционом периоду. Коначно, Sudarsanam и Mahate (2003, 2006) такође су открили значајно негативне приносе у периоду након преузимања. У табели 25 дат је преглед емпиријских података о висини укупних приноса, приноса акционара циљног и предузећа које врши преузимање након објаве преузимања, а у табели 26 преглед студија о висини абнормалних приноса акционара у периоду након објаве преузимања.

На основу резултата истраживања великог броја студија може се закључити да су у кратком року приноси акционара циљног предузећа позитивни и значајно високи. Резултати студија о приносима акционара предузећа које врши преузимање су различити: један број студија истиче да су приноси нула, док друге извештавају о негативним приносима. Комбиновани приноси циљног и предузећа које врши преузимање су релативно ниски, али позитивни. У дугом року, највећи број студија извештава о постојању негативних приноса за акционаре оба предузећа. Резултати великог броја студија омогућавају доношење закључака да, у кратком року, преузимања предузећа креирају вредност за акционаре, при чему највећу корист остварују акционари циљног предузећа.

### ***2.1.2.2 Фактори који утичу на висину остварених приноса акционара***

У настојању да пружи одговор на питање који фактори утичу на висину постаквизиционих приноса, аутори (Moeller et al., 2004; Hapding & Rovit, 2004; Nayward, 2002; Berger и Ofek, 1995) су у истраживањима проучавали различите варијабле: карактеристике предузећа које врши преузимање, карактеристике циљног предузећа и карактеристике трансакције преузимања. Анализиран је утицај карактеристика предузећа које врши преузимање (како величина предузећа утиче

---

на висину остварених приноса, какав је утицај претходног акумулираног искуства у преузимању), карактеристика циљног предузећа (да ли постоје разлике у висини остварених приноса уколико је циљно предузеће отвореног типа или затвореног типа), као и карактеристика трансакција преузимања (утицај диверзификације и метода финансирања на висину остварених приноса акционара).

*Утицај карактеристика предузећа које врши преузимање на висину остварених приноса*

Најчешће карактеристике предузећа које врши преузимање, чији је утицај на висину остварених приноса анализиран, односио се на величину предузећа, као и на искуство које је дато предузеће стицало кроз раније аквизиције. Moeller и остали (2004) сматрају да између апсолутне величине предузећа које врши преузимање и остварених приноса од М&А постоји инверзна повезаност. Релативно мања предузећа често реализују веће абнормалне приносе у односу на већа предузећа. Ово се објашњава постојањем превеликог самопоуздања менаџера, као и тенденцијом великих компанија да врше „изградњу империја“. Друго објашњење је да мања предузећа имају тенденцију да задрже фокус и да њихове аквизиције буду усмерене на повезане производе и тржишта која добро познају.

Резултати студија о утицају претходног акумулираног искуства у преузимању на постаквизиционе перформансе су различити. Поред студија које наглашавају позитиван утицај искуства на перформансе (Hapding & Rovit, 2004; Nauward, 2002), указујући да предузећа-купци уче из својих грешака, постоје и друге које откривају постојање другачијих веза и односа. У својој студији, Haleblan и Finkelstein (1999) проучавали су утицај претходног аквизиционог искуства на перформансе, ослањајући се на теорију учења и утврдили су постојање везе у облику слова U, где постоји велика могућност постојања негативних ефеката учења приликом првих аквизиционих искустава, током којих предузеће које врши преузимање може неадекватно да примени лекције научене из претходног аквизиционог искуства у условима за које се чини да су слични, али су ипак инхерентно различити (Zollo & Singh, 2004). Истраживање које су спровели Leshchinskii и Zollo (2004) показало је да акумулирање претходног аквизиционог искуства не побољшава постаквизиционе перформансе, али степен у коме компаније које врше преузимања артикулишу и кодификују своја искуства и стечена знања о преузимању значајно утиче на перформансе у дугом року.

*Утицај карактеристика циљног предузећа на висину остварених приноса*

DePamphilis (2010, 34) наглашава да предузећа која врше преузимања остварују позитивне приносе када преузимају циљна предузећа затвореног типа (чијим се акцијама јавно не тргује), као и када преузимају делове предузећа отвореног типа (чијим се акцијама јавно тргује). С друге стране, приноси су негативни када су циљна предузећа отвореног типа чијим се акцијама јавно тргује. Једно од могућих објашњења овакве ситуације односи се на чињеницу да је теже извршити процену вредности пословања затвореног акционарског предузећа, услед недостатка јавно расположивих информација, примене различитих рачуноводствених пракси, постојања значајне нематеријалне имовине. Отуда, купци нуде нижу цену како би компензирали перципирани ризик. Још већи изазов за вредновање представљају делови великих предузећа. Удео њиховог прихода може бити потцењен или прецењен када се производи продају другим јединицама које су под контролом матичног предузећа, тако да цена не одражава стварну тржишну цену. Поред тога, већа је вероватноћа да јавне компаније, односно отворена акционарска друштва примају већи број понуда за преузимање, што повећава премију преузимања, а последично остварује утицај на смањивање будућих приноса акционара предузећа-купца.

*Утицај карактеристика трансакције преузимања на висину остварених приноса*

Конгломератске аквизиције укључују предузећа која се баве различитим типовима пословне активности, која се налазе у различитим гранама, на различитим стадијумима и у различитим фазама циклуса производа и која производе различите производе или услуге. Емпиријска евиденција о утицају диверзификације на постаквизиционе перформансе је контрадикторна, са студијама које указују да одређене компаније остварују користи од диверзификације, али у просеку, за највећи број компанија то не важи. Аутори Самра и Kedia (2002) сматрају да за предузеће диверзификација представља стратегију увећања вредности. Остваривање позитивног утицаја диверзификације на перформансе конгломератских компанија објашњава се тиме да се на овај начин омогућава компанијама да креирају нову вредност, а не само да изврше преузимање вредности путем М&А.

С друге стране, одређене студије показале су негативан утицај диверзификације на перформансе. Berger и Ofek (1995) закључују да је вредност диверзификованих компанија 13-15% мања од суме њихових појединачних делова. Аргумент који се овде наводи односи се на чињеницу да компаније збирно

---

приказују своје финансијске перформансе из неколико различитих делова и тада постоји неизвесност у предвиђању њихових новчаних токова.

Метод финансирања трансакција утиче на висину остварених постаквизиционих перформанси. Генерални закључак студија је да аквизиције финансиране готовином имају већу вероватноћу успеха у односу на аквизиције финансиране акцијама. Већи губици акционара-купаца код трансакција финансираних акцијама могу се повезати са сигналом да купац користи акције за плаћање када верује да су исте прецењене. На другој страни, плаћање готовином сигнал је очекивања да ће постаквизиционе перформансе бити јаке и да је купац у стању да обезбеди финансијску подршку банака и других финансијских институција.

Студија коју је спровео Chang анализирала је краткорочне тржишне одговоре на акције нападача када врше понуду за преузимање. У студији је анализирано 281 трансакција у периоду од 1981. до 1992. године и закључено је да су краткорочни приноси компаније-купца били углавном нула за понуде финансиране готовином, а за понуде финансиране хартијама од вредности чак и негативни -2.46% (Gaughan, 2005).

Goergen и Renneboog (2004) потврдили су да метод финансирања има велики утицај на остварене приносе. Преузимања финансирана готовином утицала су на повећање абнормалних приноса за скоро 10% након објаве преузимања, док су сва преузимања финансирана акцијама или комбиновано, остварила принос око 6%. За разлику од резултата студија у САД, Martynova и Renneboog (2008) закључују да студије европских предузећа указују да су постаквизициони приноси предузећа-купаца већи када се користе акције него када се користи готовина. Ови резултати одражавају постојање веће концентрације власништва у европским предузећима него у САД, као и тенденцију да велики акционари врше бољи мониторинг над активностима менаџера.

Eckbo и остали (1990) пружају теоријску и емпиријску анализу метода плаћања. Ови аутори развијају модел који сматра да постојање двостране информационе асиметрије између предузећа које врши преузимање и циљног предузећа може водити оптималном миксу готовине и акција приликом финансирања аквизиција. Модел су емпиријски тестирали на примеру 182 преузимања у Канади, од којих је 56 користило микс готовине и акција као метод плаћања. Просечни принос по акцији месец дана након објаве преузимања био је позитиван и већи код мешовитог метода финансирања, у поређењу са финансирањем само акцијама или само готовином.

### 2.1.3. Ефекти процеса преузимања на продуктивност

У циљу превазилажења методолошких проблема који се односе на претходна мерила перформанси, одређени аутори (Lichtenberg; 1992, Maksimovic and Phillips, 2001; Harris et al, 2005) истичу да пожељнији методолошки приступ обухвата процену укупне продуктивности фактора (*total factor productivity* – TFP). Ови аутори сматрају да укупна продуктивност фактора представља најбољи индикатор перформанси предузећа, будући да узима у обзир све ресурсе неопходне у производњи производа.

Анализа продуктивности почиње са концептом производне функције, која представља однос између инпута или ресурса и аутпута. Заједнички приступ у мерењу укупне продуктивности фактора јесте одређивање функционалног облика производне функције, при чему највећи број студија користи Коб Дагласову производну функцију (Bernad et al., 2010):

$$Q_{it} = A L_{it}^{\alpha} K_{it}^{\delta} \quad (4.3)$$

У изразу (1) L представља рад, K је капитал, A је параметар и  $\alpha$  и  $\delta$  су коефицијенти који указују на важност ефекта различитих фактора на укупан аутпут. Ради процене, модел треба трансформисати у линеарни облик, помоћу логаритма, као што је представљено изразом (2):

$$\ln(Q_{it}) = \ln(A) + \alpha \ln(L_{it}) + \beta \ln(K_{it}) \quad (4.4)$$

Једна од предности приказивања модела на овај начин је што се може проширити тако да укључи ефекат технолошких промена или мерцера на продуктивност. У последњем случају, утицај се може мерити увођењем категоријских варијабли за сваки мерцер. На тај начин може се упоређивати продуктивност пре и након консолидације. Увођењем категоријских варијабли, израз (3) може се представити на следећи начин:

$$\ln(Q_{it}) = \ln(A) + \alpha \ln(L_{it}) + \beta \ln(K_{it}) + \sum_t \delta_{merger}^{i, t-s} \quad (4.5)$$

Где су:

$s$  - година у којој је мерцер извршен,

$t-s$  - варијабле мерцера у (првој, другој, трећој и осталим) годинама након укључивања предузећа  $i$  у процес мерцера и аквизиција.



Емпиријски резултати о утицају М&А на продуктивност су различити: одређене студије су откриле позитиван утицај, одређене негативан, док су неке студије утврдиле постојање незнатног утицаја М&А на продуктивност. Преглед литературе о утицају аквизиција на продуктивност предузећа дат је у табели 27.

**Табела 27** Преглед литературе о утицају аквизиција на продуктивност предузећа

Студија	Пример	Методологија	После аквизиције
McGuckin and Nguyen (1995)	Америчке фирме, 1977-1987	OLC регресија	Трансферисана постројења забележила су побољшање у продуктивности.
Conyon et al. (2002)	УК производне фирме, 1989-1994 (331 домаћих и 129 иностраних аквизиција)	OLC процена стопа раста	Повећање продуктивности рада за 13%.
Gioia and Thomsen (2002)	Данске фирме, 1990-1997		Негативан ефекат интернационалних преузимања на перформансе преузетих фирми.
Harris and Robinson (2002)	УК производне фабрике, 1987-1992	Панел подаци коришћењем GMM система	Незнатно опадање укупне продуктивности (посебно код домаћих аквизиција).
Arnold and Javorcik (2005)	Индонезанске производне фабрике, 198-1996		Значајан позитиван утицај на продуктивност (13,5% већи 3 године након аквизиције).
Fukao et al. (2005)	Јапанске производне фирме, 1994-2000		Велико и брзо побољшање укупне продуктивности фактора.
Girma et al. (2007)	УК производне фирме, 1988-1996		Позитиван утицај FDI на продуктивност домаћих извозника. Они са већим нивоом продуктивности у пре-аквизиционом периоду остварили су веће побољшање ефикасности, које је у највећој мери концентрисано у годинама непосредно након преузимања.
Piscitello and Rabbisi (2005)	Италијанске производне фирме, 1994-1997	OLC регресија базирана на различитим примерима	Побољшање продуктивности рада у средњем року након преузимања.
Karpaty (2007)	Шведске производне фирме, 1986-2002		Повећање продуктивности за 3-11% у периоду од 1 до 5 година након преузимања.
Salis (2008)	Словеначке производне фирме, 1994-1999		Нема података о већој укупној продуктивности фактора, како у години након преузимања, тако и у следеће две године

Извор: Harris, 2009

Резултати истраживања власничких промена у Шведској извршених у периоду од 1980-1994. године разликују се за домаће и за интернационалне аквизиције. Истраживања су показала да је, пре преузимања, просечна продуктивност радне снаге циљних предузећа (и када је реч о домаћим и интернационалним преузимањима) заостајала у односу на просек гране. Након преузимања, предузећа која су преузели страни инвеститори остварила су значајно повећање у продуктивности радне снаге у односу на индустријски просек, док је

---

продуктивност предузећа преузетих од стране домаћих инвеститора остала на истом нивоу или је опала. Поред тога, у поређењу и са индустријским просеком и са предузећима које су преузели домаћи инвеститори, предузећа преузета од стране иностраних инвеститора остварила су значајна побољшања, како укупне продуктивности фактора, тако и запослености и тржишног учешћа (World Investment Report, 2000).

Слична запажања могу се пронаћи и у Аргентини. У поређењу са компанијама које нису преузете, преузете компаније оствариле су значајно повећање стопа раста продаје, продуктивности, запослености и извоза. Осим тога, код преузетих предузећа дошло је до значајних организационих и технолошких побољшања. Ови резултати важе и за домаћа и за међународна предузимања. Међутим, раст продаје, запослености и извоза у већој мери је забележен код међународних предузимања, док технолошка и организациона побољшања у већој мери важе за домаћа предузимања.

Новија истраживања откривају постојање позитивног утицаја М&А на продуктивност. Истраживање које је спровео Li (2008) показује да се продуктивност у постаквизиционом периоду повећава код предузећа-купца, при чему је продуктивност код повезаних аквизиција већа у поређењу са неповезаним аквизицијама. Ови резултати подржавају став да су хоризонталне аквизиције у стању да остваре економије обима: удруживање производње омогућава им да производе више и да остваре уштеде у трошковима. Arnold и Javorcik (2005) на примеру индонежанских предузећа показују да је након предузимања дошло до побољшања продуктивности као резултат спроведених мера реструктурирања. Bernad и остали (2010) анализирали су утицај М&А на продуктивност банака у Шпанији, у периоду од 1986. до 2004. године и њихово истраживање је показало да је скоро у половини случајева дошло до побољшања продуктивности након М&А, док су у осталом броју случајева забележени негативни или статистички безначајни ефекти. Cопуон и остали (2002) на бази истраживања показали су да је дошло до повећања продуктивности рада за 13% код предузећа која су била преузета од стране иностраних.

С друге стране, неколико новијих студија открило је постојање негативних ефеката интернационалних аквизиција на продуктивност. Gioia и Thomsen (2004) показују да прекоокеанска предузимања имају негативан утицај на перформансе преузетих предузећа. Harris и Robinson (2002) открили су постојање различитих ефеката интернационалних аквизиција у УК производном сектору и закључили да је дошло до незнатног опадања у нивоу продуктивности.

#### 2.1.4. Ефекти процеса преузимања на иновативност

Имајући у виду растућу важност иновација за конкурентску предност компанија и чињеницу да иновације представљају једну од водећих снага XXI века, важно је проучити ефекте преузимања предузећа на иновативност. Како истраживање и развој могу имати кључни значај за будући раст предузећа, приступање процесима преузимања може бити мотивисано побољшањем истраживачко развојних могућности. Преузимања могу обезбедити приступ имовини циљног предузећа која је од значаја за предузеће које врши преузимање, као што су производне способности или нематеријална имовина. Уколико синергије које потичу од М&А подразумевају повећање ефикасности И&Р, тада може доћи до подстрека за иновирањем. С друге стране, ефикасност може да потиче од рационализације и трошкови И&Р могу бити смањени након М&А путем елиминисања дуплих иновативних активности (Stiebale & Reize, 2011).

Предузећа путем преузимања могу повећати укупно расположива средства за финансирање И&Р, чиме се омогућава остваривање економија обима и укључивање у велике истраживачко-развојне пројекте, који се не би могли финансирати самостално. Овим се већа пажња посвећује фундаменталним истраживањима, што доводи до развоја напредних технологија. Поред тога, већа расположива средства за И&Р пружају могућност реализовања већег броја истраживачких пројеката, што утиче на диверзификацију ризика иновација (De Man & Duysters, 2005).

Према ресурсно заснованој теорији фирме и приступу заснованом на знању, разлике у иновативним перформансама фирми потичу од различитих извора знања. Отуда, способност фирме да преузме, изврши трансфер и интегрише преузете базе знања у оквиру сопствене базе знања доприноси креирању одрживе конкурентске предности. Предузећа која имају комплементарно знање могу комбиновати своје специфичне снаге и развијати нове технологије или производе које сваки партнер самостално не би био у стању да развије. Ово може имати двоструки ефекат: појављују се иновације којих не би било без сарадње двају предузећа или се иновације реализују много брже у односу на ситуацију када партнери не би сарађивали.

Литература из области корпоративних финансија истиче да преузимања предузећа могу бити инструмент корекције менаџерских неефикасности и слабих механизма корпоративног управљања (Jensen, 1988; Jensen & Ruback, 1983). Побољшане менаџерске праксе и рационализација непрофитабилних пројеката –

који можда подразумевају и И&Р напоре – може довести до повећања вредности и приноса на тржишту капитала. За разлику од претходног разлога, М&А могу бити мотивисани потребом менаџера да граде империје. Такве трансакције често се финансирају путем дугова и отуда доводе до повећања задужености. Ово може, с друге стране, да доведе до редукције иновативних активности. М&А могу такође да повећају организациону комплексност и да фаворизују организационе структуре са строжијом финансијском контролом. Финансијска контрола имплицира мањи интензитет И&Р зато што може навести менаџере дивизиона да се фокусирају на краткорочне инвестиције и мање ризичне пројекте.

Cassiman и остали (2005) анализирали су ефекат М&А на процес И&Р усмеравајући се на улогу технолошке и тржишне повезаности. Анализирали су 31 појединачни случај мерџера. Сви подаци добијени су на бази испитивања менаџера предузећа. Мерила И&Р укључивала су промене инпута (запослени, лабораторије и слично), аутпута (већа брзина развоја технолошког знања, више патената и слично), перформанси (већа продуктивност запослених у области И&Р, повећање приноса од И&Р и слично) под утицајем мерџера. Резултати истраживања су показали да М&А са комплементарним технологијама доводе до повећања активности И&Р, док за М&А са супститутивним технологијама важи супротан закључак. Ефикасност И&Р је такође повећана у случају постојања комплементарних технологија.

Међутим, Cloodt и остали (2006) истичу да преузимање знања које је превише слично постојећем има мали ефекат на постаквизиционе иновативне перформансе, имајући у виду високе трошкове преузимања и трансфера који нису праћени обогаћењем постојеће базе знања, које би створило потенцијал за нове иновације. Аутори закључују да ће одређени степен диференцијације у технолошким способностима предузећа обогатити базу знања предузећа које врши преузимање, креирати могућности за учење и побољшати иновативне перформансе. Отуда, да би побољшале иновативне перформансе путем М&А, предузећа треба да избегавају преузимања оних предузећа чије су базе знања превише неповезане или су превише повезане.

Напред поменути закључци могу се повезати са истраживањима (Аћуја & Katila, 2001) која су између тржишта-производа и перформанси открила постојање повезаности облика инверзног слова U. Аћуја и Katila (2001) анализирали су 72 велике фирме у хемијској индустрији у Европи, Америци и Јапану у периоду од 1980-1991. године. Иновативност је мерена путем броја патената остварених у периоду 1-4 године након трансакције преузимања. Ови аутори праве разлику између технолошких и нетехнолошких аквизиција и анализирају утицај величине

базе знања која се преузима. Аутори су дошли до закључка да нетехнолошке аквизиције немају значајан утицај на иновативност. Код технолошких аквизиција су открили да апсолутна величина базе знања циљног предузећа има позитиван утицај на иновативност, док релативна величина базе знања циљног предузећа (однос између базе знања циљног и предузећа које врши преузимање) има негативан утицај на иновативност и да однос између комплементарности база знања двају предузећа и иновативних перформанси има облик инверзног слова U. Аутори закључују да велике компаније, уколико желе да побољшају своје иновативне перформансе треба да се фокусирају на мања циљна предузећа.

### **3. ЕФЕКТИ ПРИМЕЊЕНИХ МЕРА РЕСТРУКТУРИРАЊА НА ВРЕДНОСТ ЗА АКЦИОНАРЕ**

Емпиријске студије (Allen, 2000; Bates, 2005; Maxwell & Rao, 2003) указују да алтернативне стратегије реструктурирања генерално омогућују остваривање позитивних абнормалних приноса за акционаре предузећа које примењује дате стратегије. Ово није изненађујуће имајући у виду да се такве активности често предузимају како би се исправиле грешке из претходног периода, као што су претерана диверзификација, улагање у пословање са лошим перформансама, непостојање везе између компензација менаџера и перформанси пословања које је под њиховом контролом. Поред тога, овим активностима отклањају се и проблеми са којима се инвеститори и аналитичари суочавају приликом процене пословања. Алтернативно, дезинвестирање имовине путем продаје пословних сегмента може креирати вредност једноставно зато што имовина има већу вредност за друге инвеститоре.

#### **3.1. Ефекти продаје делова предузећа на вредност за акционаре**

Објава трансакције продаје пословног сегмента има позитиван утицај на вредност за акционаре, као што је приказано у табели 28. Студије најчешће извештавају о кумулативном абнормалном приносу акција (CAR) у дводневном интервалу (-1,0) или тродневном интервалу (-2,0), где је 0 датум објављивања. У свим студијама CAR је позитиван и износи од 0,1% до 3,6%. Иако и продавац и купац остварују корист од дезинвестирања, чини се да, у просеку, највећи део

користи извучи продавац. Jain (1985) на бази великог примера, који је укључивао 304 предузећа-купца и 1062 предузећа-продавца дошао је до закључка да предузећа-продавци остварују већи CAR (0,7%) у односу на купце (0,3%). Две студије процењивале су комбиноване приносе акционара. Резултати студија Hanson и Song (2000) и Mulherin и Boone (2000) показују да се остварује позитиван комбинован принос за акционаре и то 0,269% и 1,18%, респективно (Weston et al., 313).

**Табела 28** Кумулативни абнормални принос (CAR) након објаве продаје пословног сегмента

СТУДИЈА; ИСТРАЖИВАЧКИ ПЕРИОД И БРОЈ ПРЕДУЗЕЋА	ДАНИ	БЕНЧМАРКИНГ МОДЕЛ	% CAR ПРОДАВЦА	% CAR КУПЦА
Hearth and Zaima (1984); 1979-81; 58	11	Тржишни модел	3,6	
Rosenfeld (1984); 1969-81; 62	2	Прилагођен модел	2,3	2,1
Jain (1985); 1976-78; 1064	1	Тржишни модел	0,7	0,3
Klein (1986); 1970-79; 202	3	Тржишни модел	1,1	
Hite, Owners and Rogers (1987); 1963-81; 55	2	Тржишни модел	1,7	0,8
Hirschey, Clovin and Zaima (1990); 1975-82; 170	2	Прилагођен модел	1,5	
Sicherman and Pettway (1992); 1981-87; 278	2	Тржишни модел	0,9	0,5
Slovin, Sushka and Ferraro (1995); 1980-91; 179	2	Тржишни модел	1,7	
John and Ofek (1995); 1986-89; 321	3	Тржишни модел	1,5	0,4
Hanson and Song (2000); 1981-1995; 326	3		0,6	0,5
Mulherin and Boone (2000); 1990-1999; 83	3		1,75	1,34

Извор: Аутор, према Sudarsanam, 2003, 243, и Weston et al., 313.

Може се закључити да тржиште позитивно реагује на овај тип трансакције дезинвестирања, изражавајући тиме веровање да ће купац моћи ефикасније да управља имовином пословног сегмента, а да ће продавац бити у стању да тежи бољој стратегији када се ослободи датог сегмента који није на најбољи начин усклађен са постојећим пословањем. Поред тога, верује се да ће остварени прилив готовине из трансакције искористити на најбољи начин. Предузеће примљену готовину може искористити као инвестицију у преостало пословање. Уколико приноси од такве инвестиције нису импресивни, као што се дешава у случају зрелих индустрија, тада компанија може да изабере да дистрибуира готовину акционарима у форми дивиденди или да изврши откуп сопствених акција уз премију. У оба случаја, акционари брзо остварују корист. Још једна могућа алтернатива односи се на употребу готовине за финансирање нових аквизиција, при

---

чему треба имати у виду да таква трансакција треба заиста да доведе до повећања вредности за акционаре (Gaughan, 2005, 287).

Loh и остали (1995), анализирајући узорак од 59 компанија у периоду од 1980-1987. године, дошли су до закључка да је просечни кумулативни абнормални принос АСАР продаваца износио 1,5%. Међутим, када су узорак поделили на два дела, посебно посматрајући продаје (*sell-off*) које су извршене како би се предузеће одбранило од преузимања, а таквих је у датом узорку било 13, дошло се до другачијег закључка. Када је продаја пословних сегмената мотивисана жељом да се предузеће одбрани од преузимања, тада не долази до значајних промена у вредности за акционаре. Дакле, овакве трансакције тржиште другачије перципира и изостају позитивни ефекти на вредност за акционаре.

Као допуна методологији студија догађаја (*event study*), Maksimovic и Phillips (2001) анализирали су ефекте продаје имовине на продуктивност и дошли до закључка да долази до повећања продуктивности након продаје. На основу резултата истраживања, ови аутори закључују да тржиште корпоративне имовине олакшава прегруписавање имовине од фирме која нема довољно способности да је ефикасно искористи ка оним фирмама који поседују већу способност.

#### *Покретачи креирања вредности код продаје делова предузећа*

Смањивање комплексности предузећа, односно *увећање фокуса* може побољшати приносе акционара. Проблеми управљања диверзификованим пословним портфолијима у великом броју неповезаних области, као и проблеми вредновања ових портфолија довели су до распада великог броја конгломератских предузећа 1970-тих и 1980-тих година (Eckbo & Thorburn, 2008). Kaplan и Weisback (1990) истичу да неповезане аквизиције у већем степену резултирају у каснијим дезинвестирањима, у поређењу са повезаним аквизицијама. Њихово истраживање је показало да је 60% неповезаних аквизиција, а 20% повезаних аквизиција у наредним периодима дезинвестирано.

John и Ofek (1995) проучавали су 258 продаја током периода 1986-1988. године. Њихова студија је показала да  $\frac{3}{4}$  дезинвестираних активности нису из основне делатности предузећа, већ из споредних и неповезаних делатности. Ови аутори долазе до закључка да, након продаје таквих пословних сегмената, предузећа повећавају фокус и да су приноси након објаве продаје у позитивној корелацији са повећањем фокуса. Главни разлог за повећање приноса, према овим ауторима, јесте боље управљање имовином која је задржана након трансакције дезинвестирања имовине.

---

Уколико дезинвестирани сегмент остварује негативне синергије са осталим деловима диверзификованог предузећа, дезинвестирање ће креирати вредност једноставно путем *елиминисања негативних синергија*. Eckbo и Thorburn (2008) истичу да дезинвестирања креирају вредност путем редуцирања скупог унакрсног субвенционисања неефикасних инвестиција диверзификованог предузећа. Kaplan и Weisback (1992), истражујући 271 предузеће преузето у периоду 1971-1982. године, закључују да предузећа која су извршила преузимања продају бизнисе које су унапредили или са којима су некада остваривали синергије, али то више није случај.

Трансакције продаје делова предузећа могу креирати вредност зато што се врши *трансфер имовине ка предузећима која ће њоме ефикасније управљати*. Купац може након преузимања дате имовине и њеног комбиновања са постојећом имовином да оствари значајне синергије или једноставно да поседује супериорније управљачке вештине које ће му омогућити да на прави начин њоме управља. Користећи Тобин q рацио како би се измерило боље управљање фирмама, Datta и остали (2003) проучавали су ефикасност реалокације имовине код трансакција продаје. Ови аутори користе Тобин q рацио, као однос тржишне и књиговодствене вредности имовине, као показатељ способности менаџмента да управља датом имовином. Аутори проналазе да су приноси у периоду објаве виши код трансакција у којима је купац имао релативно висок Тобин q рацио, а продавац релативно низак. Ово имплицира да треба извршити трансфер ка предузећу у којој је боље управљање.

До креирања вредности за акционаре може доћи услед *решавања агенцијског конфликта*. Конфликт настаје када се менаџмент и акционари не слажу око главних корпоративних одлука. Продаја имовине може представљати такав конфликт, будући да се она може обавити на више различитих начина. Готовина од продаје може се задржати за финансирање осталог пословања продавца, бити исплаћена акционарима или искоришћена за измирење дугова. Абнормални приноси у периоду објаве дезинвестирања имају тенденцију да буду позитивни када се средства искористе за измирење дугова или се дистрибуирају акционарима. Такви резултати су у складу са неповерењем акционара у способност менаџмента да инвестира средства која ће остварити принос на нивоу или изнад трошкова капитала (DePamphilis, 2010).

*Излазак предузећа из финансијских неприлика* може бити покретач креирања вредности за акционаре. Период пре објаве продаје имовине често је карактеристичан по погоршавању оперативних перформанси. Предузећа која продају одређене делове имовине често имају мањи салдо готовине, новчане токове



и кредитни рејтинг обвезница у поређењу са предузећима која имају слични ниво раста, ниво ризика и профитабилности. Предузећа која су у финансијским проблемима пре користе продају пословних сегмента, као део програма реструктурирања него друге опције, зато што на тај начин брзо долазе до неопходне готовине.

### 3.2. Ефекти трансакција одвајања делова предузећа на вредност за акционаре

Постојећа литература указује на постојање позитивне реакције цена акција у периоду око најаве трансакције одвајања пословних сегмената. Eckbo и Thorburn (2008), сумирајући резултате истраживања 19 студија које су се бавиле проучавањем приноса акционара у периоду око најаве трансакција одвајања закључују да је просечни CAR за акционаре значајно позитиван и варира од 1.7-5.6%. Комбинујући 19 студија и узимајући у обзир величине појединачних узорака, укупни просечни CAR износи 3.3% (табела 29).

**Табела 29** Кумулативни абнормални приноси (CAR) за 2052 трансакција одвајања на бази 19 студија, 1962-2000.

СТУДИЈА	CAR		ВЕЛИЧИНА УЗОРКА	ВРЕМЕНСКИ ПЕРИОД	ВРЕМЕНСКИ ОКВИР
	Просечна вредност (%)	Медијана (%)			
Miles and Rosenfeld (1983)	3,3		55	1963-1980	[0,1]
Hite and Owers (1983)	3,3		123	1963-1981	[-1,0]
Schipper and Smith (1983)	2,8		93	1963-1981	[-1,0]
Rosenfeld (1984)	5,6		35	1969-1981	[-1,0]
Vijh (1994)	2,9	2,1	113	1964-1990	[-1,0]
Allen et al. (1995)	2,1		94	1962-1991	[-1,0]
Slovin et al. (1995)	1,3	1,6	37	1980-1991	[0,1]
Daley et al. (1997)	3,4	1,4	85	1975-1991	[-1,0]
Best et al. (1998)	3,4		72	1979-1993	[-1,0]
Desai and Jain (1999)	3,8		144	1975-1991	[-1,1]
Krishnaswami and Subramaniam (1999)	3,1	1,9	118	1979-1993	[-1,0]
Mulherin and Boone (2000)	4,5	3,6	106	1990-1999	[-1,1]
Gurtner et al. (2002)	3,9	2,2	160	1982-1996	[-1,0]
Wruck and Wrock (2002)	3,6		172	1985-1995	[-1,0]
Burch and Nanda (2003)	3,7	3,2	106	1979-1996	[-2,1]
Maxwell and Rao (2003)	3,6	2,6	80	1976-1997	[-1,0]
Seoungpil and Denis (2004)	4,0	3,1	150	1981-1988	[-1,1]
Veld and Veld-Merkoulova (2004)	1,7	0,6	156	1987-2000	[-1,0]
McNeil and Moore (2005)	3,5		153	1980-1996	[-1,1]
Просечни принос пондерисан величином узорка	3,3		2052	1962-2000	

Извор: Eckbo & Thorburn, 2008, 738.

Најчешћи разлози за креирање вредности код трансакције одвајања односе се на побољшање фокуса и отклањање негативних синергија, трансфер вредности од поверилаца (кредитора, држаоца обвезница) ка акционарима. С друге стране, стручна јавност и штампа чешће наглашавају отклањање асиметричне информисаности као разлог одвајања пословних сегмента.

Потенцијални извор креирања вредности код трансакција одвајања, слично као и код трансакција продаје јесте *повећање фокуса и отклањање негативних синергија* које потичу од несродних пословних сегмената. Одвајање пословних сегмената (*spin-off*) елиминише тенденцију коришћења новчаних токова ефикасног пословања за финансирање мање ефикасних пословних сегмената.

Daley и остали (1997), на бази 85 трансакција одвајања у периоду од 1975-1991. године, показују постојање значајних позитивних приноса након трансакција одвајања које повећавају стратегијски фокус матичног предузећа, док су приноси мањи код предузећа код којих одвојени део припада сродној делатности, те самим тим не долази до промене стратегијског фокуса. Ови резултати потврђују тезу да трансакције одвајања отклањају негативне синергије између неповезаних пословних сегмената омогућавајући менаџерима да се усмере на активности које најбоље познају. Desai и Jain (1997), посматрајући тродневни период  $[-1,1]$ , долазе до закључка да *spin-off*-ови који повећавају фокус су повезани са значајним и већим позитивним приносима и побољшањима у оперативним перформансама, у поређењу са *spin-off*-овима који не повећавају стратегијски фокус.

Amihud и Lev (1981) истичу да се додата вредност за акционаре не креира путем *spin-off*-а, већ се *трансферише од поверилаца*. Аутори истичу да менаџери учествују у диверзификацији како би смањили ризик, чак и уколико то значи смањење вредности за акционаре. Претпоставка је да смањивање ризика компаније смањује вредност за акционаре и повећава вредност за повериоце. Одвајање пословних сегмената доводи до смањивања диверзификације и повећања вредности за акционаре. У овом контексту, повећање вредности за акционаре не индицира повећање у вредности компаније, већ представља ефекат трансфера вредности од држаоца поверилаца ка акционарима. Maxwell и Rao (2003), на бази примера 80 *spin-off*-а између 1976. и 1997. године показују да су повериоци у просеку подносили негативне приносе од 0,8% у месецу објаве *spin-off*-а, док су акционари забележили повећање приноса око 3,6% у истом периоду.

Постоји неколико потенцијалних извора трансфера вредности од поверилаца ка акционарима. *Прво*, *spin-off* може резултирати у губитку колатерала зато што се имовина преноси пословном сегменту. *Друго*, смањује се имовина расположива за ликвидацију у случају пословног неуспеха. *Треће*, губитак новчаног тока који

---

потиче од *spin-off*-а може резултирати у мањем укупном новчаном току матичног предузећа за покривање камате и измирење дугова. *Четврто*, повериоци могу да трпе губитак због повећаног ризика који настаје елиминисањем саосигурања које пружа постојање новчаних токова који су у негативној корелацији (DePamphilis, 2010, Rüdüsüli, 2005 ).

Одвајање пословних сегмената у самостални ентитет може увећати вредност зато што доводи до *отклањања асиметричне информисаности*. Krishnaswami и Subramaniam (1999) тврде да када предузећа постану диверзификована, постају и комплекснија и тежа за разумевање и процену вредности од стране спољних инвеститора. У оваквим околностима, менаџери имају боље и комплетније знање о вредности предузећа. Инвеститори су изложени проблему негативне селекције, јер менаџери имају ексклузивност знања које им омогућава да прикрију трошкове и увећају приходе, капитализујући ефекте асиметричне информисаности. Како би смањили изложеност опортунистичком понашању, инвеститори могу повући или уложити мање средстава у диверзификовано предузеће и на тај начин снизити његову тржишну вредност. Одговор менаџера може бити примена *spin-off*-а, односно одвајање делова предузећа у независне јединице чиме се повећава јасноћа о стратегији, средствима и потенцијалу предузећа за остваривање прихода, а ублажава претходни проблем лоше информисаности. Аутори закључују да предузећа која врше *spin-off* имају виши ниво информационе асиметрије у поређењу са конкурентима, као и да се информациони проблеми значајно смањују након *spin-off*-а. Коначно, предузећа са већим могућностима раста и предузећа којима је неопходан екстерни капитал показују већу склоност ка *spin-off*-у.

Арон (1991) се слаже да до креирања вредности код *spin-off*-а долази услед чињенице да, након трансакције, хартије од вредности којима се тргује пружају јасније сигнале о менаџерској продуктивности у поређењу са ситуацијом када су два сегмента била део комбинованог предузећа. Проблем комбинованог предузећа је да цене акција не зависе само од напора специфичног менаџера, већ и од напора менаџера осталих пословних сегмената, као и од екстерног окружења, на које менаџер не може да утиче. Уколико менаџер има аверзију према ризику, као што претпоставља највећи број модела, захтева се компензација за преузети ризик. Арон (1991) се слаже да је могућност *spin-off*-а у будућности често довољна као подстрек менаџерима пословних сегмената, чак и уколико до *spin-off*-а реално и не дође. Постојање могућности реализације *spin-off*-а у будућности утиче на менаџере дивизиона да делују као да су под мониторингом и проценом тржишта капитала.

### 3.3. Ефекти јавне продаје власништва у пословном сегменту на вредност за акционаре

Истраживања показују да су просечни приноси у периоду објаве *ЕСО* (*equity carve-out*) трансакције позитивни. У табели 30 приказани су кумулативни абнормални приноси у периоду објаве *ЕСО* трансакције за осам изабраних студија у периоду од 1965-2002. године. Из табеле се види да су приноси позитивни и да се крећу у распону од 1,2% до 2,7%. Узимајући у обзир величину узорка просечни пондерисани принос износи 1,7%. Ови приноси имају тенденцију да се повећају са повећањем величине *ЕСО* трансакције.

**Табела 30** Кумулативни абнормални приноси (CAR) за 1050 трансакција *ЕСО* на бази 8 селектованих студија, 1965-2000.

Студија	CAR		Величина узорка	Временски период	Временски оквир
	Просечна вредност (%)	Медијана (%)			
Schipper and Smith (1986)	1,8		76	1965-1983	[-4,0]
Klein et al. (1991)	2,7		52	1966-1983	[-4,0]
Slovin et al. (1995)	1,2	1,5	32	1980-1991	[0,1]
Allen and McConnell (1998)	2,1		186	1978-1993	[-1,1]
Vijh (1999,2002)	1,9		336	1980-1997	[-1,1]
Mulherin and Boone (2000)	2,3	0,8	125	1990-1999	[-1,1]
Hulburt (2003)	1,6	1,1	172	1981-1994	[-1,0]
Wagner (2004)	1,7		71	1984-2002	[-1,1]
Просечни принос пондерисан величином узорка	1,9		1050	1965-2002	

*Izvor:* Eckbo & Thorburn, 2008, 746.

Код *ЕСО* трансакције вредност за акционаре се креира путем повећања фокуса матичног предузећа, обезбеђењем извора за финансирање и решавањем агенцијског проблема.

*Повећање фокуса.* Анализирајући 336 *ЕСО* трансакција у периоду од 1980-1997. године, Vijh (2002) закључује да су се мотиви матичног предузећа за укључивање у ове трансакције најчешће односили на недостатак усклађености и фокуса, као и на потребу да се изврши реструктурирање пословања. Vijh (2002) указује да су матична и зависна предузећа која се укључују у *ЕСО* трансакције често из различитих грана и да су приноси често већи код *ЕСО* неповезаних зависних предузећа (филијала). Ово је конзистентно са заједничким опажањем да се *ЕСО* трансакције предузимају за пословања која нису усклађена са пословном стратегијом матичног предузећа. Hulburt и остали (2002) пронашли су да и матична предузећа и пословни сегменти побољшавају своје пословне перформансе у односу на упоредива предузећа у години након трансакције. С друге стране, Boone и

остали (2003) показују да пословне перформансе пословног сегмента опадају након трансакције. Ови аутори откривају да се пословне перформансе матичног предузећа побољшавају само када се оно у потпуности одрекне свог власништва у пословном сегменту након четири године.

*Обезбеђење извора финансирања.* Постојање асиметричне информисаности између предузећа и спољашњих инвеститора има тенденцију да повећа трошкове капитала. Пре *ЕСО* трансакције, спољашњи инвеститори имају приступ финансијским информацијама матичног предузећа, док је приступачност информацијама пословног сегмента ограничена. Ово може довести до повећања трошкова финансирања на нивоу пословног сегмента. Будући да пословни сегмент чијим се акцијама јавно тргује повећава квалитет расположивих финансијских информација инвеститорима, *ЕСО* трансакције помажу у финансирању раста пословног сегмента (Eckbo & Thorburn, 2008). Истраживање које су спровели Schipper и Smith (1986) показало је да је најчешћи мотив за предузимање *ЕСО* трансакције обезбеђење финансирања будућег раста пословног сегмента.

У покушају сагледавања различитих ефеката које трансакције одвајања и *ЕСО* изазивају, Michaely и Shaw (1995) спровели су студију која је обухватила трансакције извршене у периоду од 1981. до 1989. године. Ови аутори приписују више трошкове *ЕСО* већој пажњи и строжијем обелодањивању стандарда у вези са континуираном контролом од стране матичног предузећа. Они такође указују, да услед постојања виших трошкова, *ЕСО* трансакције су атрактивније за предузећа која имају релативно нижи степен задужености, а висок квалитет активе. Аутори закључују да предузећа која су у већој мери задужена бирају трансакције одвајања, док већа предузећа са мањим степеном задужености радије учествују у *ЕСО* трансакцијама.

*Решење агенцијског проблема.* Имајући у виду чињеницу да неки менаџери не преферирају продају имовине зато што њихове компензације зависе од величине предузећа којим управљају, Allen и McConnell (1998) указују да *ЕСО* трансакције могу бити коришћене уместо продаје пословних сегмената, како би се дозволило менаџерима да задрже контролу над имовином. На примеру 188 *ЕСО* трансакција, Allen и McConnell (1998) пронашли су да матично предузеће има релативно лоше перформансе пре иницирања *ЕСО*: виши степен задужености, нижу профитабилност, мањи принос на имовину у односу на конкуренте у грани. Аутори су такође открили да реакција инвеститора на објаву трансакције зависи од тога како се средства користе. Ако ће бити употребљена за измирење дугова или исплату дивиденди, принос је 7% у поређењу са минималним приносима за оне ситуације када се средства реинвестирају у предузеће.

*ДЕО V*

***ЕМПИРИЈСКО ИСТРАЖИВАЊЕ ЕФЕКТА  
ПОСТАКВИЗИЦИОНОГ ИНТЕГРИСАЊА И  
РЕСТРУКТУРИРАЊА НА ЕФИКАСНОСТ  
ПРЕДУЗЕЋА У СРБИЈИ***

## 1. ПРОЦЕС ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА У СРБИЈИ

### 1.1. Карактеристике процеса преузимања предузећа у Србији

Активности спајања и преузимања предузећа у Србији налазе се у раној фази развоја, имајући у виду чињеницу да се Србија налази тек нешто више од десетак година у поступку транзиције. Потреба реструктурирања српске привреде, стабилнија макроекономска политика, промене у законодавном оквиру у смислу хармонизовања са европским законодавством представљају главне покретаче активности М&А на српском тржишту. Активности спајања и преузимања предузећа у транзиционим економијама, укључујући и Србију, имају извесних специфичности у односу на развијене земље, будући да су ове активности добрим делом везане за поступак приватизације предузећа. Преузимања предузећа у поступку приватизације вршена су путем тендера или аукције, док је један део преузимања реализован на тржишту капитала. Преузимања акционарских друштава чије су акције предмет јавне купопродаје реализована су на тржишту капитала упућивањем јавне понуде за преузимање акција.

Главне карактеристике процеса преузимања предузећа у Србији су постојање уског националног тржишта капитала са малим бројем домаћих потенцијалних предузећа-купаца, присуство инвестиционих фондова из земаља пореског раја и конгломерата у конкурентској борби за преузимање, као и реализовање, углавном, преузимања хоризонталног типа.

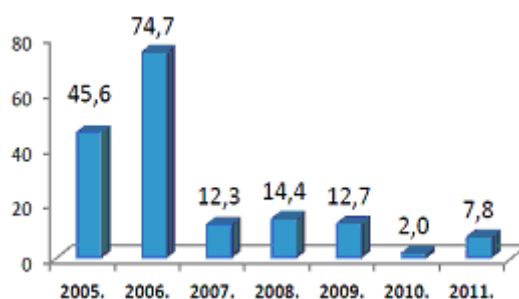
Имајући у виду потребу реструктурирања српске привреде, процеси спајања и преузимања предузећа представљају активности од интереса како за домаће, тако и за стране инвеститоре. Водећи страни инвеститори су светски познате компаније и банке, као што су FIAT, Telenor, Stada, Microsoft, Coca-Cola, Michelin, Gazprom, Siemens, IntesaSanpaolo, Raiffeisen и др. Токови страних директних инвестиција (*foreign direct investment* - FDI) повећавали су се у периоду од 2000. до 2006. године, али 2007. године бележе значајан пад. Док је у 2006. години укупна вредност FDI износила 5, 425 милијарди \$, у 2007. години је та вредност опала на 3,921 милијарди \$ (табела 31). Према подацима Агенције за страна улагања и промоцију извоза (SIEPA) у протеклих шест година, услужни сектори били су најатрактивнији за интернационалне инвеститоре. На првом месту налази се сектор финансијског посредовања и осигурања са 6,3 милијарди \$ FDI. Производни сектор је на другом месту са 4,5 милијарди \$.

**Табела 31** Прилив FDI у периоду од 2000-2011. године

Година	Прилив FDI (у мил. \$)
2000	52
2001	178
2002	504
2003	1,388
2004	987
2005	1,616
2006	5,425
2007	3,921
2008	3,603
2009	2,498
2010	1,519
2011	33,125

Извор: Serbian Investment and Export Promotion Agency, Retrieved Jun 12, 2012 from [http://www.siepa.gov.rs/site/en/home/1/investing\\_in\\_serbia/strong\\_fdi\\_figures/](http://www.siepa.gov.rs/site/en/home/1/investing_in_serbia/strong_fdi_figures/)

Према подацима Комисије за хартије од вредности, највећа вредност реализованих понуда за преузимање на тржишту капитала остварена је у 2006. години, укупно 74,7 милијарди динара. Након тога долази до пада ове вредности, а рекордно ниска вредност је остварена 2010. године, када је укупна вредност реализованих понуда за преузимање била само 2 милијарди \$. У овој години, стране компаније, али и домаће, нису биле активне у процесима преузимања предузећа. У 2011. години бележи се раст вредности реализованих понуда за преузимање на 7,8 милијарди \$ (графикон 6).

**Графикон 6** Укупна вредност реализованих понуда за преузимање (у милијардама динара) у периоду од 2005. до 2011. године

Извор: [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_repository&Itemid=47&func=startdown&id=1552](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_repository&Itemid=47&func=startdown&id=1552)



**Табела 32** Преглед најзначајнијих преузимања предузећа у десетогодишњем периоду (2002-2011)

Р.б.	Година преузимања	Преузето предузеће	Предузеће-купац	Земља преузећа-купца
1.	2002	Беоцинска фабрика цемента	Lafarž	Француска
2.	2002	Фабрика цемента Нови Поповац	Holcim	Швајцарска
3.	2002	Мерима Крушевац	Henkel	Аустрија
4.	2003	Дуванска индустрија Ниш	Philip Morris	Холандија
5.	2003	Јелен До	Нашице Цемент	Хрватска
6.	2003	Беопетрол	Lukoil	Русија
7.	2004	Пик Таково- Горњи Милановац	Swisslion	Србија
8.	2005	Рубин	Инвеј	Србија
9.	2005	Делта банка	Intesa Sanpaolo	Италија
10.	2006	Мобтел	Telenor	Норвешка
11.	2006	Хемофарм	Stada	Немачка
12.	2006	Национална штедионица	Eurobank EFG	Грчка
13.	2006	Имлек	Salford	Велика Британија
14.	2006	Војвођанска банка	National Bank of Greece	Грчка
15.	2006	Фриком Београд	Агрокор	Хрватска
16.	2007	ДДОР Нови Сад	Unipol-Sai	Италија
17.	2008	Нафтна индустрија Србије	Гаспром Њефт	Русија
18.	2009	Новкабел	East Point Holdings limited	Кипар
19.	2010	Млекара Младост	Meggle	Немачка
20.	2011	Делта Макси	Delhaize	Белгија

Извор: Агенција за приватизацију (<http://www.priv.rs>) и Комисија за хартије од вредности [www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs).

У табели 32 дат је преглед најзначајнијих преузимања предузећа у десетогодишњем периоду, од 2002. до 2011. године. Међу првим значајнијим преузимањима које су иностране компаније извршиле у Србији истичу се преузимања цемента 2002. године. Беоцинска фабрика цемента продата је француској компанији *Lafarž*, фабрика цемента из Новог Поповца продата је швајцарском *Holcim*-у, док је цементару из Косјерића купио *Titan* из Грчке. Исте године, немачка компанија *Henkel* купила је 70 одсто друштвеног капитала крушевачке хемијске индустрије Мерима. У 2003. години неке од значајнијих трансакције преузимања односе се на преузимање Дуванске индустрије Ниш од стране *Philip Morris*-а, као и преузимање Беопетрола од стране *Lukoil*-а. У 2004. години *Swisslion* путем тендера преузима ПИК Таково из Горњег Милановца. Предузеће Рубин Крушевац продато је такође, путем тендера компанији *Инвеј* 2005. године.<sup>6</sup> Значајно преузимање у 2005. години односи се на преузимање *Делта банке* од стране банке *Intesa Sanpaolo* за 462 милиона евра.

Најзначајнија трансакција преузимања у 2006. години, када је забележен рекорд у погледу вредности трансакција М&А, односила се на преузимање компаније *Моби 063*. Захваљујући суми од 1,9 милијарди \$, колико је *Теленор* платио за преузимање, Србија је остварила рекордни прилив страних инвестиција.

<sup>6</sup> <http://www.priv.rs>, Retrieved Jun 20, 2010.

Исте године спроведен је поступак тзв. жељеног преузимања од стране немачке фармацеутске компаније *Stada* која је откупила 97,9% акција *Хемофарма*. *Stada* је за откуп 100% акција *Хемофарма* понудила 485 милион евра, што је највреднија куповина у историји ове немачке компаније.<sup>7</sup> Највећи број великих српских млекара, њих шест, купио је Инвестициони фонд *Salford* из Велике Британије, који је у српске млекарне и тржиште до 2006. године, уложио је 200 милиона евра. Прво је купљен *Имлек*, а са њим уједно и млекарне „Краљево”, „Петровац”, „Чачак”, „Пожаревац”, „Шид” и „Вршац”. Потом је овај инвестициони фонд купио и Млекарну у Новом Саду (другу по величини у земљи), затим Млекарну у Суботици.<sup>8</sup>

Крајем 2006. године *Војвођанска банка* придружена је групи *National Bank of Greece* преузимањем 99,4% удела акционарског капитала. Ова аквизиција Војвођанске банке путем процеса приватизације, за коју је било заинтересовано 11 европских банака, сматра се у Србији највећом и најзначајнијом продајом банке у државном власништву.<sup>9</sup> Исте године, Национална штедионица, која је формирана 2002. године после распада четири велике банке, преузета је од стране *Eurobank EFG*. Чињеница је да је у области финансијског посредовања извршен велики број преузимања. Стране банке су показале велику заинтересованост за банкарско тржиште, што је довело до великог броја значајних преузимања. Према подацима Народне банке Србије од 47 банака које су пословале на тржишту Србије пре аквизиција данас послује 31.<sup>10</sup>

У 2007. години ДДОР Нови Сад купила је италијанска компанија *Unipol-Sai*. Најзначајнија трансакција преузимања у 2008. години односи се на преузимање Нафтне индустрије Србије од стране *Гаспром Нјефт-а* за 400 милиона евра, укључујући додатне инвестиције од 500 милиона евра<sup>11</sup>. У 2009. години *East Point* преузео је Новкабел. У децембру 2010. године, немачка млекарска групација *Meggle* купила је од компаније Силбо млекарну *Младост* из Крагујеваца. У 2011. години белгијска компанија *Delhaize* извршила је преузимање компаније *Делта Макси* по цени од 932, 5 милиона евра (укључујући и 300 милиона евра дугова овог малопродајног ланца).<sup>12</sup> *Delhaize* је међународни ланац малопродајних објеката који послује у 11 земаља на три континента, учешће *Delhaize* на малопродајном тржишту Србије је 35%.

<sup>7</sup> [www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs), Retrieved Jun 20, 2010.

<sup>8</sup> <http://ipf.rs/spajanja-i-pripajanja/spajanje-i-pripajanje-aktuelna-praksa-u-srbiji/>, Retrieved Jun, 12, 2013.

<sup>9</sup> [http://www.voban.co.rs/sr/home/o\\_nama/istorijat/](http://www.voban.co.rs/sr/home/o_nama/istorijat/), Retrieved Jun, 15, 2013.

<sup>10</sup> [http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55\\_4/kvartalni\\_izvestaj\\_II\\_13.pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_II_13.pdf), Retrieved October, 31, 2013.

<sup>11</sup> [www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs), Retrieved Jun, 15, 2013.

<sup>12</sup> [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_remository&Itemid=47&func=fileinfo&id=1552](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=fileinfo&id=1552)

Retrieved January 10, 2013.

Преглед најзначајнијих преузимања у протеклих десет година, показује да је велики број иностраних компанија био активан на тржишту Србије, преузимајући домаће компаније. Међутим, чињеница је и да су српске компаније учествовале у преузимању компанија у земљама у окружењу. Тако је *Телеком Србије* преузео 65% акција *АД Телеком Српске* за 646 милиона евра 2007. године. То је највећа инвестиција једне српске компаније, а појединачно и највећа инвестиција када је реч о *Телекому Србија*.<sup>13</sup> Такође, 2008. је српска компанија *Komtrejd* преузела словеначку компанију *Hermes Softlab* у трансакцији вредној 40 милиона евра.<sup>14</sup>

Може се закључити да активности спајања и преузимања предузећа имају значајну улогу у структурним променама производње, извоза и начину пословања. За побољшање става инвеститора према Србији, што би утицало на раст интернационалних М&А, неопходно је унапређење закона и њихово усклађивање са директивама и стандардима ЕУ (*EU Directives and standards*), креирање окружења без корупције и повећање економске предвидивости и стабилности окружења.

## 1.2. Институционални оквир процеса преузимања предузећа у Србији

Самостално законско уређење преузимања предузећа урађено је 2006. године доношењем Закона о преузимању акционарских друштава (Сл. Гласник РС“ бр 46/06 и 107/09). Исте године донето је неколико закона чији је циљ био ефикасније регулисање питања корпоративног управљања, финансијског и рачуноводственог менаџмента и активности тржишта капитала. Овај пакет закона, поред Закона о преузимању акционарских друштава, обухватао је и Закон о инвестиционим фондовима, Закон о рачуноводству и ревизији и Закона о тржишту хартија од вредности и других финансијских инструмената (Denčić-Mihajlov, 2006, 172).

Трансакције спајања и преузимања регулисане су и Законом о привредним друштвима. Нови Закон о привредним друштвима усвојен је у мају 2011. године, а ступио је на снагу фебруара 2012. год. ("Службени гласник РС", бр. 36/2011, 99/2011). Исте године донет је и Закон о тржишту капитала ("Сл. гласник РС", бр.

<sup>13</sup>[http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland\\_Berger\\_M\\_and\\_A\\_activities\\_in\\_CEE\\_SEE\\_in\\_2010\\_20110915.pdf](http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_M_and_A_activities_in_CEE_SEE_in_2010_20110915.pdf) Retrieved April 10, 2012

<sup>14</sup><http://ipf.rs/spajanja-i-pripajanja/spajanja-i-pripajanja-aktuelni-primeri-iz-prakse-srbije/>, Retrieved Jun, 12, 2013.

31/2011). За аквизиције и реорганизације државних компанија од значаја је и Закон о приватизацији ("Сл. гласник РС", бр. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 – др. закон, 30/2010 – др. закон, 93/2012 и 119/2012). Закон о стечају ("Сл. гласник РС", бр. 104/2009, 99/2011 и 71/2012 – одлука УС), релевантан је код преузимања акција и имовине компанија које су у поступку стечаја. Закон о заштити конкуренције ("Сл. гласник РС", бр. 79/05 и 51/09) релевантан је због потребе спречавања негативних последица преузимања, које се могу односити на повећање концентрације тржишта, остваривање доминантног положаја на тржишту нарушавање равноправности учесника на тржишту.

Страни инвеститори треба да узму у обзир и ограничења која намеће Закон о девизном пословању („Сл. гласник РС“ бр. 62/2006, 31/2011 и 119/2012). Трансакције унутар одређених сектора (банкарство, лизинг, осигурање, медији, телекомуникације) регулисане су посебним правилима. Примера ради, у сектору финансијских услуга, за аквизиције које доводе до преузимања одређеног процента акција (5%, 20%, 33% и преко 50%) у банци, осигуравајућој или лизинг компанији мора се добити посебно одобрење Народне банке Србије (Vojnović & Loričić, 2012).

Правни акт који се искључиво односи на преузимање предузеће јесте Закон о преузимању акционарских друштава којим се уређују услови за давање понуде за преузимање акционарских друштава, поступак преузимања, права и обавезе учесника у поступку преузимања, као и надзор над спровођењем поступка преузимања акционарских друштава. Важно је нагласити да је овим Законом остварен значајан напредак у регулисању ове области, имајући у виду чињеницу да је у потпуности хармонизован са Директивом ЕУ. Усвојени су кључни принципи које предвиђа и Директива ЕУ: а) равноправан третман свих акционара циљног предузећа, б) благовремена, потпуна и тачна информисаност акционара циљног предузећа о понуди за преузимање како би на прави начин оценили понуду, сагледали своје интересе и донели одлуку о понуди, в) поступање управе циљног предузећа у току поступка преузимања на начин који је у најбољем интересу акционара циљног предузећа, д) спровођење поступка преузимања у најкраћем могућем року, како циљно предузеће не би дуже времена било спречено у свом пословању, е) неизазивање било каквих поремећаја од стане понуђача које би за последицу могле имати вештачко подизање или смањивање цена акција циљног предузећа (Закон о преузимању акционарских друштава (Сл. Гласник РС“ бр 46/06 и 107/09)).

Законом о преузимању акционарских друштава предвиђена је обавеза објављивања понуде за преузимање свим акционарима уколико се стекне више од 25% акција са правом гласа. Понуђена цена не може бити нижа од највише цене по

---

којој је понуђач или лице које с њим делује, стекло акције са правом гласа, односно не може бити нижа од просечне цене акција у последња три месеца пре објављивања понуде за преузимање. Принцип једнаког третмана акционара предвиђа да сви акционари циљног предузећа имају равноправан положај у поступку преузимања и да мањински акционари могу под истим условима као и већински акционари да продају своје акције понуђачу.

Поред закона, од значаја је и Кодекс корпоративног управљања, као и различита правила које доноси Комисија за хартије од вредности ([www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs)), Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности ([www.crhov.rs](http://www.crhov.rs)) и Београдска берза ([www.belex.rs](http://www.belex.rs)). Кодекс корпоративног управљања који је усвојен почетком 2006. године представља допуну важећој законској регулативи и заснован је на Принципима корпоративног управљања ОЕЦД-а. Кодекс садржи три врсте правила: законска правила, препоруке и предлоге чији је циљ "успостављање добрих пословних обичаја у области корпоративног управљања, који треба да успоставе равнотежу моћи и утицаја органа у друштву, створе трајан и конзистентан систем контроле рада управе и заштите права инвеститора".

Ефективност функционисања регулативе везане за преузимање предузећа зависи од система корпоративног управљања. У исто време, регулатива остварује значајан утицај на ефективност система корпоративног управљања. Отуда, како истичу Georgen и остали (2005), развој и унапређење регулативе која се односи на преузимање, треба поставити у ширем контексту развоја и унапређења корпоративног управљања у целини. Добра пракса корпоративног управљања за инвеститоре представља важан параметар у процени ризика инвестирања. Зато је неопходно успостављање такве праксе, као би се обезбедио лакши приступ капиталу и прилив нових инвестиција. Иако је у Србији креиран одговарајући законодавни оквир који одговара међународним стандардима, чињеница је да није дошло до целовитог и ваљаног регулисања ове области, будући да и даље постоје одређена нејасна и противречна решења која нису у складу са потребама српске привреде и развоја тржишта капитала. Поред тога, примена закона у пракси није задовољавајућа, јер, како истиче Бабић (2004, 21), „квалитет законског оквира не мери се екстензивношћу, већ ефективношћу у смислу успешне примене закона“.

Може се закључити да суштински проблем није у правним нормама, већ у непримењивању права и слабом институционалном капацитету надзорних органа који треба да омогуће поштовање законских норми. Другим речима, развој, а посебно имплементација легалног институционалног оквира нису могуће у кратком временском периоду, тако да је неопходно и даље унапређивати регулативу и радити на побољшању праксе корпоративног управљања.

## 2. РЕЛЕВАНТНОСТ ИСТРАЖИВАЊА ПРОЦЕСА ПРЕУЗИМАЊА ПРЕДУЗЕЋА У СРБИЈИ

Аквизиције представљају комплексан феномен и услови под којима унапређују или уништавају вредност предузећа још увек остају нејасни упркос бројним истраживањима из области финансија и менаџмента. У истраживањима консултантских и ревизорских фирми и у научним истраживањима доминира закључак да се стопа неуспеха трансакција креће у просеку око 50%, односно да се једно од два преузимања може сматрати успешним (KPMG 1999; Booz Allen & Hamilton, 2001; Mark & Mirvis, 2001). Отуда је у фокусу истраживања, на теоријском и практичном нивоу, идентификовање начина за повећање стопе успеха М&А. Као један од главних узрока неуспеха мерџера и аквизиција наводи се лоше спроведен процес постаквизиционе интеграције, због чега се пажња истраживача у новије време усмерава на процес постаквизиционе интеграције.

Истраживања се усмеравају на процес постаквизиционе интеграције (Haspelagh and Jemison, 1991; Pablo, 1994), наглашавајући значај ставова запослених о променама (прихватање/резистентност) (Larsson and Finkelstein, 1999; Birkinshaw et al., 2000), важност корпоративне културе (Buono et al., 1985; Nahavandi and Malekzadeh, 1988; Morosini & Singh, 1994; Cartwright & Cooper, 1996; Slangen, 2006), значај лидерства (Morosini, 1998; Sitkin & Pablo, 2005; Nemanich & Keller, 2007), сагледавање утицаја примењених мера постаквизиционог реструктурирања (Maksimovic et al., 2011; Eckbo & Thorburn, 2008). Поред тога, новија истраживања указују и на недостатак разумевања динамике спровођења процеса постаквизиционе интеграције (Epstein, 2004; Homburg & Bucorius, 2005, 2006).

Преглед студија везаних за процес постаквизиционе интеграције указује на постојање неконзистентних закључака. Поред тога, истраживања о изазовима који су инхерентни постаквизиционој фази, евалуирала су у паралелним токовима истраживања, условљавајући постојање фрагментиране перспективе студија. Отуда, узимањем шире перспективе, могуће је извршити интегрисање различитих питања у оквиру свеобухватног модела који посматра перформансе М&А. Тиме се отвара простор за спровођење истраживања које би обухватило сагледавање различитих аспеката постаквизиционе интеграције у циљу долажења до одговора на питање какав је укупни ефекат постаквизиционе интеграције и реструктурирања на ефикасност предузећа. Поред тога, ранија истраживања постаквизиционе

интеграције занемаривала су питање брзине спровођења интеграције. Отуда, постоји геп између практичног значаја брзине интеграције и истраживања базираних на разумевању овог потенцијалног фактора успеха М&А. Овим истраживањем настојаће се оценити значај овог фактора и сагледати да ли постоје предности уколико предузеће прође кроз процес промена у краћем временском периоду.

У литератури која проучава проблеме управљања постаквизиционом интеграцијом доминирају студије спроведене у развијеним економијама. Истраживања везана за транзиционе економије, које су подскуп настајућих економија и обухватају земље бившег социјалистичког блока које се крећу од затворене ка отвореној економији (Бабић, 2013) су ограничена. У транзиционим економијама, изазови управљања постаквизиционом интеграцијом су озбиљнији, имајући у виду постојање нестабилног институционалног контекста и друштвене и социолошке аспекте трансформације социјализма ка капитализму (Meyer, 2002). Имајући у виду чињеницу у Србији, као транзиционој економији, процеси мерџера и аквизиција постају актуелни тек у новије време, наведена проблематика није довољно истражена, што указује на значај спровођења истраживања којим би се на методолошки валидан начин испитао процес постаквизиционе интеграције.

Имајући у виду постојање истраживачког гема, спроведено је емпиријско истраживање у српским предузећима која су преузета од стране домаћих или иностраних предузећа, како би се дошло до одговора на следећа питања:

- Како су запослени, током процеса преузимања, реаговали на промене, односно да ли су промене схватили као шансу или као претњу?
- Да ли запослени током процеса промена добијали неопходну подршку од лидера?
- Да ли је примећен стил лидерства утицао на побољшање постаквизиционих перформанси?
- Да ли је након преузимања дошло до промене корпоративне културе?
- Да ли су и у ком степену, након преузимања, у предузећу спроведене активности реструктурирања (смањивање броја запослених; промена чланова менаџмент тима; реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга; продаја или осамостаљивање одређених делова предузећа) и како су примењене мере утицале на постаквизиционе перформансе?
- Како запослени оцењују брзину спроведених промена у предузећу и какав је ефекат брзине на постаквизиционе перформансе?

- Који фактори пружају највећи допринос побољшању постаквизиционих перформанси?

Свеобухватна теоријска и емпиријска анализа наведеног проблема омогућиће компарацију добијених резултата са резултатима истраживања у развијеним тржишним привредама и извлачење одговарајућих закључака који могу бити од помоћи у управљању постаквизиционим процесом.

### 3. ПРЕДМЕТ И ЦИЉ ИСТРАЖИВАЊА

Докторска дисертација представља истраживање у области пословне стратегије и фокусира се на стратегију мерцера и аквизиција, односно пре свега постаквизициону интеграцију између предузећа. Постаквизициона интеграција је комплексан и динамичан процес који константо утиче на организациону политику и праксу. Научна и стручна јавност посматра постаквизициону интеграцију као изазовни процес који детерминише успех М&А.

*Предмет емпиријског истраживања* у докторској дисертацији јесу перцепције запослених о променама које су се дешавале у предузећу, током и након процеса преузимања. Емпиријско истраживање у српским предузећима је спроведено са иницијалном идејом да се идентификују ставови и перцепције запослених о променама у предузећу и сагледају ефекти спроведених промена на постаквизиционе перформансе.

Анализа достигнућа у области постаквизиционе интеграције, омогућила је постављање неколико полазних тачака за емпиријско истраживање.

*Прво*, емпиријско истраживање базирано је на интегрисаном и мултидисциплинарном приступу постаквизиционом интеграционом процесу и пружиће шири холистички поглед на М&А;

*Друго*, емпиријско истраживање омогућиће идентификовање и боље разумевање фактора који су повезани са унапређењем перформанси М&А;

*Треће*, добијени резултати треба да помогну у извлачењу релевантних закључака, којима ће се проширити база знања и пружити значајан допринос литератури;

*Четврто*, резултати истраживања могу имати и практичну вредност, пружајући помоћ домаћим менаџерским тимовима, чиме би се у значајној мери редуковале грешке и деловало у правцу остваривања позитивних ефеката.

*Основни циљ* истраживања је долажење до сазнања о могућностима и проблемима са којима се предузећа суочавају након преузимања у покушају



---

побољшања својих пословних перформанси. Из основног циља изведени су остали подциљеви који подразумевају следеће:

*Прво*, сагледавање какав је био став запослених према променама током и након преузимања предузећа;

*Друго*, сагледавање значаја трансформационог лидерства за креирање позитивног става запослених према променама;

*Треће*, сагледавање значаја трансформационог лидерства у побољшању постаквизиционих перформанси предузећа;

*Четврто*, процену брзине спроведених постаквизиционих промена и утврђивање утицаја брзине промена на ефикасност и успех М&А;

*Пето*, сагледавање у којој су мери примењене мере постаквизиционог реструктурирања утичу на постаквизиционе перформансе предузећа;

*Шесто*, идентификовање најзначајнијих фактора за ефикасност пословања након преузимања предузећа.

Имајући у виду чињеницу да процеси преузимања предузећа, реструктурирање и корпоративна контрола постају суштинска питања корпоративне политике већине земаља, чини се да је веома важно проучавати дату проблематику како би се систематизацијом искустава изнашла решења која се могу применити у транзиторним економијама. Наведено подручје истраживања је итекако актуелно, будући да до преузимања предузећа у Србији долази тек у новије време, тако да још увек нема опсежнијих истраживања.

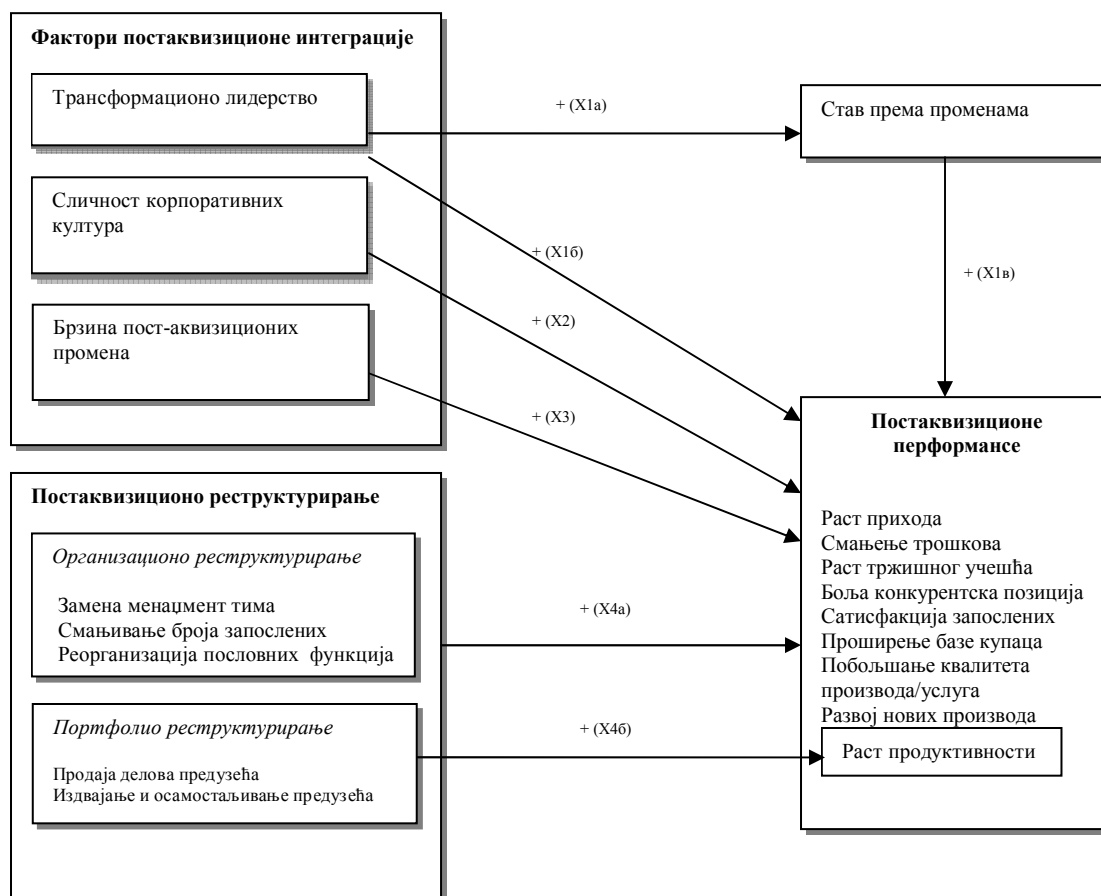
#### 4. ИСТРАЖИВАЧКИ МОДЕЛ И РАЗВОЈ ХИПОТЕЗА

Економски, стратегијски, финансијски и организациони аспект проучавања М&А имају различите фокусе. Немогућност различитих приступа да објасне разочаравајуће исходе великог броја М&А, довела је до померања фокуса истраживања ка проучавању постаквизиционе интеграције. Истраживачи почињу да синтетизују одређена питања повезујући организациону интеграцију са реакцијом запослених (Buono and Bowditch 1989), културолошким разликама (Larsson & Lubatkin, 2001), лидерством (Sitkin & Pablo, 2005), финансијским перформансама (Chatterjee et al. 1992). Узимањем шире процесне перспективе, могуће је извршити интегрисање питања запослених, трансформационог лидерства, постаквизиционих промена, културе и перформанси у оквиру свеобухватног модела.

Модел је развијен на бази анализе релевантне литературе и резултата претходних емпиријских истраживања. Полазећи од организационог и процесног приступа у проучавању M&A идентификовани су следећи фактори који су испитивани приликом емпиријског истраживања:

- став запослених према променама;
- трансформацино лидерство;
- културолошки утицај;
- брзина постаквизиционих промена;
- постаквизиционе промене (примењене мере реструктурирања);
- постаквизиционе перформансе предузећа.

Интеракција ових фактора формира основу за концептуални оквир унутар кога је дизајнирано емпиријско истраживање и изведени закључци и препоруке (слика 21).



Слика 21 Истраживачки модел

Извор: Аутор

---

У односу на дефинисани циљ истраживања, формулисане су релевантне хипотезе истраживања:

X 1: Ако је императив успешне интеграције два предузећа превазилажење могућих проблема, онда лидерство има кључну улогу у том процесу путем инспирисања запослених и артикулисања заједничке визије и праваца развоја.

X2: Уколико се у фази постаквизиционе интеграције изврши успешно усклађивање корпоративних култура, оствариће се позитиван ефекат на ефикасност предузећа.

X3: Постоји позитивна корелација између брзине спровођења постаквизиционе интеграције и релативног побољшања ефикасности предузећа.

X4: Уколико након преузимања одређени део предузећа није суштински значајан за развој, а његово пословање није довољно рентабилно, онда ће продаја или осамостаљивање тог дела предузећа позитивно деловати на продуктивност преосталих делова предузећа.

Како би се примениле одговарајуће методе статистичке обраде података и омогућило тестирање хипотеза извршена је њихова конкретизација и/или декомпозиција. У односу на иницијално дефинисане хипотезе, у докторској дисертацији развијене су следеће хипотезе:

X1(а) Трансформационо лидерство утиче на формирање позитивнијег става запослених према променама.

X1(б) Трансформационо лидерство остварује позитиван утицај на постаквизиционе перформансе.

X1(в) Став запослених према променама представља медијатор позитивног односа између трансформационог лидерства и постаквизиционих перформанси.

X2: Уколико између корпоративних култура постоји већи степен сличности, тада ће постаквизиционе перформансе бити боље.

X3: Брже спровођење постаквизиционих промена доприноси остваривању бољих постаквизиционих перформанси предузећа.

X4(а) Примена стратегија постаквизиционог реструктурирања позитивно утиче на постаквизиционе перформансе предузећа.

Х 4(б) Продаја и осамостаљивање одређених делова предузећа након преузимања позитивно утиче на продуктивност преосталих делова.

У наставку разматрања биће речи о начину на који су наведени релевантни фактори испитивани, као и о варијаблама помоћу којих је мерен њихов утицај.

**Хипотеза 1а** формулисана је са циљем да тестира утицај *трансформационог лидерства* на став запослених према променама у преузетим предузећима.

Људска страна М&А већ дуже времена препозната је као комплексни део процеса организационих промена. Увек је важно како запослени размишљају, како се осећају и делују, али претпоставља се да њихове реакције имају највећи значај у периодима промена, као што су М&А. Приликом разумевања и објашњавања ових реакција, Ivancevich и остали (1987) наглашавају улогу различитих типова неизвесности, тврдећи да ове неизвесности имају значајан утицај на запослене. Прва неизвесност тиче се главног догађаја који се дешава, а то је преузимање предузећа, над којим запослени имају мало или уопште немају контроле. Друга неизвесност коју запослени перципирају тиче се њихове будућности, када они ништа не знају о циљевима преузимања предузећа. Треће, могу се суочити са променама у захтевима послова. Сваки запослени когнитивно оцењује и интерпретира ситуацију. Дакле, перцепција онога што се дешава током аквизиције значајно утиче на реакцију запослених. Испитаници су у упитнику одговарали на питања која се односе на њихово схватање промена, да ли су имали позитиван или негативан став, да ли су страховали од губитка позиције или посла, да ли су могли да одговоре захтевима новог посла.

Запослени се суочавају са високим нивоом неизвесности када имају мало информација и знања о њиховој улози у новом организационом окружењу и уколико не познају шта исходи постаквизиционог процеса могу донети њима и њиховој позицији. У литератури се наглашава да је веома важно да, у процесима промена, менаџери испоље лидерско понашање и креирају атмосферу психолошке сигурности у предузећу (Nemanich & Keller, 2007). Непосредни лидери играју значајну улогу у помагању запосленима да изађу на крај са променама. Они постају веома важни у обезбеђивању релевантних информација. Обим и квалитет информација који подређени добијају о М&А зависи од односа размене између лидера и појединаца. У литератури се указује на постојање везе између трансформационог лидерства и става запослених према променама. Четири димензије трансформационог лидерства су харизма или идеализовани утицај, инспирациона мотивација, интелектуална стимулација и индивидуална разматрања (Bass, 1997). Трансформациони лидери пружају подршку подређенима путем свог

---

карактера (харизме), комуницирају визију која ствара ентузијазам код следбеника (инспирациона мотивација), охрабрују различита размишљања и иновативност унутар организације (интелектуална стимулација) и пружају подршку путем менторства и подучавања (појединачна разматрања). У истраживању трансформационог лидерства коришћен је модификовани *Multifactor Leadership Questionnaire*. Испитаници су одговарали на питања која се односе на то да ли је менаџмент испољавао лидерско понашање, да ли је пружао запосленима релеванте информације и помагао им у превазилажењу проблема.

**Хипотеза 1б** формулисана је са циљем да тестира утицај *трансформационог лидерства* на *постаквизиционе перформансе*. Одређене студије су показале да трансформационо лидерство доприноси побољшању перформанси предузећа (Garcia-Morales et al., 2008; Wang et al., 2011; Carter et al., 2012), тако да је у складу са резултатима ових студија формулисана хипотеза која претпоставља постојање позитивног утицаја трансформационог лидерства на *постаквизиционе перформансе*. Истраживања *постаквизиционих перформанси* рапидно се повећавају у протеклих двадесетак година. Међутим, како Zoolo и Singh (2004) наглашавају, постоји хетерогеност како у погледу дефинисања перформанси, тако и у погледу њиховог мерења. Истраживачи користе различите критеријуме за мерење *постаквизиционих перформанси*. Аутори из области финансија се често ослањају на објективне критеријуме, као што су рачуноводствени приноси и мерила базирана на променама цена акција, док се аутори из области стратегијског менаџмента и организационог понашања ослањају на процене добијене од стране менаџера (Adolph et al., 2001; Angwin, 2004; Datta, 1991; Homburg & Bucerius, 2006).

Имајући у виду проблеме везане за употребу рачуноводствених и перформанси базираних на промени цена акција, у докторској дисертацији *постаквизиционе перформансе* су мерене путем субјективних перцепција менаџера. Од менаџера се тражило да процене финансијске и нефинансијске индикаторе на бази личног разумевања ситуације у предузећу. Коришћење субјективних мерила перформанси заснива се на следећем: (а) проблем добијања објективних мерила чини употребу субјективних мерила прикладнијим (б) обезбеђује се мултидимензионални приступ перформансама, будући да испитаници могу обезбедити информације и о финансијским и нефинансијским индикаторима. Отуда, како истичу Paradaakis и Thanos (2009), субјективна мерила перформанси су вероватно најпогоднији критеријум за мерење успеха аквизиција.

**Хипотеза 1в** формулисана је са циљем тестирања да ли став према променама представља медијатор позитивног односа између трансформационог лидерства и *постаквизиционих перформанси*. Студија Wang и осталих (2011)

---

проучавала је ефекте лидерског понашања на организационе перформансе уводећи медијаторски ефекат ставова запослених. Резултати студије показали су да ставови запослених представљају медијатор односа између понашања лидера умереног ка односима и перформанси фирме. Ова студија усмерена је на проучавање односа између лидерског понашања, ставова запослених и организационих перформанси у контексту промена генерално, а не конкретно у контексту аквизиција. Полазећи од резултата ове студије, формулисана је хипотеза која се везује за контекст аквизиције и очекује се да став запослених према променама представља медијатор односа између трансформационог лидерства и постаквизиционих перформанси.

**Хипотеза 2** формулисана је са циљем да тестира утицај *сличности корпоративних култура на постаквизиционе перформансе*.

Постоји неколико студија које су систематски покушале да мере културолошке разлике/сличности и њихове ефекте у контексту М&А. Истражујући психолошки утицај мерџера, Cartwright и Cooper (1993) на бази упитника мерили су културолошку компатибилност, као и варијабле, као што су сатисфакција на послу, посвећеност и стрес. Како су културе мерџерских фирми биле сличне и студија се базирала само на једном случају мерџера, ефекти културолошких разлика на ставове и понашања менаџера нису откривени. Друге студије користиле су упитник како би измериле културолошке разлике на великом узорку М&А (Chatterjee et al., 1992; Datta, 1991). Chatterjee и остали (1992) истраживали су ефекте културолошке усклађености између спојених фирми и цена њихових акција након мерџера. Datta (1991) је дошао до закључка да разлике у стиливима топ менаџмента имају негативан утицај на перформансе.

Иако је хипотеза 2 формулисана са циљем тестирања утицаја сличности корпоративних култура на постаквизиционе перформансе, питања у упитнику усмерена су на сагледавање постојања разлика између корпоративних култура преузетог и предузећа које је извршило преузимање. У спроведеном пилот истраживању, попуњавање дела упитника који се односи на процену сличности корпоративних култура захтевало је највише времена, будући да је, у већини предузећа, корпоративна култура промењена, а то је значило заокруживање нижих оцена на Ликертовој скали, што је испитанике делимично збуњивало. Из тог разлога, сугерисано је аутору да, у циљу једноставнијег и јаснијег попуњавања упитника преформулише питања којима ће се сагледавати постојање разлика између корпоративних култура.

За мерење културолошких разлика коришћена су мерила које су развили Chatterjee и остали (1992), а касније и остали аутори (Weber, 1996; Weber et al., 1996, Lubatkin et al., 1999). Ови аутори развили су скалу за процену утицаја културе на

---

постаквизициону интеграцију. Chatterjee и остали (1992) процењују усклађеност у погледу културе на основу пет група питања и преглед литературе пружа адекватно оправдање за употребу ових питања у истраживању. Испитаницима су постављена питања о степену културолошких разлика пре и након преузимања предузећа. Пет анализираних димензија укључују: иновативност, контакт са топ менаџментом, аутономија и доношење одлука, награђивање и побољшање перформанси. Осим ових пет димензија, постављено је још једно додатно питање које се односило на процену да ли је дошло до промена у правилима понашања и систему вредности предузећа и у ком степену.

**Хипотеза 3** формулисана је са циљем да тестира утицај *брзине спровођења постаквизиционих промена на постаквизиционе перформансе*.

Губитак постојећих структура и у исто време постојање још увек недовољно развијених нових структура током ране фазе аквизиције може довести до тога да запослени имају негативних перцепција о аквизицији, да буду изложени стресу, што отежава њихово прилагођавање новој ситуацији. Као последица тога, долази до еродирања сатисфакције и мотивације запослених, што доводи до смањивања посвећености новом предузећу. Будући да се велики број ових изазова не може избећи током преузимања, аутори истичу да је најбоље да се промене имплементирају брзо (Epstein, 2004, Colombo et al., 2007, Homburg & Bucerius 2005, 2006)). Отуда се брза интеграција може посматрати као начин минимизирања постаквизиционих интеграционих проблема везаних за људске ресурсе (Schweizer & Patzelt, 2012). С друге стране, има и аутора који препознају да брзина са собом повлачи и одређене трошкове и консеквенце (Angwin, 2004; Bragado, 1992).

Испитаници су одговарали на питања која се односе на њихов став о томе да ли су промене у предузећу спроведене у кратком року и какав је њихов став о утицају брзине промена на смањивање неизвесности и стицање неопходног знања о новом пословању и тржишту.

**Хипотеза 4а** формулисана је са циљем да тестира утицај спроведених активности *постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе предузећа*.

Корпоративно реструктурирање постало је главни предмет управљања током протекле деценије. Велики обим реструктурирања, утицао је да се академска истраживања усмере на проучавање утицаја реструктурирања. Постаквизиционо реструктурирање представља комплексан мултидимензионални процес који укључује одлуке у погледу управљачке структуре, смањења броја запослених, реорганизације активности преузетог предузећа, продаје и осамостаљивања

---

одређених пословних сегмената и друго. (Capron, 1999; Datta & Grant, 1990; Datta, 1991; Zollo & Singh, 2004, Colombo & Rabbiosi, 2010). Као и код већине стратегијских одлука, заједнички покретач је претпоставка да такве акције побољшавају перформансе компаније. Иако бројне студије показују да реструктурирање побољшава перформансе, неке истичу да до побољшања не долази, или да реструктурирање чак има негативне ефекте.

Испитаници су одговарали на питања о томе да ли су и у ком степену реализоване следеће активности постаквизиционог реструктурирања у њиховом предузећу: замена једног или више чланова менаџмент тима; смањивање броја запослених; реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга; продаја одређених делова предузећа; издвајање и осамостаљивање одређених делова предузећа.

**Хипотеза 46** формулисана је са циљем да тестира утицај примењених активности дезинвестирања (*продаје и осамостаљивања делова предузећа*) на *продуктивност* преосталих делова предузећа.

Постоји низ истраживања која указују да у великом броју случајева након преузимања долази до дезинвестирања одређених делова преузетог предузећа (Schijven, 2005; Maksimovic & Phillips, 2001; Maksimovic et al., 2011; John & Ofek, 1995; Eckbo & Thorburn, 2008; Daley et al., 1997). Након трансакције преузимања, предузећа одређују границе своје величине, доносећи одлуке о томе које делове предузећа задржати, а које продати или издвојити као самосталне ентитете (*spin-off*). У постаквизиционом периоду долази до продаје, затварања или осамостаљивања оних сегмената пословања који могу бити проблематични у смислу интеграције и који нису у стању да остваре предвиђене синергије. На овај начин, предузећа настоје да на најбољи начин искористе своје компаративне предности и побољшају перформансе преосталих делова имовине.

Испитаници су одговарали на питања да ли је у њиховом предузећу након преузимања дошло до продаје или осамостаљивања одређених делова предузећа и у којем степену су наведене активности реструктурирања спроведене.



## 5. МЕТОДОЛОГИЈА И МЕТОДЕ ИСТРАЖИВАЊА

Имајући у виду постављени предмет и циљ истраживања, као и основне научне хипотезе, у делу докторске дисертације који се односи на емпиријско истраживање примењена је *квантитативна методологија*. Нагласак на квантитативној методологији евидентан је у аквизиционој литератури (Schoenberg, 2006) будући да омогућава истраживачима да утврде односе између различитих независних и зависних варијабли (најчешће постаквизиционих перформанси) и дођу до генералних закључака. Емпиријско истраживање аутора спроведено је на одабраном узорку преузетих предузећа у Србији коришћењем структурираног упитника. Истраживање је спроведено кроз више фаза: контактирање предузећа и дистрибуирање упитника, прикупљање примарних података и анализа података.

Анализа података спроведена је коришћењем статистичког софтверског пакета за друштвене науке (*Statistical Package Social Sciences - SPSS v. 20,0*). Примењена је експлоративна факторска анализа (EFA). За процену прикладности скупа података за факторску анализу коришћен је КМО (*Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy*) и *Bartlett*-ов тест. Поузданост мерне скале мерена је *Cronbach's Alpha* коефицијентом. Тестирање нормалности дистрибуције варијабли истраживања извршено је помоћу *Kolmogorov-Smirnov* теста. Тестирање значајности разлике између субузорака вршено је помоћу *Mann-Whitney U* теста и *Kruskal-Wallis* теста. Тестирање хипотеза извршено је применом једноструке и вишеструке линеарне регресије.

### 5.1. Дизајнирање упитника

Упитник је дизајниран у складу са дефинисаним циљевима истраживања и хипотезама. Пре него што су упитници прослеђени запосленима, било је неопходно добити одобрење од менаџера за дистрибуирање упитника, тако да су они контактирани *e-mail*-ом или телефоном и информисани о циљевима истраживања. Менаџерима је упућено пропратно писмо у коме је објашњена сврха истраживања. У пропратном писму наглашено је да се упитник попуњава анонимно, без навођења имена испитаника и без навођења имена компаније (прилог 1). Поред тога, повећање стопе одговора настојало се постићи наглашавањем да се упитник може попунити за 10 минута и истицањем да истраживање може бити од користи и самој компанији.

Постоје два метода постављања питања у упитнику: отворена и затворена. Код отворених питања, испитаник има слободу да формулише свој одговор. Међутим, недостатак је у томе, што се истраживач, касније, када анализира податке, суочава са проблемом систематизације података. Предност затворених питања је да се на њих брже одговара и не постоји проблем систематизације података. Недостатак је што се одређени важни детаљи специфични за конкретну аквизицију могу изоставити. Како би се осигурала већа стопа одговора, односно што већи број испитаника попунио упитник, дужина упитника је смањена на две стране и само су укључена питања затвореног типа. Испитаницима је наглашено да је се упитник попуњава анонимно. Када је обезбеђена анонимност, испитаници мање показују бојазан и у мањем степену прилагођавају своје одговоре. Ово је посебно важан аспект код оваквог истраживања будући да преузимања карактерише висок ниво неповерења и неизвесности (Buono & Bowditch, 1989), што може да доведе до пристрасних одговора уколико испитаници верују да њихови одговори могу бити обелодањени менаџменту. Ово може резултирати у смањењу интерне валидности уколико испитаници оклевају да дају искрене одговоре.

Коришћена је петостепена Ликертова скала, која указује на степен слагања запослених са изнетим ставовима. Испитаницима су на располагању стајали одговори од 1 - *уопште се не слажем* до 5 - *у потпуности се слажем*. Код питања која су се односила на активности реструктурирања, требало је да испитаници истакну да ли је било конкретних активности реструктурирања у њиховом предузећу и у ком степену је активност извршена. Одговори су ранжирани од 1-*није било дате активности* до 5-*активност је извршена у великом степену*.

Упитник се састоји од шест делова. Први део: *став према променама* обухвата шест питања; други део – *брзина промена* обухвата три питања; трећи део – *трансформационо лидерство* обухвата тринаест питања; четврти део – *разлике у погледу корпоративних култура* обухвата шест питања; пети део – *активности реструктурирања* обухвата пет питања; шести део – *поставквизиционе перформансе предузећа* обухвата девет питања. Упитник садржи део – *опште информације о испитанику* у оквиру кога су прикупљене информације везане за пол, године радног стажа, позицију запосленог у предузећу (управљачка, извршна), ниво образовања, године. Комплетан упитник дат је у Прилогу (прилог 2).

Како би се обезбедило остварење циљева истраживања, упитник је подвргнут пилот тесту. Пилот истраживање има за циљ да утврди неопходност спровођења неопходних промена пре започињања главног истраживања. У литератури се заступа став да пилот студија треба да буде тестирана на људима који су слични људима којима је упитник коначно намењен. Пилот истраживањем

---

настоји се постићи да упитник садржи само релевантна питања, да она буду јасна и разумљива, да се повећа вероватноћа попуњавања упитника од стране испитаника. На основу резултата пилот истраживања, извршене су незнатне модификације у упитнику, које су се пре свега односиле на јаснију формулацију питања.

## 5.2. Карактеристике узорка

У циљу тестирања постављених хипотеза, прикупљени су подаци из примарних извора, кроз теренско истраживање, током три месеца: од почетка фебруара до краја априла 2013. године. Истраживањем су обухваћена предузећа која су била предмет преузимања у протеклих 10 година (од 2002-2011. године). До података о преузетим предузећима дошло се претраживањем сајта Агенције за приватизацију (<http://www.priv.rs>) (према подацима Агенције за приватизацију, у овом периоду приватизовано је око 2500 предузећа, путем тендера, аукције или преко тржишта капитала) и Комисије за хартије од вредности (<http://www.sec.gov.rs>) (где се може наћи списак свих реализованих понуда за преузимање, а не само преузимање контролног пакета акција).

Изабрано је насумице и контактирано 30 предузећа, при чему се водило рачуна да буду из различитих грана и различите величине. Поред тога, битно је напоменути да је реч о познатим трансакцијама преузимања спроведеним у Србији које су биле медијски пропраћене. Предузећа су контактирана телефоном и прослеђена су пропратна писма менаџерима са молбом за одобрење дистрибуирања упитника. Од 30 предузећа којима су упитници прослеђени, у 10 предузећа је одобрено дистрибуирање упитника, што даје укупну стопу одзива од 33,3%. Предузећа у којима је одобрено дистрибуирање упитника су из различитих индустријских грана (табела 33): производња фармацеутских препарата (1), производња цемента (1), дестилација, пречишћавање и мешање пића (2), прерада млека и производња сирева (1) производња машина за обраду метала (1), производња делова за моторна возила и моторе (1) трговина на мало храном, пићима и дуваном (1), монетарно пословање (2). Ниједна привредна делатност не учествује у узорку више од 20%, што значи да ниједна делатност не доминира у односу на остале.

Узорак чине 10 предузећа, од којих су седам предузећа производна, а три услужна. Када је у питању тип аквизиције, од 10 посматраних предузећа, 8 је интернационалних аквизиција (*cross border acquisitions*) - предузеће-купац је из стране земље, а у два случаја је реч о домаћој аквизицији - предузеће-купац је из Србије. У 8 случаја преузимање је извршено на тржишту капитала, преузимањем

контролног пакета акција, а у 2 случаја преузимање је извршено путем тендера. Посматрано са аспекта величине, узорак чине 6 великих, 2 средња и 2 мала предузећа.

**Табела 33** Преглед предузећа у којима је спроведено истраживање

Назив предузећа	Делатност	Тип аквизиције	Метод	Величина предузећа	Укупни број запослених	Приближни број запослених који су пролазили кроз процес промена	Број анкетира них
██████████	Производња фармацевтских препарата	Инострана	Тржиште капитала	Велико	1688	800	16
██████████	Производња цемента	Инострана	Тендер	Велико	318	250	30
██████████	Дестилација, пречишћавање и мешање пића	Домаћа	Тендер	Велико	291	220	21
██████████	Трговина на мало у неспецијализованим продавницама, претежно храном, пићима и дуваном	Инострана	Тржиште капитала	Велико	6356	6000	50
██████████	Монетарно пословање	Инострана	Тржиште капитала	Велико	1533	500	18
██████████	Монетарно пословање	Инострана	Тржиште капитала	Велико	999	180	11
██████████	Прерада млека и производња сирева	Инострана	Тржиште капитала	Средње	101	80	23
██████████	Производња машина за обраду метала	Инострана	Тржиште капитала	Средње	84	70	10
██████████	Дестилација, пречишћавање и мешање пића	Домаћа	Тржиште капитала	Мало	45	40	9
██████████	Производња осталих делова и додатне опреме за моторна возила	Инострана	Тржиште капитала	Мало	29	29	20
Укупан број анкетиран							208

Извор: Аутор

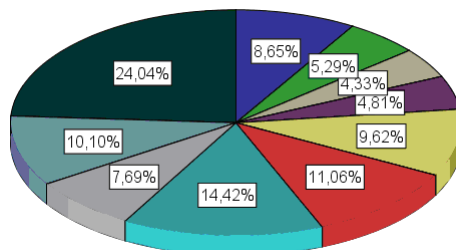
Узорак обухвата 208 испитаника ( $n=208$ ). У табели 33 дат је преглед предузећа у којима је спроведено истраживање. Највећи број испитаника (50) је из предузећа које има и највећи број запослених 6000. Упитници су послати испитаницима почетком фебруара 2013. године. Укупно је послато 750 упитника и контактирано 30 предузећа. Од иницијално послатих упитника попуњено је 208 (стопа одговора 27,73%). Поређењем ове стопе одговора са другим сличним истраживањима, може се закључити да је стопа упоредива, чак и нешто виша. Преглед литературе показује да су стопе одговора код проучавања аквизиција јако ниске, понекад испод 10% (Schoenberg, 2006) услед сензитивне природе питања која се постављају у истраживањима везаним за преузимања предузећа, као и одобрења за спровођење истраживања од стране извршних директора.

Важно је уочити разлоге за недобијање одобрења за дистрибуцију упитника од стране извршних директора, као и за непопуњавање упитника од стране испитаника. Уочено је да су предузећа, која су имала проблеме са запосленима и у којима је долазило до судских спорова са запосленима, одбијала да учествују у истраживању. Политика одређених предузећа је таква да не дозвољава учествовање у истраживањима. Одређена предузећа одбила су да учествују у истраживању не објашњавајући разлоге за такву одлуку. Као разлози за одбијање испитаника да учествују у истраживању могу се навести: недостатак времена, као и забринутост за импликације које попуњавање упитника може да изазове уколико би менаџери открили њихов идентитет (што се може закључити на основу чињенице да је било испитаника (око двадесетак) који су одговорили на сва питања у упитнику, а последњи део, који се односи на опште информације о испитанику оставили непопуњеним).

**Табела 34** Процентуално учешће испитаника по предузећима у укупном броју испитаника

Назив предузећа	Број испитаника	Процент
	16	7,7
	30	14,4
	21	10,1
	50	24,0
	18	8,7
	11	5,3
	23	11,1
	10	4,8
	9	4,3
	20	9,6
Укупно	208	100,0

Извор: Аутор



**Графикон 7** Процентуално учешће испитаника по предузећима у укупном броју испитаника

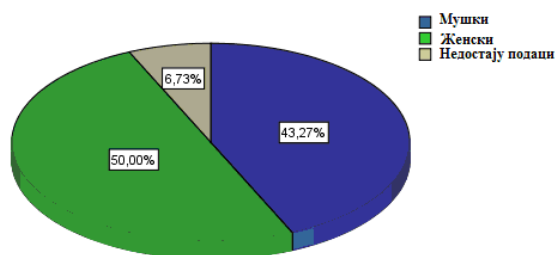
Извор: Аутор

У табели 34 и на графикону 7 приказано је процентуално учешће испитаника по предузећима у укупном броју испитаника. Како укупно има 208 испитаника из 10 предузећа, просечан број испитаника по предузећу је 20,8. Са графикона се може уочити да највеће процентуално учешће испитаника (24,04%) из једног предузећа. Оправдање за ово налази се у чињеници да се приликом анкетирања водило рачуна и о укупном броју запослених у предузећима, тако да напред поменуто предузеће у коме је анкетирани највећи број испитаника, има убедљиво највећи број запослених (укупно 6353 запослених), што се може видети из табеле 33.

**Табела 35** Структура узорка према полу

	Пол	Фреквенција	Процент	Процент
	Мушки	90	43,3	46,4
	Женски	104	50,0	53,6
	Укупно	194	93,3	100,0
	Недостају подаци	14	6,7	
	Укупно	208	100,0	

Извор: Аутор



**Графикон 8** Структура узорка према полу

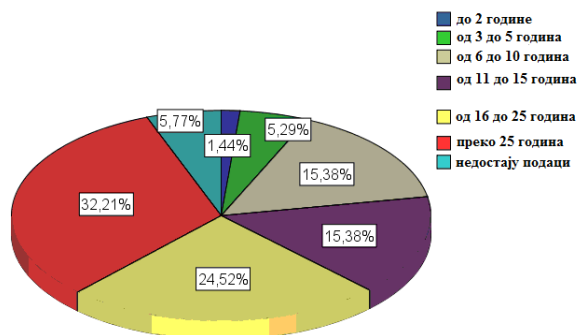
Извор: Аутор

У табели 35 и на графикону 8 приказана је структура узорка према полу. Узорак обухвата нешто више жена 53,6% (104), док мушкарци чине 46,4% (90). За 14 испитаника недостају подаци о полној структури.

**Табела 36** Структура узорка према годинама радног стажа

Радни стаж	Фреквенција	Процент	Процент
до 2 године	3	1,4	1,5
од 3 до 5 година	11	5,3	5,6
од 6 до 10 година	32	15,4	16,3
од 11 до 15 година	32	15,4	16,3
од 16 до 25 година	51	24,5	26,0
преко 25 година	67	32,2	34,2
Укупно	196	94,2	100,0
Недостају подаци	12	5,8	
Укупно	208	100,0	

Извор: Аутор

**Графикон 9** Структура узорка према годинама радног стажа

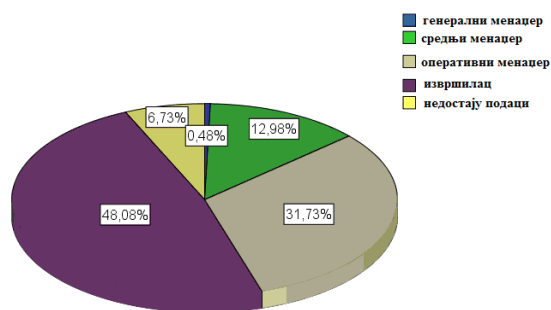
Извор: Аутор

У табели 36 и на графикону 9 приказана је структура узорка према годинама радног стажа. Структура узорка према годинама радног стажа открива да у узроку највише има испитаника са дужим радним стажом, односно 34,2% (67) испитаника је са радним стажом преко 25 година, док је 26% (51) испитаника са радним стажом од 16 до 25 година.

**Табела 37** Структура узорка према позицији запослених у предузећу

Позиција у предузећу	Фреквенција	Процент	Процент
Генерални директор	1	0,5	0,5
Средњи менаџер	27	13,0	13,9
Оперативни менаџер	66	31,7	34,0
Извршилац	100	48,1	51,5
Укупно	194	93,3	100,0
Недостају подаци	14	6,7	
Укупно	208	100,0	

Извор: Аутор



**Графикон 10** Структура узорка према позицији запослених у предузећу

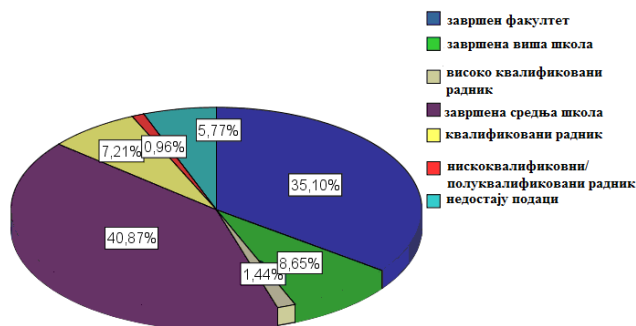
Извор: Аутор

У табели 37 и на графикону 10 представљена је структура узорка према позицији запослених у предузећу. Највише испитаника је у категорији извршилаца 51,5% (100). Што се тиче управљачких позиција, међу испитаницима највише је оних који су на позицији оперативних менаџера и то 34% (66).

**Табела 38** Структура узорка према нивоу образовања

Ниво образовања	Фреквенција	Процент	Процент
Завршен факултет	73	35,1	37,2
Завршена виша школа	18	8,7	9,2
Високо квалификовани радник	3	1,4	1,5
Завршена средња школа	85	40,9	43,4
Квалификовани радник	15	7,2	7,7
Нискоквалификовани/полуквалификовани радник	2	1,0	1,0
Укупно	196	94,2	100,0
Недостају подаци	12	5,8	
Укупно	208	100,0	

Извор: Аутор



**Графикон 11** Структура узорка према нивоу образовања

Извор: Аутор

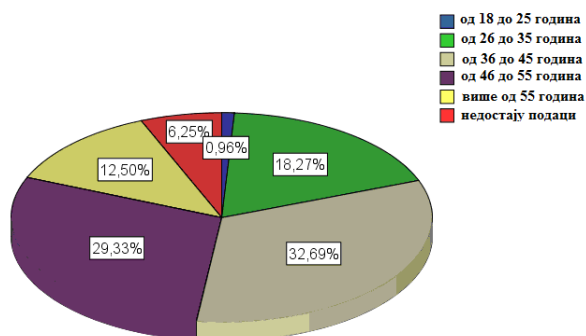


Из табеле 38 и са графикана 11, на којима је представљена структура узорка према нивоу образовања, уочавају се две категорије испитаника као најдоминантније. У узорку је највише оних са завршеном средњом школом 43,3% (85), затим следе испитаници са завршеним факултетом 37,2% (73). Најмање је нискоквалификованих/полуквалификованих радника и то 1% (2) и високо квалификованих радника 1,4% (3).

**Табела 39** Структура узорка према старости

	Фреквенција	Процент	Процент
18 до 25 година	2	1,0	1,0
26 до 35 година	38	18,3	19,5
36 до 45 година	68	32,7	34,9
46 до 55 година	61	29,3	31,3
више од 55 година	26	12,5	13,3
Укупно	195	93,8	100,0
Недостају подаци	13	6,3	
Укупно	208	100,0	

Извор: Аутор



**Графикон 12** Структура узорка према старости

Извор: Аутор

У табели 39 и на графикону 12 представљена је структура узорка према старости. Према овом критеријуму, издвајају су две категорије испитаника. Најбројнији су испитаници у старосној категорији од 36 до 45 година 34,9% (68), а затим следе они у категорији од 46 до 55 година 31,3% (61). Најмање испитаника је у категорији од 18 до 25 година 1% (2).

## 6. РЕЗУЛТАТИ ИСТРАЖИВАЊА

У наставку биће представљени резултати емпиријског истраживања. Приликом анализе података најпре је извршена факторска анализа како би се обезбедила ефективнија анализа и интерпретација резултата. Након тога, следе резултати дескриптивне статистике, затим резултати *Mann-Whitney* теста, *Kruskal-Wallis* теста једноструке линеарне регресије, вишеструке линеарне регресије.

### 6.1. Факторска анализа

Основни циљ факторске анализе је описати повезаност међу великим бројем варијабли помоћу малог броја случајних варијабли, које се називају факторима. Формирање факторског модела темељи се на претпоставци да се варијабле могу груписати према својим корелацијама у различите групе. Унутар сваке групе су међусобно висококорелиране варијабле, а варијабле у различитим групама су међусобно слабо корелиране. Свака група варијабли чини један фактор, који је одговоран за постојеће корелације.

Фактори се издвајају методом главних компонената. Анализа главних компоненти (*engl. Principal Component Analysis - PCA*) је поступак поједностављења података кроз смањење броја варијабли. Она представља објективан начин проналажења главних компонената којима се варијације података могу описати што је могуће једноставније, а посматрани број варијабли редукује на мали број главних компоненти које су линеарне комбинације полазних варијабли.

Као метода ротације изабрана је *Varimax raw* ротација, јер је једноставнија за интерпретацију и јасније се види издвајање фактора.

#### ***Факторска анализа – став према променама***

Како би се проверило да ли је скуп података прикладан за факторску анализу, урађен је *KMO* и *Bartlett's Test* (табела 40). Како је *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* већа од 0,6 и износи 0,773 и вредност *Bartlett's Test of Sphericity* је статистички значајна ( $p=0,000$ ), то је факторска анализа оправдана.

**Табела 40** КМО и Bartlett's Test – став према променама

КМО and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,773
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	588,576
	df	15
	Sig.	,000

Извор: Аутор

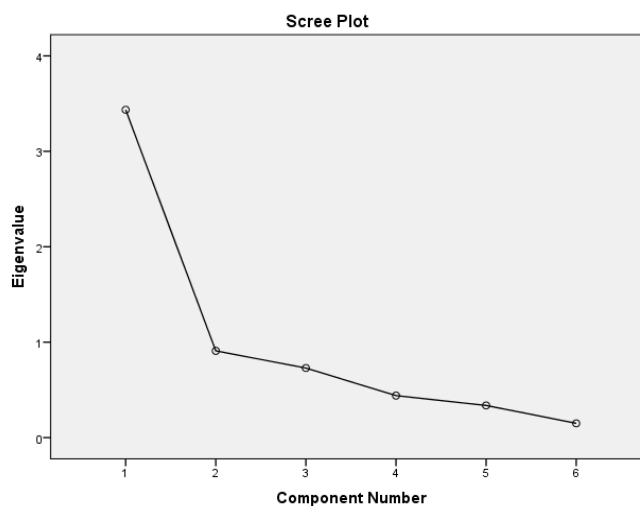
Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) приказане су у табели 41. Својствена вредност представља део варијансе који је објашњен једном главном компонентом, а циљ је издвојити што већи део варијансе у неколико првих главних компонената. Према *Kaiser-Guttman*-овом критеријуму треба задржати факторе са својственом вредношћу већом од 1. Из табеле 41 види се да једна компонента испуњава критеријум да буде задржана (да је својствена вредност изнад 1) и та компонента објашњава укупно 57,25% варијансе (*cumulative % =57,25*)

**Табела 41** Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – став према променама

Total Variance Explained						
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	3,435	57,251	57,251	3,435	57,251	57,251
2	,909	15,151	72,403			
3	,729	12,150	84,553			
4	,440	7,339	91,892			
5	,337	5,614	97,506			
6	,150	2,494	100,000			

Извор: Аутор

Међутим, *Kaiser-Guttman*-ов критеријум некада критикују да задржава превише фактора. Из тог разлога факторска структура проверена је и дијаграмом превоја (*Screeplot*). Графички приказ својствених вредности већих од један представљен је графиконом 13. Дијаграм показује мањи нагиб криве након прве главне компоненте, тако да треба задржати само прву компоненту, односно издвојити само један фактор, што подупиरे закључке претходног критеријума.



**Графикон 13** Дијаграм својствених вредности (*Scree Plot*) – схватање процеса промена

Извор: Аутор

### Факторска анализа – брзина промена

Најпре је извршена провера да ли је скуп података прикладан за факторску анализу. Урађен је *KMO* and *Bartlett's Test* (табела 42). Како је *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* већа од 0,6 и износи 0,714 и вредност *Bartlett's Test of Sphericity* је статистички значајна ( $p=0,000$ ) то је факторска анализа оправдана.

**Табела 42** *KMO* и *Bartlett's Test* – брзина промена

<b>KMO and Bartlett's Test</b>		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,714
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	223,127
	df	3
	Sig.	,000

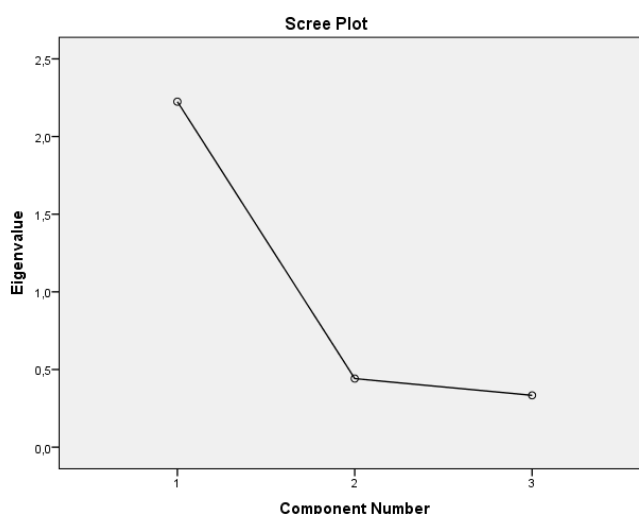
Извор: Аутор

Својствене вредности приказане су у табели 43. Једна компонента испуњава критеријум да је својствена вредност изнад 1 и она објашњава укупно 74% варијансе (*cumulative %* =74,14).

**Табела 43** Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонента) – брзина промена

Total Variance Explained						
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,224	74,149	74,149	2,224	74,149	74,149
2	,442	14,724	88,872			
3	,334	11,128	100,000			

Извор: Аутор



**Графикон 14** Дијаграм својствених вредности (Scree Plot) – брзина промена

Извор: Аутор

Дијаграм својствених вредности (графикон 14) показује мањи нагиб криве након прве главне компоненте, тако да треба задржати само прву компоненту, односно издвојити само један фактор, што подупиरे закључке претходног критеријума.

### **Факторска анализа – трансформационо лидерство**

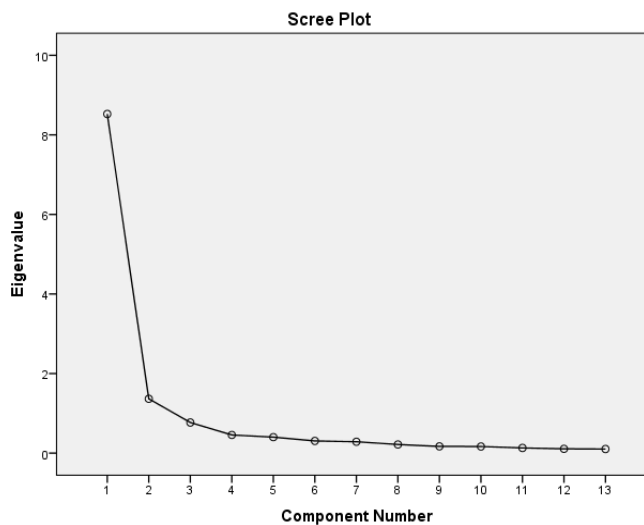
Прикладност скупа података за факторску анализу проверена је путем *КМО* и *Bartlett's Test* (табела 44). Како је *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* већа од 0,6 и износи 0,923 и вредност *Bartlett's Test of Sphericity* је статистички значајна ( $p=0,000$ ), то је факторска анализа оправдана.

**Табела 44** КМО и Bartlett's Test – трансформационо лидерство

КМО and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,923
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	2662,43
	df	78
	Sig.	,000

Извор: Аутор

У табели 45 представљене су карактеристичне вредности свих компонената. Две компоненте испуњавају *Kaiser*-ов критеријум да је својствена вредност изнад 1. Оне објашњавају укупно 76% варијансе (*cumulative % =76,07*) Највећа својствена вредност износи 8,52 за прву главну компоненту, а друга 1,36. У трећој колони табеле 42 приказан је проценат укупне варијансе објашњен сваком главном компонентом. Прва главна компонента објашњава 65,67 % укупне варијансе, док друга компонента објашњава 10,49% варијансе.

**Графикон 15** Дијаграм својствених вредности (Scree Plot) – трансформационо лидерство

Извор: Аутор

**Табела 45** Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – трансформационо лидерство

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	8,525	65,578	65,578	8,525	65,578	65,578
2	1,365	10,496	76,074	1,365	10,496	76,074
3	,769	5,916	81,990			
4	,456	3,508	85,499			
5	,401	3,087	88,586			
6	,307	2,358	90,944			
7	,286	2,199	93,143			
8	,217	1,667	94,810			
9	,169	1,302	96,112			
10	,166	1,276	97,388			
11	,130	,999	98,387			
12	,107	,824	99,210			
13	,103	,790	100,000			

Извор: Аутор

Дијаграм својствених вредности (графикон 15) показује мањи нагиб криве након друге главне компоненте, што указује на потребу издвајања две компоненте, чиме се потврђује закључак донет на бази претходног критеријума. Факторска оптерећења, односно корелације између фактора и улазних варијабли дате су у табели 46.

Највећи број варијабли има оптерећење изнад 0.7. Факторска анализа резултира у два различита фактора. Први фактор има највеће оптерећење за варијабле: Надређени менаџери су охрабривали запослене да прихвате промене (0.865) и Надређени менаџери објашњавали су запосленима шта је заједничка визија и какви су правци развоја предузећа (0.856).

Други фактор има највеће оптерећење за варијабле: Као подршка запосленима у прилагођавању новим околностима у предузећу су организовани различити програми обуке (0.930); Обука ми је помогла у превазилажењу проблема током процеса промена (0.906). Први фактор назван је *Инспирисање и подстицање запослених*, а други *Реаговање на проблеме запослених* (табела 47).

**Табела 46** Факторска оптерећења за издвојена два фактора (*varimax raw* ротација фактора) – *трансформационо лидерство*

	Component	
	1	2
Надређени менаџери су охрабривали запослене да прихвате промене	<b>,865</b>	,215
Надређени менаџери објашњавали су запосленима шта је заједничка визија и какви су правци развоја предузећа	<b>,856</b>	,212
Надређени менаџери су са оптимизмом говорили о будућности предузећа	<b>,840</b>	,187
Надређени менаџери су наглашавали важност и неопходност спровођења промена у предузећу	<b>,820</b>	,281
Надређени менаџери помагали су запосленима да схвате зашто је за предузеће битно да буде преузето од стране другог предузећа	<b>,816</b>	,274
Надређени менаџери служили су као позитивни узор и инспирисали су запослене на спровођење промена	<b>,808</b>	,299
Надређени менаџери својим примером деловали су подстицајно на запослене	<b>,743</b>	,420
Добијање релевантних информација од надређених менаџера, које су се односиле на будуће планове помогло ми је у превазилажењу проблема током процеса промена	<b>,703</b>	,419
Надређени менаџери охрабривали су запослене да трагају за новим начинима решавања одређених проблема	<b>,649</b>	,511
Надређени менаџери подстицали су иновативно размишљање код запослених	<b>,634</b>	,583
Као подршка запосленима у прилагођавању новим околностима у предузећу су организовани различити програми обуке	,154	<b>,930</b>
Обука ми је помогла у превазилажењу проблема током процеса промена	,245	<b>,906</b>
Непосредна подршка менаџера помогла ми је да превазиђем проблеме током процеса промена	,544	<b>,675</b>

*Извор:* Аутор



**Табела 47** Резултати факторске анализе – *трансформационо лидерство*

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Надређени менаџери су охрабривали запослене да прихвате промене</li> <li>• Надређени менаџери објашњавали су запосленима шта је заједничка визија и какви су правци развоја предузећа</li> <li>• Надређени менаџери су са оптимизмом говорили о будућности предузећа</li> <li>• Надређени менаџери су наглашавали важност и неопходност спровођења промена у предузећу</li> <li>• Надређени менаџери помагали су запосленима да схвате зашто је за предузеће битно да буде преузето од стране другог предузећа</li> <li>• Надређени менаџери служили су као позитивни узори и инспирисали су запослене на спровођење промена</li> <li>• Надређени менаџери својим примером деловали су подстицајно на запослене</li> <li>• Добијање релевантних информација од надређених менаџера, које су се односиле на будуће планове помогло ми је у превазилажењу проблема током процеса промена</li> <li>• Надређени менаџери охрабривали су запослене да трагају за новим начинима решавања одређених проблема</li> <li>• Надређени менаџери подстицали су иновативно размишљање код запослених</li> </ul>	<p><b>Инспирисање и подстицање запослених</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Као подршка запосленима у прилагођавању новим околностима у предузећу су организовани различити програми обуке</li> <li>• Обука ми је помогла у превазилажењу проблема током процеса промена</li> <li>• Непосредна подршка менаџера помогла ми је да превазиђем проблеме током процеса промена</li> </ul>	<p><b>Реаговање на проблеме запослених</b></p>

*Извор:* Аутор

### **Факторска анализа – разлике у погледу корпоративних култура**

Прикладност скупа података за факторску анализу проверена је путем *КМО* и *Bartlett's Test* (табела 48). Како је *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* већа од 0,6 и износи 0,905 и вредност *Bartlett's Test of Sphericity* је статистички значајна ( $p=0,000$ ), тако да је факторска анализа оправдана.

**Табела 48** КМО и Bartlett's Test – разлике у погледу корпоративних култура

КМО and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,905
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	799,448
	df	15
	Sig.	,000

Извор: Аутор

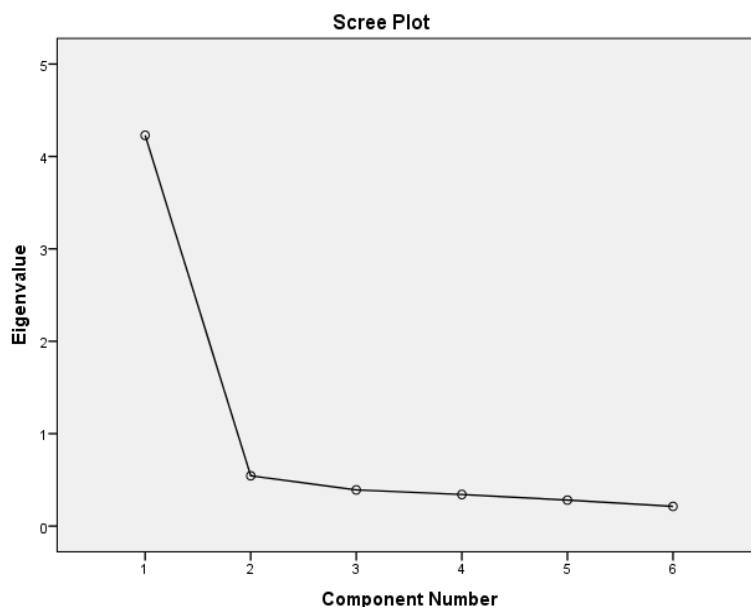
Својствене вредности приказане су у табели 49. Према *Kaiser-Guttmanov*-ом критеријуму треба задржати факторе са својственом вредношћу већом од 1. Једна компонента испуњава задати критеријум и она објашњава укупно 70% варијансе (*cumulative % =70,47*).

**Табела 49** Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) – разлике у погледу корпоративних култура

Total Variance Explained						
Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	4,228	70,474	70,474	4,228	70,474	70,474
2	,544	9,071	79,545			
3	,392	6,526	86,071			
4	,342	5,696	91,767			
5	,281	4,686	96,453			
6	,213	3,547	100,000			

Извор: Аутор

Дијаграм својствених вредности (графикон 16) показује мањи нагиб криве након прве главне компоненте, што указује на потребу издвајања само једног фактора, чиме се потврђује закључак донет на бази претходног критеријума.



**Графикон 16** Дијаграм својствених вредности (*Scree Plot*) – разлике у погледу корпоративних култура

Извор: Аутор

### **Факторска анализа – активности реструктурирања**

Провера прикладности скупа података за факторску анализу извршена је на бази *KMO* и *Bartlett's Test* (табела 50). Како је *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* већа од 0,6 и износи 0,630, а вредност *Bartlett's Test of Sphericity* је статистички значајна ( $p=0,000$ ), то је факторска анализа оправдана.

**Табела 50** *KMO* и *Bartlett's Test* – активности реструктурирања

<b>KMO and Bartlett's Test</b>		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,630
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	260,649
	df	10
	Sig.	,000

Извор: Аутор

Својствене вредности приказане су у табели 51. Према *Kaiser-Guttman*-ом критеријуму треба задржати факторе са својственом вредношћу већом од 1. У табели 49, унете су карактеристичне вредности свих компонената. Две компоненте

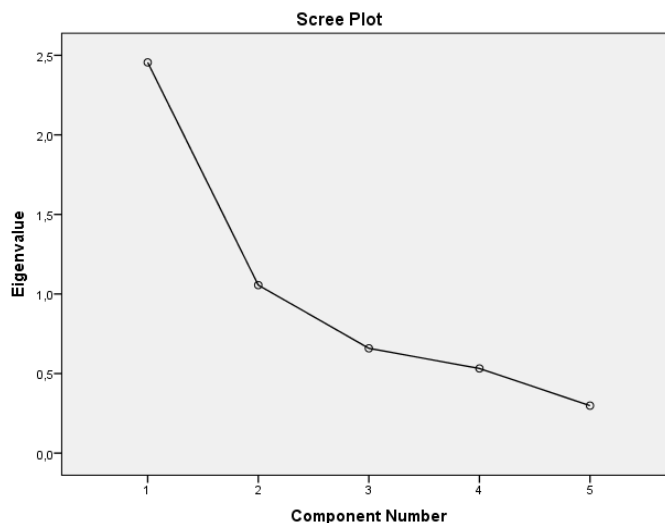
испуњавају критеријум да је својствена вредност изнад 1. Оне објашњавају укупно 70% варијансе (*cumulative % =70,23*) Највећа својствена вредност износи 2,45 за прву главну компоненту, а друга 1,05.

У другој колони приказан је проценат укупне варијансе објашњен сваком главном компонентом. Прва главна компонента објашњава 49,11 % укупне варијансе, а друга главна компонента објашњава 21,12% варијансе.

**Табела 51** Својствене вредности (издвајање фактора методом главних компонената) –*активности реструктурирања*

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	2,455	49,110	49,110	2,455	49,110	49,110
2	1,056	21,120	70,230	1,056	21,120	70,230
3	,659	13,172	83,401			
4	,532	10,635	94,037			
5	,298	5,963	100,000			

*Извор:* Аутор



**Графикон 17** Дијаграм својствених вредности (*Scree Plot*) – *активности реструктурирања*

*Извор:* Аутор

Дијаграм својствених вредности (графикон 17) показује мањи нагиб криве након друге главне компоненте, што указује на потребу издвајања две компоненте, чиме се потврђује закључак донет на бази претходног критеријума.

**Табела 52** Факторска оптерећења за издвојена два фактора (*varimax raw* ротација фактора) – *активности реструктурирања*

	Component	
	1	2
Након преузимања извршена је реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга	<b>,853</b>	,073
Након преузимања извршена је замена једног или више чланова менаџмент тима	<b>,745</b>	,145
Након преузимања дошло је до смањивања броја запослених	<b>,731</b>	,291
Након преузимања дошло је до издвајања и осамостаљивања одређених делова предузећа	,124	<b>,873</b>
Након преузимања извршена је продаја одређених делова предузећа	,227	<b>,868</b>

*Извор:* Аутор

Факторска оптерећења, односно корелације између фактора и улазних варијабли дате су у табели 52. Први фактор има највеће оптерећење за варијабле: Након преузимања извршена је реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга (0.853); Након преузимања извршена је замена једног или више чланова менаџмент тима (0.745) и Након преузимања дошло је до смањивања броја запослених (0.731). Овај фактор назван је *Активности организационог реструктурирања*.

Други фактор има оптерећења за варијабле: Након преузимања дошло је до издвајања и осамостаљивања одређених делова предузећа (0.873) и Након преузимања извршена је продаја одређених делова предузећа (0.868). Овај фактор назван је *Активности портфолио реструктурирања (дезинвестирање)*. Резултати факторске анализе представљени су у табели 53.

**Табела 53** Резултати факторске анализе – *активности реструктурирања*

Након преузимања извршена је реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга	<b>Активности организационог реструктурирања</b>
Након преузимања извршена је замена једног или више чланова менаџмент тима	
Након преузимања дошло је до смањивања броја запослених	
Након преузимања дошло је до издвајања и осамостаљивања одређених делова предузећа	<b>Активности портфолио реструктурирања (дезинвестирање)</b>
Након преузимања извршена је продаја одређених делова предузећа	

*Извор:* Аутор

### Факторска анализа – постаквизиционе перформансе предузећа

Прикладност скупа података за факторску анализу проверена је путем *КМО* и *Bartlett's Test* (табела 54). Како је *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* већа 0,6 и износи 0,906 и вредност *Bartlett's Test of Sphericity* је статистички значајна ( $p=0,000$ ), то је факторска анализа оправдана.

**Табела 54** КМО и Bartlett's Test – постаквизиционе перформансе предузећа

КМО and Bartlett's Test		
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		,906
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	827,448
	df	36
	Sig.	,000

Извор: Аутор

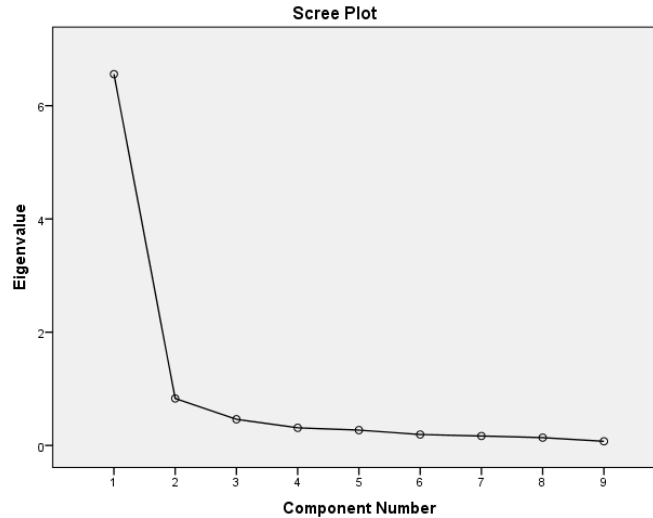
Својствене вредности приказане су у табели 55. Једна компонента испуњава *Kaiser-Guttman*-ов критеријум да је својствена вредност изнад 1 и она објашњава укупно 72% варијансе (*cumulative % =72,86*).

**Табела 55** Својствене вредности (издвајње фактора методом главних компонената) – постаквизиционе перформансе предузећа

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
1	6,558	72,868	72,868	6,558	72,868	72,868
2	,829	9,213	82,081			
3	,462	5,129	87,210			
4	,311	3,456	90,666			
5	,271	3,008	93,674			
6	,193	2,147	95,821			
7	,167	1,852	97,673			
8	,137	1,523	99,196			
9	,072	,804	100,000			

Извор: Аутор

Дијаграм својствених вредности (графикон 18) показује мањи нагиб криве након прве главне компоненте, што указује на потребу издвајања само једног фактора, чиме се потврђује закључак донет на бази претходног критеријума.



**Графикон 18** Дијаграм својствених вредности (*Scree Plot*) – *постаквизиционе перформансе предузећа*

*Извор:* Аутор

Факторском анализом издвојило се осам фактора, односно субделова који ће бити предмет анализе у даљем раду и то: схватање процеса промена, брзина промена, реаговање на проблеме запослених, инспирисање и подстицање запослених, разлике у погледу корпоративних култура, активности организационог реструктурирања, активности портфолио реструктурирања, постаквизиционе перформансе предузећа.

## 6.2. Поузданост мерне скале

Поузданост мерне скале односи се на њену унутрашњу сагласност, односно на степен сродности ставки од којих се скала састоји. Мерењем поузданости заправо се процењује степен у коме су варијабле или скуп варијабли конзистентни са оним што треба да мере, односно да ли између варијабли постоји повезаност тако да се може рећи да мере исту појаву. Може се рећи да постоји висок степен поузданости када постоји повезаност одговора за сваки атрибут. Поузданост мерне скале мерена је *Cronbach's Alpha* коефицијентом.

Прихватљиве вредности овог коефицијента су изнад 0,7. У студији се вредност коефицијента креће од 0.701 до 0,960, што указује да сви субделови имају добру поузданост. У табели 56 дате су вредности *Cronbach' Alpha* за све субделове.

Табела 56 Поузданост мерне скале

	Cronbach's Alpha
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	,848
БРЗИНА ПРОМЕНА	,824
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,898
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,957
РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	,914
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	,701
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	,739
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЊА	,960

Извор: Аутор

### 6.3. Дескриптивна статистичка анализа

Дескриптивна статистика обухвата поступке и методе организовања и сумирања информација на јасан и ефикасан начин. У оквиру дескриптивне статистичке анализе користе се нумеричке и графичке методе у циљу описивања и откривања образаца одређеног сета податка, сумаризације података и њиховог представљања у прикладној форми (Greasley, 2007). Поступцима из оквира дескриптивне статистике добијају се параметри, као што су статистичке мере пребројавања, аритметичка средина, стандардна девијација и др. У наставку биће приказане дескриптивне статистичке мере које се односе на тестирање нормалности дистрибуције варијабли, као и на мере централне тенденције (аритметичка средина, медијана, модус) и мере варијабилности (стандардна девијација).

#### 6.3.1. Тестирање нормалности дистрибуције варијабли

За даљу обраду података неопходно је оценити нормалност дистрибуције коришћених варијабли истраживања. Провера је извршена преко *KolmogoroSmirnov* теста (табела 57). Нулта хипотеза је да дистрибуција није нормална. Уколико је *KS* статистички значајан, тада се потврђује да дистрибуција није нормална.



Табела 57 Тестирање нормалности дистрибуције варијабли истраживања

Искази	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>		
	Statistic	df	Sig.
Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна	,273	191	,000
Промену сам схватао/ла као шансу за развој своје каријере	,212	191	,000
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка позиције	,195	191	,000
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка посла	,195	191	,000
Током процеса промена могао/ла сам да се концентришем на посао	,243	191	,000
Могао/ла сам лако да одговорим захтевима новог посла	,258	191	,000
Промене у нашем предузећу спроведене су у кратком року (неколико месеци)	,194	191	,000
Брзо спровођење промена остављало је довољно простора да се стекне неопходно знање о новом пословању и тржишту	,180	191	,000
Брзо спровођење промена допринело је смањивању неизвесности у предузећу	,187	191	,000
Надређени менаџери помагали су запосленима да схвате зашто је за предузеће битно да буде преузето од стране другог предузећа	,268	191	,000
Надређени менаџери су охрабривали запослене да прихвате промене	,270	191	,000
Надређени менаџери су наглашавали важност и неопходност спровођења промена у предузећу	,264	191	,000
Добијање релевантних информација од надређених менаџера, које су се односиле на будуће планове помогло ми је у превазилажењу проблема током процеса промена	,205	191	,000
Као подршка запосленима у прилагођавању новим околностима у предузећу су организовани различити програми обуке	,180	191	,000
Обука ми је помогла у превазилажењу проблема током процеса промена	,209	191	,000
Непосредна подршка менаџера помогла ми је да превазиђем проблеме током процеса промена	,231	191	,000
Надређени менаџери су са оптимизмом говорили о будућности предузећа	,265	191	,000
Надређени менаџери објашњавали су запосленима шта је заједничка визија и какви су правци развоја предузећа	,259	191	,000
Надређени менаџери служили су као позитивни узор и инспирисали су запослене на спровођење промена	,229	191	,000
Надређени менаџери својим примером деловали су подстицајно на запослене	,227	191	,000
Надређени менаџери подстицали су иновативно размишљање код запослених	,220	191	,000
Надређени менаџери охрабривали су запослене да трагају за новим	,218	191	,000

начинима решавања одређених проблема			
Након преузимања дошло до промена у правилима понашања и систему вредности у предузећу	,183	191	,000
Након преузимања предузећа дошло до промена у начинима награђивања и стимулисања запослених	,152	191	,000
Након преузимања дошло је до промена у начину опхођења менаџера према запосленима	,161	191	,000
Након преузимања дошло до промена у ставу предузећа према иновативности и креативности	,189	191	,000
Након преузимања дошло је до промена у степену у коме се утиче на запослене како би побољшали своје перформансе	,199	191	,000
Након преузимања дошло до промена у степену у коме менаџери пружају могућност запосленима да учествују у доношењу одлука	,182	191	,000
Након преузимања извршена је замена једног или више чланова менаџмент тима	,188	191	,000
Након преузимања дошло је до смањивања броја запослених	,261	191	,000
Након преузимања извршена је реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга	,204	191	,000
Након преузимања извршена је продаја одређених делова предузећа	,250	191	,000
Након преузимања дошло је до издвајања и осамостаљивања одређених делова предузећа	,258	191	,000

Раст/стабилност прихода је већи него пре преузимања	,227	91	,000
Смањење трошкова је веће него пре преузимања	,271	91	,000
Продуктивност је већа него пре преузимања	,257	91	,000
Тржишно учешће предузећа је веће у односу на ситуацију пре преузимања	,211	91	,000
Конкурентска позиција предузећа је боља	,220	91	,000
Сатисфакција на послу је већа него пре преузимања	,186	91	,000
База купаца након преузимања је проширена	,195	91	,000
Квалитет производа/услуга је бољи након преузимања	,173	91	,000
Развој нових производа/услуга је бољи у односу на ситуацију пре преузимања	,215	91	,000

Извор: Аутор

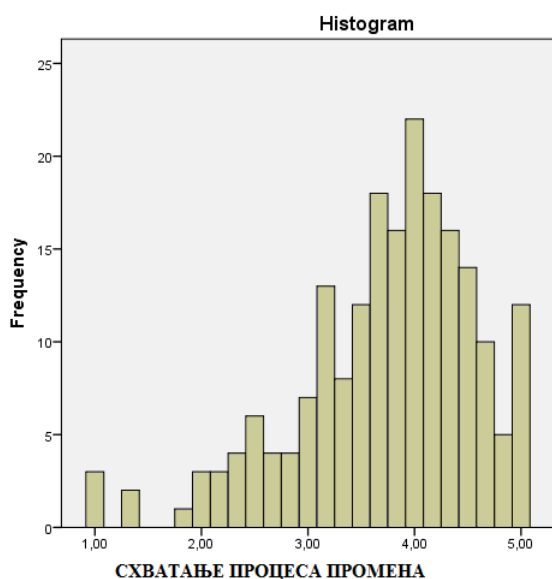
Нормалност се показује статистички незначајним (случајним) одступањем од нормалности, односно износом *Sig.* већим од 0,05. У овом случају *Sig.* износи мање од 0,05 што показује да претпоставка о нормалности расподеле није потврђена. Ово је разлог због кога ће се у даљој обради података користити непараметарски тестови.

**Табела 58** Тестирање нормалности дистрибуције димензија истраживања

Димензије истраживања	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>		
	Statistic	df	Sig.
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	,120	201	,000
БРЗИНА ПРОМЕНА	,118	203	,000
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,128	206	,000
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,116	203	,000
РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	,083	204	,002
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	,118	205	,000
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА	,182	204	,000
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ	,120	91	,000

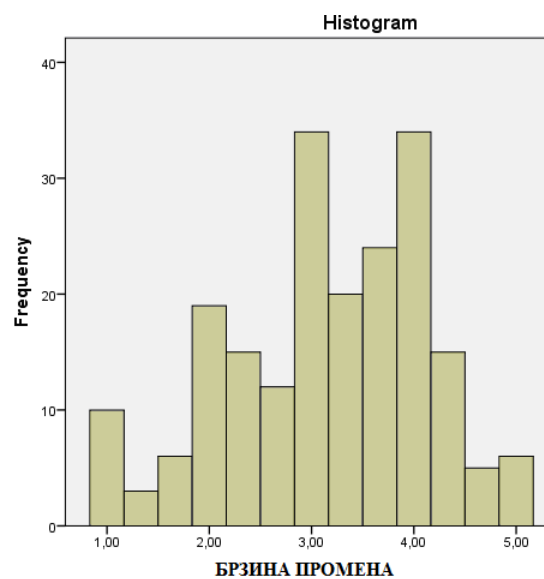
Извор: Аутор

Извршена је провера и дистрибуције димензија истраживања. Као што се из табеле 58 види и дистрибуције димензија истраживања не припадају нормалним дистрибуцијама (Sig. <0.05).



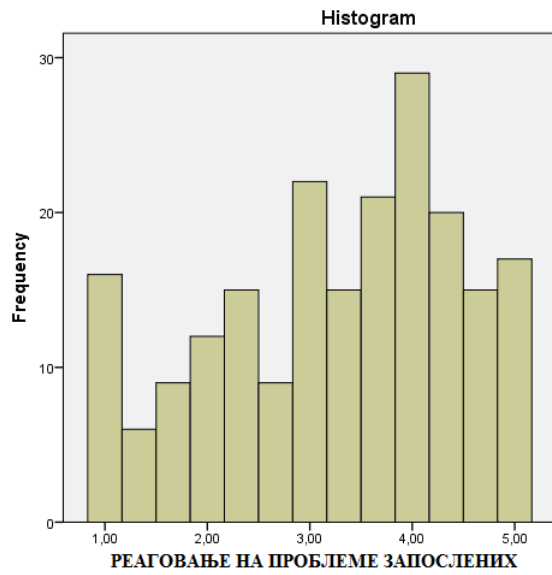
**Графикон 19** Расподела вредности-став према променама

Извор: Аутор



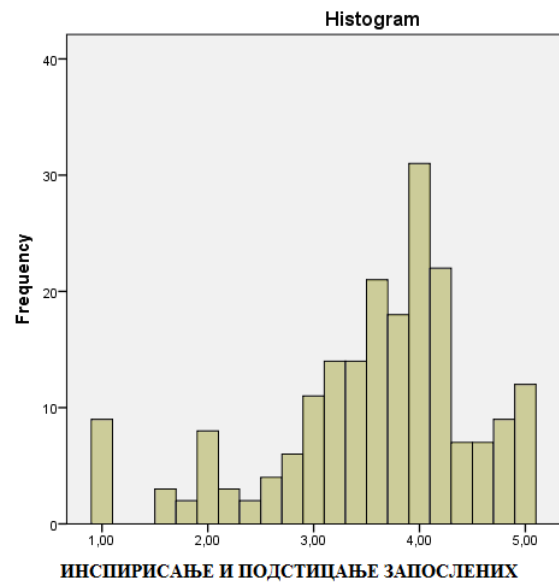
**Графикон 20** Расподела вредности-брзина промена

Извор: Аутор



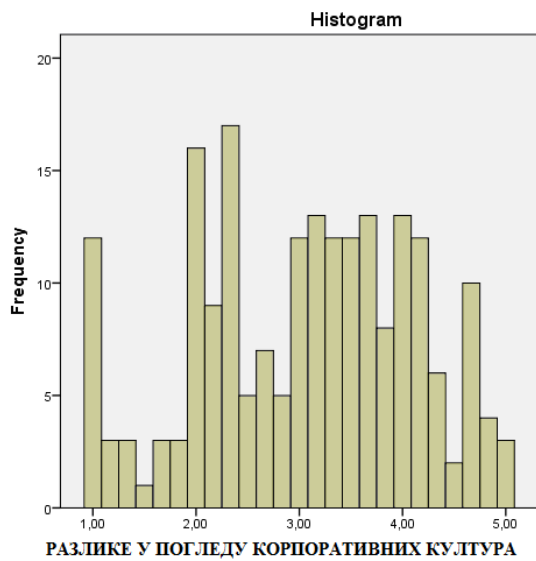
**Графикон 21** Распoдела вредности-реаговање на проблеме запoслених

Извор: Аутор



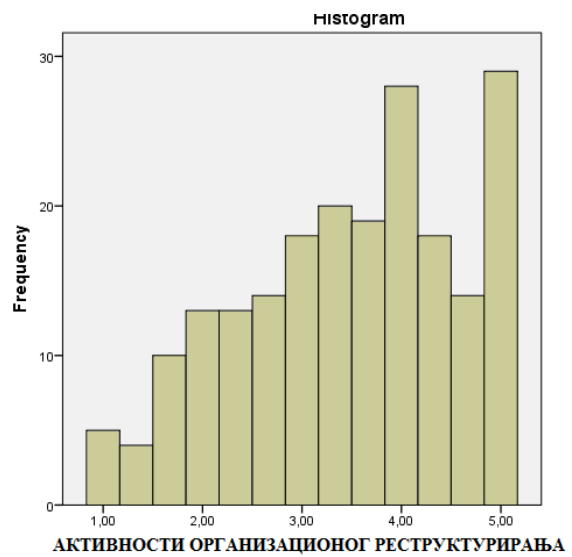
**Графикон 22** Распoдела вредности-инспирисање и подстицање запoслених

Извор: Аутор



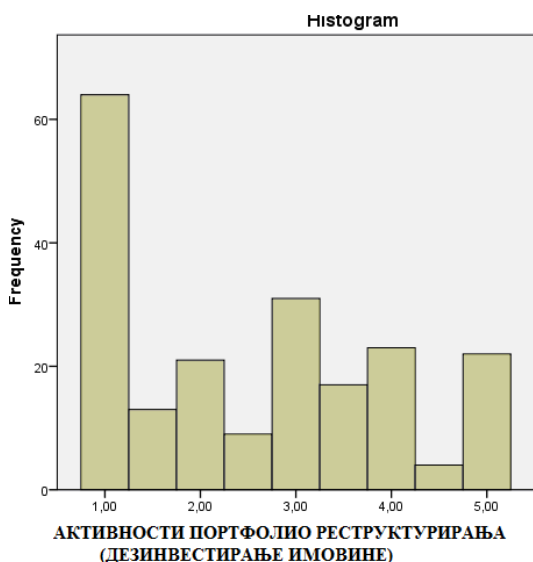
**Графикон 23** Распoдела вредности-разлике у погледу корпоративних култура

Извор: Аутор



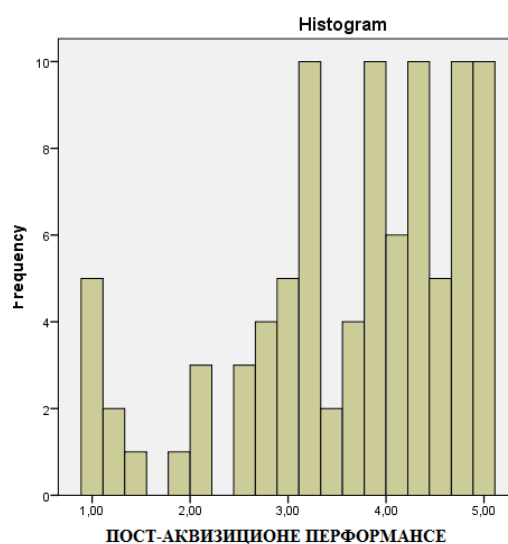
**Графикон 24** Распoдела вредности-активности организациoног реструктурирања

Извор: Аутор



**Графикон 25** Расподела вредности-активности портфолио реструктурирања (деинвестирање имовине)

Извор: Аутор



**Графикон 26** Расподела вредности-постаквизиционе перформансе

Извор: Аутор

На хистограмима (графикон 19-26) приказане су расподеле вредности димензија истраживања. Облици хистограма показују да расподела вредности променљивих није нормална. У друштвеним наукама је уобичајено да променљиве не буду нормално расподељене. Расподела може задржати приближно звонаст облик, али бити асиметрична улево или удесно од средње вредности или попримити правоугаони облик. Нормална расподела је симетрична, звонолика крива са највећим бројем резултата у средини и мањим бројем резултата према крајевима звона (Gravetter & Wallnau, 2004, 48)<sup>15</sup>

<sup>15</sup> На многим скалама и мерама које се користе у друштвени наукама, резултати су расподељени асиметрично, лево или десно од средње вредности (вредност асиметрије позитивна или негативна). Ово не мора да значи да је проблем у мерној скали, већ показује стварну природу конструкта који се мери. Примера ради, мере задовољства животом често су негативно асиметричне у друштвима чија је већина умерено задовољна својом судбином.

### 6.3.2. Израженост субскала упитника

#### *Израженост исказа у оквиру субскале Став према променама*

У табели 59 приказана је израженост исказа у оквиру субскале: *Став према променама*. Према теорији карактеристика посла (Oldman & Hackman, 1976) на ставове запослених о променама утичу особине организационих задатака које се пред њих постављају. Искази су у табели 59 поређани према редоследу изражености варијабли. Од свих ставки о којима је требало да се изјасне, највећи степен слагања су исказали у погледу своје могућности да одговоре захтевима новог посла (AS=4,16). Могуће је да су овде испитаници давали социјано пожељне одговоре, не желећи да буду критични према својим способностима.

Димензије пословног окружења, попут развоја каријере, могућности губитка позиција или губитка посла могу да утичу на ставове запослених и њихову посвећеност послу. Резултати истраживања показују да су испитаници најмањи степен слагања показали са исказом „Промену сам схватао/ла као шансу за развој своје каријере“ (AS=3,50).

**Табела 59** Израженост исказа у оквиру субскале *Став према променама*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Могао/ла сам лако да одговорим захтевима новог посла	204	1	5	4,16	,951	4,00	5
Током процеса промена могао/ла сам да се концентришем на посао	207	1	5	3,83	1,074	4,00	4
Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна	208	1	5	3,80	,975	4,00	4
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка позиције	205	1	5	3,64	1,183	4,00	5
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка посла	207	1	5	3,57	1,312	4,00	5
Промену сам схватао/ла као шансу за развој своје каријере	206	1	5	3,50	1,147	4,00	4

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус.

*Извор:* Аутор

Имајући у виду чињеницу да расподела није нормална, аритметичка средина није најбоља мера просека, тако да је неопходно сагледати и вредност медијане и

модуса. Вредност медијане за све исказе је 4, док су најчешће оцене које су испитаници давали приликом изјашњавања о схватању процеса промена 4 и 5, које указују да се испитаници углавном или у потпуности слажу са наведеним исказима, што води закључку да испитаници нису имали превише негативан став према променама, већ је њихов став генерално позитивнији.

### *Израженост исказа у оквиру субскеале Брзина промена*

У табели 60 приказана је израженост исказа у оквиру субскеале *Брзина промена*. Врло сличну израженост имају сва три исказа у оквиру субскеале *Брзина промена*. Ипак, исказ „Промене у нашем предузећу спроведене су у кратком року (неколико месеци)“ има највишу аритметичку средину ( $AS=3,21$ ). Док, исказ „Брзо спровођење промена допринело је смањивању неизвесности у предузећу“ има најмање изражену аритметичку средину ( $AS=3,05$ ). Вредност медијане за све исказе је 3, као и вредност модуса, односно, најчешћу оцену коју су испитаници давали је 3, која показује делимични степен слагања са исказима, што значи да процењују да су промене спроведене оптималном брзином и да није било превише спорог спровођења промена које би довело до негативних ефеката.

**Табела 60** Израженост исказа у оквиру субскеале *Брзина промена*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Промене у нашем предузећу спроведене су у кратком року (неколико месеци)	207	1	5	3,21	1,188	3,00	3
Брзо спровођење промена остављало је довољно простора да се стекне неопходно знање о новом пословању и тржишту	204	1	5	3,18	1,101	3,00	3
Брзо спровођење промена допринело је смањивању неизвесности у предузећу	204	1	5	3,05	1,119	3,00	3

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус.

*Извор:* Аутор

*Инспирисање и подстицање запослених***Табела 61** Израженост исказа у оквиру субскеале *Инспирисање и подстицање запослених*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Надређени менаџери су са оптимизмом говорили о будућности предузећа	208	1	5	3,82	1,091	4,00	4
Надређени менаџери објашњавали су запосленима шта је заједничка визија и какви су правци развоја предузећа	206	1	5	3,79	1,114	4,00	4
Надређени менаџери су наглашавали важност и неопходност спровођења промена у предузећу	206	1	5	3,75	1,092	4,00	4
Надређени менаџери су охрабривали запослене да прихвате промене	207	1	5	3,61	1,130	4,00	4
Надређени менаџери помагали су запосленима да схвате зашто је за предузеће битно да буде преузето од стране другог предузећа	208	1	5	3,47	1,175	4,00	4
Надређени менаџери служили су као позитивни узор и инспирисали су запослене на спровођење промена	207	1	5	3,43	1,108	4,00	4
Добијање релевантних информација од надређених менаџера, које су се односиле на будуће планове помогло ми је у превазилажењу проблема током процеса промена	208	1	5	3,39	1,093	3,00	3
Надређени менаџери охрабривали су запослене да трагају за новим начинима решавања одређених проблема	208	1	5	3,38	1,131	4,00	4
Надређени менаџери својим примером деловали су подстицајно на запослене	208	1	5	3,34	1,156	4,00	4
Надређени менаџери подстицали су иновативно размишљање код запослених	208	1	5	3,29	1,153	3,00	4

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус.

*Извор:* Аутор

У табели 61 приказана је израженост исказа у оквиру субскеале *Инспирисање и подстицање запослених*. И код овог субтеста, приметно је да се вредности аритметичких средина крећу у уском опсегу. Ипак, са исказом „Надређени



менаџери су са оптимизмом говорили о будућности предузећа“, испитаници се највише слажу (AS=3,82), а најмање се слажу са исказом „Надређени менаџери подстицали су иновативно размишљање код запослених“ (AS=3,29).

На основу вредности медијане, која представља бољу меру средње вредности у овом случају, може се закључити да испитаници сматрају да су добијали адекватну подршку од лидера, у смислу преношења заједничке визије, охрабривања на промене, објашњења сврхе преузимања, да су служили као позитиван узор (вредност медијане код већине исказа је 4). Код два исказа: „Надређени менаџери подстицали су иновативно размишљање код запослених“ и „Добијање релевантних информација од надређених менаџера, које су се односиле на будуће планове помогло ми је у превазилажењу проблема током процеса промена“ вредност медијане је 3. Дакле, пружање релевантних информација и охрабривање иновативног размишљања испитаници су нешто лошије оценили.

У литератури се истиче да је на смањење узнемирености и забринутости радника, након објаве преузимања предузећа, утиче комуницирање, односно преношење реалних информација запосленима о свим антиципираним ефектима промена. Студије су показале да ће чак и запослени који нису задовољни исходом процеса преузимања показати мање незадовољства, уколико су разумели процес кроз отворено комуницирање (Schweiger & DeNisi, 1991). Резултати овог емпиријског истраживања указују да је преношење информација могло бити интензивније, што може бити препорука менаџерима, који ће тек бити укључени у процесе преузимања, да посвете пажњу значају информисања запослених.

### *Израженост исказа у оквиру субскеале Реаговање на проблеме запослених*

**Табела 62** Израженост исказа у оквиру субскеале *Реаговање на проблеме запослених*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Непосредна подршка менаџера помогла ми је да превазиђем проблеме током процеса промена	208	1	5	3,36	1,192	4,00	4
Као подршка запосленима у прилагођавању новим околностима у предузећу су организовани различити програми обуке	208	1	5	3,27	1,349	3,00	4
Обука ми је помогла у превазилажењу проблема током процеса промена	206	1	5	3,16	1,354	3,00	4

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус.

*Извор:* Аутор

У табели 62 приказана је израженост исказа у оквиру субскеале *Реаговање на проблеме запослених*. Вредности аритметичких средина исказа у оквиру субскеале *Реаговање на проблеме запослених* крећу се у уском опсегу. Ипак, најмањи степен слагања испитаници су показали са исказом „Обука ми је помогла у превазилажењу проблема током процеса промена“ (AS=3,16), а највећи степен слагања са исказом „Непосредна подршка менаџера помогла ми је да превазиђем проблеме током процеса промена“ (AS=3,36). И вредност медијане код овог исказа је 4, док је код претходног 3. Најчешћа оцена коју су испитаници давали је 4, која указује да се углавном слажу са исказима и да, генерално, подршку лидера, у смислу реаговања на њихове проблеме, позитивно перципирају.

***Израженост исказа у оквиру субскеале Разлике у погледу корпоративних култура***

**Табела 63** Израженост исказа у оквиру субскеале *Разлике у погледу корпоративних култура*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Након преузимања дошло до промена у правилима понашања и систему вредности у предузећу	207	1	5	3,33	1,379	3,00	5
Након преузимања дошло је до промена у степену у коме се утиче на запослене како би побољшали своје перформансе	205	1	5	3,17	1,205	3,00	4
Након преузимања дошло је до промена у начину опхођења менаџера према запосленима	207	1	5	3,06	1,241	3,00	3
Након преузимања дошло до промена у ставу предузећа према иновативности и креативности	207	1	5	3,03	1,184	3,00	3
Након преузимања предузећа дошло до промена у начинима награђивања и стимулисања запослених	206	1	5	2,88	1,379	3,00	3
Након преузимања дошло до промена у степену у коме менаџери пружају могућност запосленима да учествују у доношењу одлука	207	1	5	2,79	1,136	3,00	2

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус

*Извор:* Аутор

У табели 63 приказана је израженост исказа у оквиру субскеале *Разлике у погледу корпоративних култура*. Ставке у оквиру субтеста *Сличност корпоративних култура* су веома слично изражене. Ипак, највећи степен слагања испитаници су исказали са исказом „Након преузимања дошло је до промена у правилима понашања и систему вредности у предузећу“ (AS=3,33, Модус=5), а најмањи степен слагања са исказом „Након преузимања дошло је до промена у степену у коме менаџери пружају могућност запосленима да учествују у доношењу одлука“ (AS=2.79, Модус=2). Вредност медијане је код свих исказа 3.

***Израженост исказа у оквиру субскеале Активности организационог реструктурирања***

**Табела 64** Израженост исказа у оквиру субскеале *Активности организационог реструктурирања*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Након преузимања извршена је реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга	206	1	5	3,68	1,250	4,00	5
Након преузимања дошло је до смањивања броја запослених	207	1	5	3,37	1,616	4,00	5
Након преузимања извршена је замена једног или више чланова менаџмент тима	205	1	5	3,34	1,310	3,00	4

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус.

*Извор:* Аутор

У табели 64 приказана је израженост исказа у оквиру субскеале *Активности организационог реструктурирања*. На основу вредности аритметичке средине, медијане и модуса, може се закључити да је у највећем степену извршена реорганизација активности набавке, продаје, производње и маркетинга, затим активности смањивања броја запослених, а у најмањем степену замена једног или више чланова менаџмент тима.

***Израженост исказа у оквиру субскеале Активности портфолио реструктурирања***

**Табела 65** Израженост исказа у оквиру субскеале *Активности портфолио реструктурирања (дезинвестирање)*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Након преузимања извршена је продаја одређених делова предузећа	204	1	5	2,72	1,645	2,5	1
Након преузимања дошло је до издвајања и осамостаљивања одређених делова предузећа	205	1	5	2,38	1,469	2,0	1

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус.

*Извор:* Аутор

У табели 65 приказана је израженост исказа у оквиру субскеале *Активности портфолио реструктурирања*. На основу вредности аритметичке средине, медијане и модуса, може се закључити да су у истраживаним предузећима активности дезинвестирања имовине извршене у малом степену и да их чак у појединим није ни било. Уколико се изврши упоређивање активности продаје са активностима издвајања и осамостаљивања делова предузећа, може се закључити да су нешто бројније биле прве активности.

***Израженост исказа у оквиру субскеале Постаквизиционе перформансе***

У табели 66 приказана је израженост исказа у оквиру субскеале *Постаквизиционе перформансе*. Вредности аритметичких средина показују да су менаџери оценили да је највеће побољшање забележено код смањења трошкова (AS=3,86), док је најмање побољшање забележено у погледу побољшања сатисфакције на послу (AS=3,17). Вредности медијане и модуса показују да су менаџери показали висок степен слагања код већине исказа путем којих су мерене постаквиционе перформансе (Медијана=4, Модус=5), док су имали резервисан став кад је у питању проширење базе купаца и побољшање сатисфакције на послу (Медијана, Модус=3).

**Табела 66** Израженост исказа у оквиру субскеале *Постаквизиционе перформансе*

Искази	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
Смањење трошкова је веће него пре преузимања	91	1	5	3,86	1,252	4,00	5
Раст/стабилност прихода је већи него пре преузимања	92	1	5	3,78	1,316	4,00	5
Продуктивност је већа него пре преузимања	94	1	5	3,78	1,254	4,00	5
Конкурентска позиција предузећа је боља	92	1	5	3,73	1,302	4,00	5
Развој нових производа/услуга је бољи у односу на ситуацију пре преузимања	92	1	5	3,60	1,310	4,00	5
Квалитет производа/услуга је бољи након преузимања	92	1	5	3,57	1,295	4,00	5
Тржишно учешће предузећа је веће у односу на ситуацију пре преузимања	94	1	5	3,54	1,381	4,00	5
База купаца након преузимања је проширена	92	1	5	3,50	1,347	3,00	3
Сатисфакција на послу је већа него пре преузимања	92	1	5	3,17	1,323	3,00	3

N-број испитаника, Min-минимум, Max-максимум, AS-аритметичка средина, SD-стандардна девијација, Median- Медијана, Mode – Модус.

*Извор:* Аутор

### 6.3.3. Израженост димензија истраживања

У табели 67 приказана је израженост димензија истраживања. На основу вредности аритметичких средина, али и медијане, најизраженија димензија је *Схватање процеса промена* (AS=3,73, Медијана=3,8333), а најмање изражена димензија *Активности портфолио реструктурирања* (AS=2,55, Медијана=2,5). И вредности модуса показују да су активности портфолио реструктурирања извршене у малом степену или их није ни било, за разлику од активности организационог реструктурирања. Као друга најизраженија, издвојила се димензија *Постаквизиционе перформансе* (AS=3,6093), код које је забележена највећа вредност медијане (3,8889) и модуса (5).

Табела 67 Израженост димензија истраживања

Димензије истраживања	N	Min	Max	AS	SD	Median	Mode
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	201	1,00	5,00	3,7347	,8418	3,8333	4,00
БРЗИНА ПРОМЕНА	203	1,00	5,00	3,1527	,9767	3,3333	3,00
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	206	1,00	5,00	3,2654	1,183	3,3333	4,00
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	203	1,00	5,00	3,5296	,9537	3,7000	4,00
РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	204	1,00	5,00	3,0564	1,048	3,1667	2,33
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	205	1,00	5,00	3,4699	1,105	3,6667	5,00
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	204	1,00	5,00	2,5515	1,389	2,5000	1,00
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ	91	1,00	5,00	3,6093	1,118	3,8889	5,00

Извор: Аутор

#### 6.4. Тестирање значајности разлика између субузорака

У оквиру анализе података корисно је извршити тестирања значајности разлика аритметичких средина између узорака. Како је тест нормалности дистрибуције варијабли показао да постоје статистички значајна одступања од нормалне расподеле, коришћене су непараметарске методе. За тестирање значајности разлике између два субузорака коришћен је *Mann-Whitney U*- тест. Код тестирања разлика између више субузорака коришћен је *Kruskal Wallis* тест.

##### 6.4.1. Тестирање разлика у ставу према променама у зависности од старости, позиције и образовне структуре запослених

###### *Разлике у ставу према променама у зависности од старости запослених*

Анализом се настојало утврдити да ли постоји разлика у ставу према променама у зависности од тога да ли је реч о млађим или старијим радницима. Субузорци су формиранли према старости испитаника. Како је било потребно упоредити разлике између пет субузорака, примењен је *Kruskal Wallis* тест.

**Табела 68** Разлике у ставу према променама у зависности од старости запослених

<i>Искази</i>	<i>Старост</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>x<sup>2</sup></i>	<i>p</i>
Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна	18 до 25 година	105,00	10,710	<b>,030</b>
	26 до 35 година	84,49		
	36 до 45 година	111,29		
	46 до 55 година	86,55		
	више од 55 година	109,33		
Промену сам схватао/ла као шансу за развој своје каријере	18 до 25 година	120,50	8,373	,079
	26 до 35 година	81,65		
	36 до 45 година	111,06		
	46 до 55 година	93,48		
	више од 55 година	92,27		
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка позиције	18 до 25 година	107,00	3,128	,537
	26 до 35 година	93,22		
	36 до 45 година	105,47		
	46 до 55 година	89,39		
	више од 55 година	97,63		
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка посла	18 до 25 година	105,50	4,895	,298
	26 до 35 година	85,31		
	36 до 45 година	106,91		
	46 до 55 година	91,78		
	више од 55 година	103,04		
Током процеса промена могао/ла сам да се концентришем на посао	18 до 25 година	132,50	5,053	,282
	26 до 35 година	81,79		
	36 до 45 година	103,13		
	46 до 55 година	100,10		
	више од 55 година	100,69		
Могао/ла сам лако да одговорим захтевима новог посла	18 до 25 година	110,75	6,562	,161
	26 до 35 година	81,08		
	36 до 45 година	107,10		
	46 до 55 година	94,10		
	више од 55 година	95,06		

*Извор:* Аутор

Резултати анализе представљени су у табели 68. Разлика је уочена код првог става *Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна* ( $p < 0.05$ ). Највише слагања показали су запослени старости од 36 до 45 година ( $Mean Rank = 111,29$ ), а најмање слагања они од 26 до 35 година ( $Mean Rank = 84,49$ ). Код осталих питања не постоје статистички значајне разлике у погледу схватања процеса промена.

**Разлике у ставу према променама запослених на различитим позицијама**

Анализом се настојало доћи до одговора на питање да ли постоји разлика у ставу према променама у зависности од тога на којој се позицији запослени налазе. Како анализа захтева поређење четири субузрока, коришћен је *Kruskal Wallis* тест.

**Табела 69** Разлике у ставу према променама запослених на различитим позицијама

<i>Искази</i>	<i>Позиција у предузећу</i>	<i>Mean</i>	<i>x<sup>2</sup></i>	<i>p</i>
		<i>Rank</i>		
Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна	Генерални директор	100,50	3,440	,329
	Средњи менаџер	114,94		
	Оперативни менаџер	94,42		
	Извршилац	94,80		
Промену сам схватао/ла као шансу за развој своје каријере	Генерални директор	172,00	7,491	,058
	Средњи менаџер	119,17		
	Оперативни менаџер	92,42		
	Извршилац	93,24		
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка позиције	Генерални директор	163,50	3,670	,299
	Средњи менаџер	104,59		
	Оперативни менаџер	88,85		
	Извршилац	98,64		
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка посла	Генерални директор	105,50	,223	,974
	Средњи менаџер	99,98		
	Оперативни менаџер	98,11		
	Извршилац	95,39		
Током процеса промена могао/ла сам да се концентришем на посао	Генерални директор	97,00	1,087	,780
	Средњи менаџер	87,65		
	Оперативни менаџер	99,77		
	Извршилац	98,67		
Могао/ла сам лако да одговорим захтевима новог посла	Генерални директор	69,50	3,583	,310
	Средњи менаџер	85,06		
	Оперативни менаџер	104,32		
	Извршилац	92,54		

*Извор:* Аутор

Резултати тестирања разлика у ставу према променама запослених на различитим позицијама приказани су у табели 69. Анализа је показала да не постоје разлике у схватању процеса промена код испитаника који се налазе на управљачким позицијама (генерални менаџер, средњи менаџер и оперативни менаџер) или на извршним позицијама ( $p > 0.05$ ).



**Разлике у ставу према променама запослених различитог нивоа образовања**

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоји разлика у ставу према променама у зависности од тога какав је ниво образовања запослених. Резултати тестирања разлика у схватању процеса промена код запослених различитог нивоа образовања, применом *Kruskal Wallis* теста приказани су у табели 70.

Када је реч о ставу према променама од стране запослених који су различитог нивоа образовања, може се уочити да не постоји разлика код питања које се односило на схватање промена као шансе за развој каријере ( $p > 0.05$ ). Исто тако, не постоји разлика у погледу бојазни коју осећају запослени када се објављују преузимања, а тичу се могућег губитка позиције или посла ( $p > 0.05$ ). Даље, запослени свих нивоа образовања имају сличан став у погледу могућности концентрисања на посао током процеса промена, као и могућности одговора на захтеве новог посла ( $p > 0.05$ ).

**Табела 70** Разлике у ставу према променама запослених различитог нивоа образовања

Искази	Ниво образовања	Mean Rank	$\chi^2$	$p$
Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна	Завршен факултет	108,09	14,829	<b>,011</b>
	Завршена виша школа	102,61		
	Високо квалификовани радник	171,00		
	Завршена средња школа	86,86		
	Квалификовани радник	106,37		
Промену сам схватао/ла као шансу за развој своје каријере	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	38,50	3,677	,597
	Завршен факултет	98,33		
	Завршена виша школа	102,00		
	Високо квалификовани радник	136,50		
	Завршена средња школа	98,39		
Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка позиције	Квалификовани радник	79,10	3,561	,614
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	117,50		
	Завршен факултет	98,01		
	Завршена виша школа	83,61		
	Високо квалификовани радник	89,00		
	Завршена средња школа	102,84		
	Квалификовани радник	89,27		
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	56,75		

Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка посла	Завршен факултет	104,61	4,385	,495
	Завршена виша школа	80,11		
	Високо квалификовани радник	90,17		
	Завршена средња школа	98,45		
	Квалификовани радник	91,80		
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	57,25		
Током процеса промена могао/ла сам да се концентришем на посао	Завршен факултет	92,58	8,394	,136
	Завршена виша школа	90,31		
	Високо квалификовани радник	165,50		
	Завршена средња школа	105,58		
	Квалификовани радник	85,50		
	Нискоквалификовани/полуквал ификовани радник	84,50		
Могоао/ла сам лако да одговорим захтевима новог посла	Завршен факултет	96,64	1,960	,855
	Завршена виша школа	93,08		
	Високо квалификовани радник	80,33		
	Завршена средња школа	99,83		
	Квалификовани радник	82,73		
	Нискоквалификовани/полуквал ификовани радник	110,25		

Извор: Аутор

Разлике једино постоје код става *Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна* ( $p < 0.05$ ). Најоптимистичнија очекивања имали су високо квалификовани радници. Резултати су показали да су очекивања радника вишег нивоа образовања оптимистичнија у односу на очекивања радника нижег нивоа образовања.

#### 6.4.2. Тестирање разлика између предузећа из различитих сектора

##### *Разлике у ставу према променама, брзини промена и трансформационом лидерству (производни vs услужни сектор)*

Анализом се настојало утврдити да ли постоји разлика у ставу према променама, брзини промена и трансформационом лидерству у зависности од сектора коме предузећа припадају. Сва истраживана предузећа подељена су у два сектора: услужни и производни. Како анализа захтева поређење две групе испитаника, коришћен је *Mann-Whitney U* тест.

**Табела 71** Разлике у ставу према променама – услужни vs производни сектор

Димензија истраживања	Сектор	Mean Rank	Mann-Whitney U	p
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	Услужни сектор	92,41	4097,000	,102
	Производни сектор	106,22		

Извор: Аутор

**Табела 72** Разлике у брзини промена - услужни vs производни сектор

Димензија истраживања	Сектор	Mean Rank	Mann-Whitney U	p
БРЗИНА ПРОМЕНА	Услужни сектор	100,51	4758,500	,773
	Производни сектор	102,93		

Извор: Аутор

**Табела 73** Разлике у трансформационом лидерству - услужни vs производни сектор

Димензије истраживања	Сектор	Mean Rank	Mann-Whitney U	p
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Услужни сектор	94,61	4282,000	,097
	Производни сектор	108,81		
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Услужни сектор	84,10	3465,500	,001
	Производни сектор	112,71		

Извор: Аутор

У табели 71 приказани су резултати *Mann-Whitney U* теста којим су тестиране разлике у ставу према променама између испитаника из услужног и производног сектора. Табела 72 даје резултате *Mann-Whitney U* теста којим су тестиране разлике у брзини спровођења промена између услужног и производног сектора, док табела 73 резултате спроведеног тестирања којим се настојало утврдити постојање разлика у подршци који су лидери пружали запосленима у услужном и производном сектору. Анализа је потврдила да не постоје разлике у ставу према променама ( $p > 0,05$ ), као и ставу испитаника везаном за брзину спровођења промена ( $p > 0,05$ ), у зависности од тога да ли испитаници потичу из услужног или производног сектора. Када је реч о ставу запослених према подршци коју добијају од лидера, не постоје разлике код првог фактора ( $p > 0,05$ ). Међутим, разлике се уочавају код другог фактора ( $p < 0,05$ ). Више скорове на овом фактору остварују испитаници из производног сектора (*Mean Rank*=112,71). Ово би могло

водити закључку да у производном сектору лидери у већој мери делују подстицајно и инспиришуће на запослене, у поређењу са услужним сектором.

***Разлике у погледу схватања културолошких разлика (производни vs услужни сектор)***

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоје разлике у погледу схватања културолошких разлика у зависности од тога да ли су испитаници запослени у предузећима из услужног или производног сектора. Како анализа захтева поређење две групе испитаника, коришћен је *Mann-Whitney U* тест.

**Табела 74** Разлике у погледу схватања културолошких разлика - услужни vs производни сектор

<i>Искази</i>	<i>Сектор</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>Mann-Whitney U</i>	<i>p</i>
Након преузимања дошло до промена у правилима понашања и систему вредности у предузећу	Услужни сектор	104,96	4956,000	,854
	Производни сектор	103,42		
Након преузимања предузећа дошло до промена у начинима награђивања и стимулисања запослених	Услужни сектор	104,58	4883,000	,837
	Производни сектор	102,85		
Након преузимања дошло је до промена у начину опхођења менаџера према запосленима	Услужни сектор	102,04	4878,500	,708
	Производни сектор	105,18		
Након преузимања дошло до промена у ставу предузећа према иновативности и креативности	Услужни сектор	103,40	4984,500	,909
	Производни сектор	104,36		
Након преузимања дошло је до промена у степену у коме се утиче на запослене како би побољшали своје перформансе	Услужни сектор	100,03	4699,000	,567
	Производни сектор	104,79		
Након преузимања дошло до промена у степену у коме менаџери пружају могућност запосленима да учествују у доношењу одлука	Услужни сектор	100,13	4729,000	,455
	Производни сектор	106,34		

*Извор:* Аутор

У табели 74 приказани су резултати *Mann-Whitney U* теста којим су тестиране разлике у погледу схватања културолошких разлика пре и након преузимања у зависности од тога да ли предузећа потичу из услужног или производног сектора. Анализа је показала да не постоје разлике у ставовима запослених из услужног и производног сектора ( $p > 0,05$ ).

***Разлике у погледу спроведених активности реструктурирања (производни vs услужни сектор)***

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоје разлике у погледу спроведених активности реструктурирања између предузећа из производног и услужног сектора. Како анализа захтева поређење две групе испитаника, коришћен је *Mann-Whitney U* тест.

У табели 75 приказани су резултати *Mann-Whitney U* теста којим су тестиране разлике у погледу спроведених активности реструктурирања у предузећима из услужног и производног сектора. Када је реч о процени степена реализације активности организационог и портфолио реструктурирања, посматрано по секторима, испитаници из производног сектора истакли су да су у њиховим предузећима у већој мери спроведене активности организационог реструктурирања (смањење броја запослених, замена чланова менаџмент тима, реорганизација активности набавке, продаје, производње) ( $Mean Rank = 119,69$ ,  $p < 0,05$ ). Када је реч о реализацији активности портфолио реструктурирања (дезинвестирање имовине) не постоји разлика између производног и услужног сектора ( $p > 0,05$ ).

**Табела 75** Разлике у погледу спроведених активности реструктурирања - услужни vs производни сектор

<i>Димензије истраживања</i>	<i>Сектор</i>	<i>Mean Rank</i>	<i>Mann-Whitney U</i>	<i>p</i>
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТРИРАЊА	Услужни сектор	75,25	2791,500	<b>,000</b>
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	Производни сектор	119,69		
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	Услужни сектор	98,53	4562,500	,451
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	Производни сектор	104,86		

*Извор:* Аутор

Резултати анализе показују да у услужном сектору није било већег смањивања броја запослених, промене менаџмент тима и реорганизације активности набавке, продаје, маркетинга. Предузећа-купци приликом преузимања предузећа из услужног сектора нису била суочена са вишком запослених и потребом драстичнијег мењања организације пословања, за разлику од предузећа из производног сектора.

**Разлике у постаквизиционим перформансама предузећа (производни vs услужни сектор)**

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоје разлике у постаквизиционим перформансама предузећа из различитих сектора. За тестирање значајности разлике између два субузорка коришћен је *Mann-Whitney U*- тест.

**Табела 76** Разлике у постаквизиционим перформансама - услужни vs производни сектор

Искази	Сектор	Mean Rank	Mann-Whitney U	p
Раст/стабилност прихода је већи него пре преузимања	Услужни сектор Производни сектор	41,11 47,90	591,000	,301
Смањење трошкова је веће него пре преузимања	Услужни сектор Производни сектор	39,28 47,66	536,000	,204
Продуктивност је већа него пре преузимања	Услужни сектор Производни сектор	33,47 51,05	446,000	<b>,009</b>
Тржишно учешће предузећа је веће у односу на ситуацију пре преузимања	Услужни сектор Производни сектор	52,61 46,21	615,500	,346
Конкурентска позиција предузећа је боља	Услужни сектор Производни сектор	44,63 46,99	658,000	,721
Сатисфакција на послу је већа него пре преузимања	Услужни сектор Производни сектор	41,39 47,83	596,500	,334
База купаца након преузимања је проширена	Услужни сектор Производни сектор	47,50 46,24	674,500	,850
Квалитет производа/услуга је бољи након преузимања	Услужни сектор Производни сектор	47,55 46,23	673,500	,842
Развој нових производа/услуга је бољи у односу на ситуацију пре преузимања	Услужни сектор Производни сектор	46,50 46,50	693,500	1,000

Извор: Аутор

У табели 76 приказани су резултати *Mann-Whitney U* теста којим су тестиране разлике у погледу остварених постаквизиционих перформанси предузећа

из услужног и производног сектора. Резултати анализе показују да углавном не постоје статистички значајне разлике између производног и услужног сектора у погледу остварених постаквизиционих перформанси ( $p > 0.05$ ). Једино је уочена разлика код остварене продуктивности ( $p < 0.05$ ). Предузећа из производног сектора показују већа побољшања у оствареној продуктивности у односу на предузећа из услужног сектора ( $Mean Rank = 51,05$ ).

### 6.4.3. Тестирање разлика између предузећа различите величине

#### *Разлике у постаквизиционим перформансама предузећа различите величине*

Анализом се настоји утврдити да ли постоје статистички значајне разлике између постаквизиционих перформанси великих, средњих и малих предузећа. Истраживана предузећа подељена су на три узорка: велика предузећа (6), средња (2) и мала (2). Како анализа захтева поређење три субузрока, коришћен је *Kruskal Wallis* тест.

**Табела 77** Разлике у постаквизиционим перформансама предузећа различите величине

<i>Димензија истраживања</i>	<i>Величина предузећа</i>	<i>Mean Rank</i>	$\chi^2$	<i>p</i>
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА	Велико	44,22	4,872	,088
	Средње	57,67		
	Мало	38,90		

*Извор:* Аутор

У табели 77 приказани су резултати *Kruskal Wallis* теста. Резултати анализе показују да не постоје статистички значајне разлике у оствареним постаквизиционим перформансама великих, средњих и малих предузећа ( $p > 0.05$ ).

#### *Разлике у трансформационом лидерству у зависности од величине предузећа*

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоји разлика у подршци коју запослени добијају од лидера у зависности од величине предузећа. Испитивана је разлика у погледу реаговања лидера на проблеме запослених и у погледу инспирисања и подстицања запослених. Како анализа захтева поређење три узрока, коришћен је *Kruskal Wallis* тест.

**Табела 78** Разлике у трансформационом лидерству у зависности од величине предузећа

Димензије истраживања	Величина предузећа	Mean Rank	$\chi^2$	$p$
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Велико	108,86	20,443	<b>,000</b>
	Средње	119,79		
	Мало	58,34		
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Велико	97,79	4,090	,129
	Средње	121,00		
	Мало	101,67		

Извор: Аутор

У табели 78 приказани су резултати *Kruskal Wallis* теста. Разлике се уочавају код фактора *Реаговање на проблеме запослених* ( $p < 0.05$ ). Резултати анализе показују да у средњим и великим предузећима запослени добијају већу подршку од лидера, у поређењу са запосленима у малим предузећима.

#### 6.4.4. Разлике у истраживаним димензијама у зависности од пола, дужине радног стажа испитаника, позиције, нивоа образовања и старости запослених

##### *Разлике у истраживаним димензијама у зависности од пола запослених*

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоје разлике у истраживаним димензијама у зависности од тога да ли су испитаници мушкарци или жене. Како анализа захтева поређење две групе испитаника, коришћен је *Mann-Whitney U* тест.

**Табела 79** Разлике у истраживаним димензијама у зависности од пола испитаника

Димензије истраживања	Пол	$N$	Mean Rank	Mann-Whitney $U$	$p$
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	Мушки	86	95,61	4376,500	,888
	Женски	103	94,49		
	Укупно	189			
БРЗИНА ПРОМЕНА	Мушки	86	100,17	4070,500	,284
	Женски	104	91,64		
	Укупно	190			
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Мушки	90	96,26	4568,500	,863
	Женски	103	97,65		
	Укупно	193			
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Мушки	87	97,16	4336,000	,702
	Женски	103	94,10		
	Укупно	190			



РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	Мушки	88	97,71	4381,500	,692
	Женски	103	94,54		
	Укупно	191			
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	Мушки	90	101,73	4119,000	,218
	Женски	102	91,88		
	Укупно	192			
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	Мушки	89	93,73	4337,000	,588
	Женски	102	97,98		
	Укупно	191			
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА	Мушки	47	49,03	844,500	,179
	Женски	43	41,64		
	Укупно	90			

Извор: Аутор

У табели 79 приказани су резултати *Mann-Whitney* теста који показују да не постоји статистички значајна разлика међу половима по питању димензија истраживања ( $p > 0.05$ ).

#### **Разлике у истраживаним димензијама у зависности од дужине радног стажа испитаника**

Анализом се настоји утврдити да ли постоји разлика у истраживаним димензијама истраживања у зависности од дужине радног стажа испитаника. Како анализа захтева поређење шест субузрока, коришћен је *Kruskal Wallis* тест. У табели 80 приказани су резултати *Kruskal Wallis* теста. Утврђено је да, с обзиром на дужину радног стажа, статистички значајна разлика постоји на фактору *Реаговање на проблеме запослених* ( $p < 0.05$ ). Са овом фактором, највише се слажу испитаници који имају најмање година радног стажа (*Mean Rank*=133,17), а најмање слагање је код оних који имају највећи број година радног стажа (*Mean Rank*=77,04).

**Табела 80** Разлике у истраживаним димензијама у зависности од дужине радног стажа испитаника

Димензије истраживања	Укупно година радног стажа	Mean Rank	$\chi^2$	$p$
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	до 2 године	134,00	3,793	,580
	од 3 до 5 година	95,18		
	од 6 до 10 година	104,80		
	од 11 до 15 година	106,00		
	од 16 до 25 година	90,99		
	преко 25 година	90,43		
БРЗИНА ПРОМЕНА	до 2 године	136,75	9,361	,096
	од 3 до 5 година	114,09		

	од 6 до 10 година	94,08		
	од 11 до 15 година	119,26		
	од 16 до 25 година	91,42		
	преко 25 година	87,58		
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	до 2 године	133,17	16,823	,005
	од 3 до 5 година	100,86		
	од 6 до 10 година	98,61		
	од 11 до 15 година	106,34		
	од 16 до 25 година	116,82		
	преко 25 година	77,04		
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	до 2 године	135,25	3,097	,685
	од 3 до 5 година	110,80		
	од 6 до 10 година	90,78		
	од 11 до 15 година	95,92		
	од 16 до 25 година	102,58		
	преко 25 година	91,61		
РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	до 2 године	104,83	3,284	,656
	од 3 до 5 година	102,32		
	од 6 до 10 година	111,16		
	од 11 до 15 година	91,13		
	од 16 до 25 година	98,11		
	преко 25 година	91,01		
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	до 2 године	45,00	22,897	,000
	од 3 до 5 година	92,00		
	од 6 до 10 година	96,72		
	од 11 до 15 година	85,47		
	од 16 до 25 година	127,45		
	Преко 25 година	83,69		
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	до 2 године	86,50	4,690	,455
	од 3 до 5 година	95,00		
	од 6 до 10 година	99,13		
	од 11 до 15 година	94,35		
	од 16 до 25 година	109,88		
	преко 25 година	88,36		
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА	до 2 године	16,50	5,318	,378
	од 3 до 5 година	18,50		
	од 6 до 10 година	49,89		
	од 11 до 15 година	49,41		
	од 16 до 25 година	48,30		
	преко 25 година	41,17		

Извор: Аутор

Статистички значајна разлика постоји и код фактора *Активности организационог реструктурирања* ( $p < 0.05$ ). Испитаници са најмање година радног

стажа оценили су да су у мањем степену извршене ове активности у њиховим предузећима ( $Mean Rank=45,00$ ) у односу на испитанике са дужим радним стажом.

**Разлике у истраживаним димензијама у зависности од позиције испитаника у предузећу**

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоје разлике у истраживаним димензијама у зависности од тога да ли се испитаници налазе на управљачкој (генерални, средњи, оперативни менаџер) или извршној позицији. Како анализа захтева поређење четири субузрока, коришћен је *Kruskal Wallis* тест.

**Табела 81** Разлике у истраживаним димензијама у зависности од позиције испитаника у предузећу

Димензије истраживања	Позиција у предузећу	Mean Rank	$\chi^2$	p
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	Генерални директор	140,50	,941	,816
	Средњи менаџер	98,48		
	Оперативни менаџер	95,98		
	Извршилац	93,05		
БРЗИНА ПРОМЕНА	Генерални директор	187,50	8,059	<b>,045</b>
	Средњи менаџер	78,21		
	Оперативни менаџер	88,96		
	Извршилац	102,98		
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Генерални директор	185,00	7,741	,052
	Средњи менаџер	107,93		
	Оперативни менаџер	84,20		
	Извршилац	101,67		
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Генерални директор	161,00	5,065	,167
	Средњи менаџер	113,76		
	Оперативни менаџер	89,82		
	Извршилац	94,55		
РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	Генерални директор	131,00	6,007	,111
	Средњи менаџер	119,67		
	Оперативни менаџер	96,28		
	Извршилац	90,95		
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	Генерални директор	140,50	1,209	,751
	Средњи менаџер	102,22		
	Оперативни менаџер	97,72		
	Извршилац	93,70		
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	Генерални директор	31,00	4,977	,173
	Средњи менаџер	99,61		
	Оперативни менаџер	86,30		
	Извршилац	102,26		

ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ	Генерални директор	83,00	2,877	,237
ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА	Средњи менаџер	49,59		
	Оперативни менаџер	43,87		
	Извршилац			

Извор: Аутор

У табели 81 приказани су резултати *Kruskal Wallis* теста. Статистички значајна разлика између испитаника на различитим позицијама постоји на фактору *Брзина промена* ( $p < 0.05$ ). Генерални директори имају највише скорове на овом фактору ( $Mean Rank = 187,50$ ), а средњи менаџери најниже ( $Mean Rank = 98,48$ ).

### **Разлике у истраживаним димензијама у зависности од нивоа образовања запослених**

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоје разлике у истраживаним димензијама у зависности од нивоа образовања испитаника. Како анализа захтева поређење шест субузрока, коришћен је *Kruskal Wallis* тест.

**Табела 82** Разлике у истраживаним димензијама у зависности од нивоа образовања запослених

Димензије истраживања	Ниво образовања	Mean Rank	$\chi^2$	$p$
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	Завршен факултет	98,76	3,125	,681
	Завршена виша школа	85,64		
	Високо квалификовани радник	132,83		
	Завршена средња школа	97,16		
	Квалификовани радник	84,60		
	Нискоквалификовани/полуквалификовани радник	74,75		
БРЗИНА ПРОМЕНА	Завршен факултет	84,45	8,898	,113
	Завршена виша школа	96,14		
	Високо квалификовани радник	79,17		
	Завршена средња школа	109,38		
	Квалификовани радник	84,70		
	Нискоквалификовани/полуквалификовани радник	95,25		
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Завршен факултет	95,91	8,182	,147
	Завршена виша школа	95,83		
	Високо квалификовани радник	44,83		
	Завршена средња школа	104,86		
	Квалификовани радник	75,90		

	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	151,25		
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	Завршен факултет	94,76	3,433	,633
	Завршена виша школа	104,86		
	Високо квалификовани радник	102,17		
	Завршена средња школа	100,29		
	Квалификовани радник	75,27		
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	64,00		
РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	Завршен факултет	108,99	11,698	,039
	Завршена виша школа	89,35		
	Високо квалификовани радник	137,50		
	Завршена средња школа	89,65		
	Квалификовани радник	71,25		
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	152,50		
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	Завршен факултет	102,93	4,098	,535
	Завршена виша школа	90,21		
	Високо квалификовани радник	100,67		
	Завршена средња школа	96,73		
	Квалификовани радник	77,37		
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	139,75		
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	Завршен факултет	98,22	7,614	,179
	Завршена виша школа	67,21		
	Високо квалификовани радник	72,00		
	Завршена средња школа	99,71		
	Квалификовани радник	111,67		
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	140,00		
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА	Завршен факултет	43,18	1,095	,895
	Завршена виша школа	45,92		
	Високо квалификовани радник	58,50		
	Завршена средња школа	48,95		
	Квалификовани радник	46,50		
	Нискоквалификовани/ полуквалификовани радник	48,50		

Извор: Аутор

У табели 82 приказани су резултати *Kruskal Wallis* теста. Када је у питању ниво образовања, статистички значајне разлике постоје само на фактору *Разлике у погледу корпоративних култура* ( $p < 0.05$ ). Са овом димензијом су највиши степен слагања исказали нискоквалификовани/полуквалификовани радници (*Mean Rank*=152,50).

### **Разлике у истраживаним димензијама у зависности од старости запослених**

Анализом се настоји доћи до одговора на питање да ли постоје разлике у истраживаним димензијама у зависности од старости испитаника. Како анализа захтева поређење шест субузрока, коришћен је *Kruskal Wallis* тест.

У табели 83 приказани су резултати *Kruskal Wallis* теста. Разлике међу испитаницима различитих година старости постоје на факторима: *Реаговање на проблеме запослених*, *Активности организационог реструктурирања* и *Постаквизиционе перформансе предузећа* ( $p < 0.05$ ).

**Табела 83** Разлике у истраживаним димензијама у зависности од старости испитаника

<i>Димензије истраживања</i>	<i>Старост</i>	<i>Mean Rank</i>	$\chi^2$	<i>p</i>
СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	од 18 до 25 година	125,50	8,484	,075
	од 26 до 35 година	83,22		
	од 36 до 45 година	109,84		
	од 46 до 55 година	86,69		
	више од 55 година	97,38		
БРЗИНА ПРОМЕНА	од 18 до 25 година	151,50	7,773	,100
	од 26 до 35 година	97,20		
	од 36 до 45 година	107,40		
	од 46 до 55 година	87,74		
	више од 55 година	82,65		
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	од 18 до 25 година	158,00	9,632	,047
	од 26 до 35 година	95,99		
	од 36 до 45 година	106,85		
	од 46 до 55 година	96,84		
	више од 55 година	72,13		
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	од 18 до 25 година	156,50	3,962	,411
	од 26 до 35 година	86,46		
	од 36 до 45 година	99,51		
	од 46 до 55 година	97,63		
	више од 55 година	91,69		
РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	од 18 до 25 година	146,50	8,398	,078
	од 26 до 35 година	93,36		
	од 36 до 45 година	108,88		

	од 46 до 55 година	83,53		
	више од 55 година	94,24		
АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	од 18 до 25 година	48,25	10,873	<b>,028</b>
	од 26 до 35 година	88,95		
	од 36 до 45 година	112,43		
	од 46 до 55 година	94,64		
	више од 55 година	77,54		
АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	од 18 до 25 година	91,75	8,704	<b>,069</b>
	од 26 до 35 година	96,37		
	од 36 до 45 година	110,97		
	од 46 до 55 година	86,19		
	више од 55 година	82,21		
ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА	од 18 до 25 година	32,88	8,728	<b>,033</b>
	од 26 до 35 година	53,13		
	од 36 до 45 година	43,52		
	од 46 до 55 година	35,28		
	више од 55 година			

Извор: Аутор

На фактору *Реаговање на проблеме запослених* највише скорове имају најмлађи испитаници, старости од 18 до 25 година (*Mean Rank*=158,00), а најмање најстарији испитаници, преко 55 година (*Mean Rank*=72,13). На фактору *Активности организационог реструктурирања* највише скорове имају испитаници од 36 до 45 година (*Mean Rank*= 112,43), а најниже најмлађи испитаници (*Mean Rank*=48,25). На фактору *Постаквизиционе перформансе предузећа* највише скорове имају испитаници старости 26 до 35 година (*Mean Rank*= 53,13), а најниже најмлађи испитаници (*Mean Rank*= 32,88).

#### 6.4.5. Дискусија резултата добијених тестирањем разлика између субузорака

Резултати истраживања показали су да запослени вишег нивоа образовања имају оптимистичнија очекивања у поређењу са запосленима нижег нивоа образовања. Овакви резултати су и очекивани, имајући у виду чињеницу, да запослени који имају виши ниво образовања могу лакше да се прилагоде новим околностима, да лакше одговоре на нове захтеве и задатке који им се намећу и да безболније прођу кроз процес промена. Осим тога, овакви запослени могу боље да антиципирају могуће позитивне ефекте процеса промена, за разлику од запослених нижег нивоа образовања који најчешће преферирају стратегију *status quo*-а, не схватајући да промена може значити и промену на боље. Иако резултати анализе нису показали да постоји разлика у бојазни запослених да могу остати без посла, за

---

очекивати је да запослени нижег нивоа образовања могу осећати већи страх, имајући у виду чињеницу да би им теже било да пронађу ново запослење. Могуће је да ова разлика није уочена из разлога што су ови запослени давали социјално пожељне одговоре, не желећи да искажу своје страхове и слабости.

Када је реч о поређењу предузећа из различитих сектора, истраживање је показало да постоје разлике у спроведеним активностима организационог реструктурирања између предузећа из производног и услужног сектора. Услужни сектор није био суочен са драстичним смањивањем броја запослених, великим променама у саставу менаџмент тимова, као и у реорганизацији активности набавке, продаје, маркетинга. На другој страни, преузимање предузећа из производног сектора захтевало је решавање питања вишка запослених, значајне промене у организацији пословања и саставу менаџмент тима. Овакви резултати истраживања могу се објаснити тиме да је већина предузећа из производног сектора, која су била обухваћена истраживањем, била у државном власништву, суочавајући се са проблемима вишка запослених, застарелим производним капацитетима, лошом организацијом пословања, што је наметало потребу спровођења интензивнијег реструктурирања.

Када је реч о разликама између предузећа различите величине, истраживање је показало да испитаници из средњих и великих предузећа боље оцењују напоре лидера у погледу реаговања на њихове проблеме, у односу на испитанике из малих предузећа. Очекивања су супротна. У малим предузећима, имајући у виду мањи број запослених и непосредни контакт лидера са запосленима, очекује се постојање већег степена подршке лидера, пре свега у виду реаговања на непосредне проблеме запослених. Добијени резултати би се могли објаснити тиме да у малим предузећима није развијена свест о важности подршке лидера запосленима, да су непосредни руководиоци фокусирани на друге аспекте, а да занемарују важност људских ресурса. С друге стране, могуће је да у великим предузећима, у којима су испитаници добили захтев од менаџера да попуне упитник, из бојазни да њихови одговори могу бити обелодањени, давали социјално пожељне одговоре. На овакав закључак наводи чињеница да је било испитаника који нису желели да попуне део упитника који се односи на опште информације (пол, старост, радни стаж), вероватно из бојазни да не буду препознати и да са њиховом одговорима буде упознат менаџмент.

Анализом резултата уочено је да постоје разлике у перцепцији културолошких разлика пре и након преузимања у зависности од нивоа образовања запослених. Испитаници најнижег нивоа образовања оценили су да је у већем степену дошло до промене корпоративне културе. Овакви резултати се могу



објаснити тиме, да запослени нижег нивоа образовања, који су навикли да раде на један начин, исту промену могу сматрати радикалнијом у односу на запослене вишег нивоа образовања. Промена корпоративне културе се овим запосленима може чинити обимнијом и радикалнијом него запосленима вишег нивоа образовања.

## 6.5. Тестирање хипотеза

У наставку биће представљени резултати тестирања хипотеза. Испитиван је :

- утицај трансформационог лидерства на став запослених према променама;
- утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе;
- медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе;
- утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе;
- утицај сличности корпоративних култура на постаквизиционе перформансе;
- утицај спроведених мера постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе и
- утицај спроведених активности продаје и осамостаљивања делова предузећа на продуктивност.

Приликом тестирања хипотеза коришћена је једнострука линеарна регресија и вишеструка линеарна регресија. Регресија се често користи у анализи када постоји каузални однос између варијабли, где промене вредности једне или више варијабли (независне варијабле) узрокују промене вредности друге варијабле (зависна варијабла).

### 6.5.1. Утицај трансформационог лидерства на став запослених према променама

Литература указује да лидерство има значајан утицај на став запослених према аквизицијама (Haspeslagh & Jemison, 1991; Sitkin&Pablo, 2005; Schweiger & DeNisi, 1991). Хипотеза 1а истражује утицај трансформационог лидерства на став запослених према променама.

1(а) Трансформационо лидерство утиче на формирање позитивнијег става запослених према променама.
--

Сprovedена је вишеструка линеарна регресија, како би се оценио утицај више фактора на *Став према променама*. Моделом су обухваћене две независне варијабле (*Инспирисање и подстицање запослених* и *Реаговање на проблеме запослених*).

**Табела 84** Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (утицај трансформационог лидерства на став према променама)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,565 <sup>a</sup>	,319	,312	,70003

Извор: Аутор

**Табела 85** Утврђивање статистичке значајности модела- тест ANOVA (утицај трансформационог лидерства на став према променама)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	44,512	2	22,256	45,416	,000
	Residual	95,068	194	,490		
	Total	139,580	196			

Извор: Аутор

**Табела 86** Утицај трансформационог лидерства на став према променама – вишеструка регресиона анализа

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,063	,193		10,714	,000
	ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,589	,070	,665	8,377	,000
	РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	-,122	,056	-,173	-2,184	,030

Извор: Аутор

У табели 84 дат је коефицијент детерминације који показује који део варијација зависне варијабле је објашњен моделом, односно варијацијама независне варијабле. Регресиони модел објашњава 31% варијансе зависне варијабле, јер прилагођени коефицијент детерминације (*adjusted determination*

*coefficient*) износи  $R^2=0,312$ . Табела 85 показује статистичку значајност модела. Резултати анализе указују да је модел статистички значајан ( $F=45,41$ ,  $p=0,00$ ).

Табела 86 показује резултате вишеструке регресионе анализе. Обе испитиване променљиве дају статистички значајан допринос објашњењу модела и то: *Инспирисање и подстицање запослених* ( $\beta=0,665$ ,  $p=0,00$ ) и *Реаговање на проблеме запослених* ( $\beta=-0,173$ ,  $p<0,05$ ). Променљива која доприноси објашњењу зависне варијабле и остварује позитиван утицај је *Инспирисање и подстицање запослених* ( $\beta=0,665$ ). Изненађујуће је да друга променљива негативно утиче на зависну варијаблу ( $\beta=-0,173$ ) Резултати указују да неопходна подршка лидера путем инспирисања и подстицања запослених утиче на креирање позитивнијег става према променама. Отуда, хипотеза 1(а) се делимично прихвата.

### 6.5.2. Утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе

У литератури се указује да лидерство има значајан утицај на постаквизиционе перформансе предузећа. Хипотеза 1(б) истражује утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе предузећа.

1 (б) Трансформационо лидерство остварује позитиван утицај на постаквизиционе перформансе.

**Табела 87** Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,694 <sup>a</sup>	,482	,470	,81635

Извор: Аутор

**Табела 88** Утврђивање статистичке значајности модела- тест ANOVA (утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	53,874	2	26,937	40,420	,000
	Residual	57,979	87	,666		
	Total	111,853	89			

Извор: Аутор

Сprovedена је вишеструка линеарна регресија, како би се оценио утицај више фактора на *Постаквизиционе перформансе предузећа*. Моделом су обухваћене две независне варијабе (*Инспирисање и подстицање запослених* и *Реаговање на проблеме запослених*).

У табели 87 дат је коефицијент детерминације који показује који део варијација зависне варијабле је објашњен моделом, односно варијацијама независне варијабле. Регресиони модел објашњава 47% варијансе зависне променљиве, јер прилагођени коефицијент детерминације (*adjusted determination coefficient*) износи  $R^2=0,470$ .

**Табела 89** Утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе – вишеструка регресиона анализа

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,773	,371		2,080	,040
ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,438	,139	,343	3,141	,002
РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,383	,103	,408	3,732	,000

Извор: Аутор

Табела 88 показује статистичку значајност модела. Модел је статистички значајан ( $F=40,42$ ,  $Sig.=0,000$ ). Табела 89 показује резултате вишеструке регресионе анализе. Обе испитиване варијабе дају статистички значајан допринос објашњењу модела и то: *Инспирисање и подстицање запослених* ( $\beta=0,343$ ,  $p<0,01$ ) и *Реаговање на проблеме запослених* ( $\beta=0,408$ ,  $p=0,00$ ). Варијабла која највисте доприноси објашњењу зависне варијабле је *Реаговање на проблеме запослених* ( $\beta=0,408$ ). На другом месту по значају је *Инспирисање и подстицање запослених* ( $\beta=0,343$ ).

Резултати истраживања воде закључку да у условима комплексних промена, какве су аквизиције, лидери треба да пруже неопходну помоћ и подршку запосленима, да реагују на њихове проблеме и делују инспиративно и подстицајно. Уколико се лидери понашају на овакав начин, олакшаће се процес постаквизиционе интеграције, што ће водити постаквизиционим перформансама. Отуда, хипотеза 1 (б) у потпуности се прихвата.

### 6.5.3. Медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе предузећа

У литератури се истиче да став запослених према променама може бити медијатор односа између лидерства и перформанси предузећа (Wang, Tsui, & Xin, 2011). Хипотеза 1 (в) истражује да ли став запослених према променама представља медијатор односа између трансформационог лидерства и постаквизиционих перформанси.

X1(в) Став запослених према променама представља медијатор позитивног односа између трансформационог лидерства и постаквизиционих перформанси.

**Табела 90** Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,779 <sup>a</sup>	,607	,592	,72423

*Извор:* Аутор

**Табела 91** Утврђивање статистичке значајности модела- тест ANOVA (медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	67,131	3	22,377	42,663	,000 <sup>b</sup>
	Residual	43,534	83	,525		
	Total	110,666	86			

*Извор:* Аутор

**Табела 92** Медијаторски утицај става запослених према променама на постаквизиционе перформансе – вишеструка регресиона анализа

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	-,180	,383		-,469	,640
	ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,168	,140	,131	1,196	,235
	РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,422	,092	,451	4,611	,000
	СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	,487	,106	,378	4,619	,000

*Извор:* Аутор

У регресиону анализу укључена је варијабла Став према променама, како би се испитало да ли ова варијабла представља медијатор односа трансформационог лидерства и постаквизиционих перформанси. Укључивањем ове варијабле, проценат описивања варијабилитета постаквизиционих перформанси повећан је на 59.2% (табела 90). Модел је статистички значајан ( $F=25.856$ ,  $p=0,00$ ) (табела 91). Након укључивања варијабле Став према променама у модел, утицај варијабле Инспирисање и подстицање запослених постаје статистички незначајан ( $\beta=0,131$ ,  $p>0.05$ ), док се утицај варијабле Реаговање на проблеме запослених незнатно се повећао ( $\beta=0,451$ ,  $p<0,05$ ). Анализа је показала да Став према променама остварује сигнификантан утицај на постаквизиционе перформансе ( $\beta=0,378$ ,  $p=0,00$ ) (табела 92). Резултати анализе су показали да варијабла Инспирисање и подстицање запослених утиче индиректно на постаквизиционе перформансе, преко медијаторске варијабле Став према променама, док варијабла Реаговање на проблеме запослених остварује и директан и индиректан утицај на Постаквизиционе перформансе, што указује на постојање делимичне медијаторске улоге варијабле Став према променама. Отуда се хипотеза 1 (в) може делимично прихватити.

#### 6.5.4. Утицај сличности/разлика корпоративних култура на постаквизиционе перформансе предузећа

Преглед литературе открива да су студије углавном полазиле од претпоставке постојања негативног утицаја разлика, односно позитивног утицаја сличности корпоративних култура на постаквизиционе перформансе и у највећем броју студија ове претпоставке су биле потврђене (Datta, 1991; Chatterjee et al., 1992; Datta & Pua, 1995). У складу с тим, формулисана је хипотеза у којој се претпоставља постојање позитивног односа између сличности корпоративних култура и постаквизиционих перформанси.

X 2: Уколико између корпоративних култура постоји већи степен сличности, тада ће постаквизиционе перформансе бити боље.

Како је раније већ поменуто, услед једноставнијег и бржег попуњавања упитника, уместо сличности корпоративних култура, испитаници су требали да изразе став у погледу постојања културолошких разлика између предузећа.

**Табела 93** Утврђивање квалитета регресије - коефицијент детерминације (утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,646 <sup>a</sup>	,417	,410	,85878

Извор: Аутор

**Табела 94** Утврђивање статистичке значајности модела- тест ANOVA (утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	46,915	1	46,915	63,614	,000
	Residual	65,637	89	,737		
	Total	112,552	90			

Извор: Аутор

Спроведена је једнострука линеарна регресија, како би се оценио утицај једног фактора на *Постаквизиционе перформансе предузећа*. Моделом је обухваћена једна независна варијаба *Разлике у погледу корпоративних култура*.

У табели 93 дат је коефицијент детерминације који показује који део варијација зависне варијабле је објашњен моделом, односно варијацијама независне варијабле. Регресиони модел објашњава 41% варијансе зависне променљиве јер прилагођени коефицијент детерминације (*adjusted determination coefficient*) износи  $R^2=0,410$ .

**Табела 95** Утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе – регресиона анализа

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,487	,281		5,293	,000
	РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	,670	,084	,646	7,976	,000

*Извор:* Аутор

Табела 94 показује статистичку значајност модела. Модел је статистички значајан ( $F=63,61$ ,  $p=0,00$ ). Табела 95 показује резултате вишеструке регресионе анализе. Како је коефицијент  $\beta$  позитиван ( $\beta=0,646$ ,  $p=0,00$ ) испитивана променљива *Разлике у погледу корпоративних култура* остварује позитиван утицај на постаквизиционе перформансе ( $\beta=0,646$ ,  $p=0,00$ ). Моделом је утврђено да културолошке разлике позитивно утичу на постаквизиционе перформансе. Како се у истраживању пошло од претпоставке да сличност корпоративних култура утиче позитивно на постаквизиционе перформансе хипотеза 2 није потврђена и одбацује се.

### 6.5.5. Утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе предузећа

Иако аутори који су се бавили проучавањем брзине имплементације промена немају јединствени став о утицају брзине на успех мерџера и аквизиција, ипак преовлађују мишљења о остваривању позитивног ефекта (Harbison et al., 1999; PriceWaterhouseCoopers, 2000; Wymann et al., 2008). У складу са тим формулисана је и хипотеза 3 која претпоставља постојање позитивног утицаја брзине спровођења промена на постаквизиционе перформансе предузећа.

Х3: Брже спровођење постаквизиционих промена доприноси остваривању бољих постаквизиционих перформанси предузећа.



**Табела 96** Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,624 <sup>a</sup>	,390	,383	,89126

Извор: Аутор

**Табела 97** Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	43,147	1	43,147	54,318	,000
	Residual	67,519	85	,794		
	Total	110,666	86			

Извор: Аутор

**Табела 98** Утицај брзине промена на постаквизиционе перформансе – регресиона анализа

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,583	,295		5,365	,000
	БРЗИНА ПРОМЕНА	,674	,091	,624	7,370	,000

Извор: Аутор

Спроведена је једнострука линеарна регресија, како би се оценио утицај једног фактора на *Постаквизиционе перформансе предузећа*. Моделом је обухваћена једна независна варијаба *Брзина промена*.

У табели 96 дат је коефицијент детерминације који показује који део варијација зависне варијабле је објашњен моделом, односно варијацијама независне варијабле. Регресиони модел објашњава 38% варијансе зависне променљиве јер прилагођени коефицијент детерминације (*adjusted determination coefficient*) износи  $R^2=0,383$ . Табела 97 показује статистичку значајност модела. Модел је статистички значајан ( $F=54,31$ ,  $p=0,00$ ).

Табела 98 показује резултате вишеструке регресионе анализе. Испитивана променљива даје статистички значајан допринос објашњењу модела ( $\beta=0,624$ ,  $p=0,00$ ), односно брзина промена остварује значајан утицај на постаквизиционе перформансе. Коефицијент  $\beta$  је позитиван чиме се потврђује постојање позитивног утицаја брзине промена на постаквизиционе перформансе. Резултати истраживања

указују на постојање позитивног и значајног утицаја брзине промена на постаквизиционе перформансе, чиме се хипотеза 3 потврђује.

#### 6.5.6. Утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе предузећа

Иако бројне студије показују да реструктурирање побољшава перформансе (Bowman & Singh, 1993), неке истичу да до побољшања не долази, или да реструктурирање чак има негативне ефекте (Spoon et al, 2001). Приликом формулисања хипотезе пошло се од претпоставке постојања позитивног утицаја стратегија постаквизиционог реструктурирања на перформансе предузећа.

X 4(a) Примена стратегија постаквизиционог реструктурирања позитивно утиче на постаквизиционе перформансе предузећа.

**Табела 99** Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,158 <sup>a</sup>	,025	,002	1,12306

*Извор:* Аутор

**Табела 100** Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	2,793	2	1,397	1,107	,035
	Residual	109,730	87	1,261		
	Total	112,523	89			

*Извор:* Аутор

**Табела 101** Утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе – вишеструка регресиона анализа

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	2,979	,450		6,616	,000
	АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТРИРАЊА	,189	,130	,167	1,448	,151
	АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	-,023	,087	-,030	-,262	,794

Извор: Аутор

Сprovedена је вишеструка линеарна регресија, како би се оценио утицај више фактора на зависну варијаблу *Постаквизиционе перформансе предузећа*. Моделом су обухваћене две независне варијабле (*Активности организационог реструктурирања* и *Активности портфолио реструктурирања (дезинвестирање имовине)*). Табела 100 показује статистичку значајност модела. Модел је статистички значајан ( $F=1,107$ ,  $p=0,035$ ). Табела 101 показује резултате вишеструке регресионе анализе. Како је  $p>0.05$  код обе независне варијабле, закључује се да ниједна од две независне варијабле не утиче на зависну варијаблу, тј. не објашњавају је. То показује и прилагођени коефицијент детерминације (*adjusted determination coefficient*) представљен у табели 99 који износи  $R^2=0,002$ . Резултати анализе показују хипотеза 4 (а) није потврђена и да се одбацује.

#### 6.5.7. Утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа

Максимовић и остали (2011) открили су да дезинвестирања побољшавају продуктивност преосталих делова имовине. У складу са тим, формулисана је полазна хипотеза Х4 (б) која истражује утицај примењених стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа.

Х 4(б) Продаја и осамостаљивање одређених делова предузећа након преузимања позитивно утиче на продуктивност преосталих делова.

**Табела 102** Утврђивање квалитета регресије – коефицијент детерминације (утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,222 <sup>a</sup>	,049	,039	,96474

Извор: Аутор

**Табела 103** Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	4,404	1	4,404	4,731	,032
	Residual	84,696	91	,931		
	Total	89,099	92			

Извор: Аутор

**Табела 104** Утицај стратегија дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа – регресиона анализа

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,958	,319		9,285	,000
	Продуктивност је већа него пре преузимања	,174	,080	,222	2,175	,032

Извор: Аутор

Сprovedена је једнострукa линеарна регресија, како би се оценио утицај једног фактора *Активности организационог реструктурирања*. Моделом је обухваћена једна зависна варијабла: *Продуктивност је већа него пре преузимања*. Табела 103 показује статистичку значајност модела. Модел је статистички значајан ( $F=4,73$ ,  $p=0,032$ ). Табела 104 показује резултате једноструке регресионе анализе. Испитивана варијабла даје статистички значајан допринос објашњењу модела: *Продуктивност је већа него пре преузимања* ( $\beta=0,222$ ,  $p=0,032$ ). Међутим, регресиони модел објашњава само 3% варијансе зависне променљиве будући да прилагођени коефицијент детерминације износи (*adjusted determination coefficient*)  $R^2=0,039$  (табела 102). Резултати анализе показују да се хипотеза 4 (б) прихвата.

### 6.5.8. Утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа

Поред примене једноструке и вишеструке регресије у циљу тестирања хипотеза, примењена је и вишеструка регресија у циљу сагледавања заједничког утицаја трансформационог лидерства, става запослених према променама, културолошких разлика, брзине промена и активности реструктурирања као независних варијабли на постаквизиционе перформансе предузећа (зависна варијабла). Применом вишеструке регресије, у овом случају, добиће се одговор на следећа питања:

- Колико добро различити фактори комбиновано објашњавају или им се може приписати разлог за варијације постаквизиционих перформанси (коэффициент детерминације)?
- Колика је релативна важност сваког фактора у објашњавању варијација постаквизиционих перформанси (бета коэффициенти)?
- Који фактор остварује најјачи утицај на постаквизиционе перформансе?

**Табела 105** Утврђивање квалитета регресије – коэффициент детерминације (утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,835 <sup>a</sup>	,697	,670	,65576

*Извор:* Аутор

**Табела 106** Утврђивање статистичке значајности модела – тест ANOVA (утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	p
1	Regression	77,104	7	11,015	25,614	,000
	Residual	33,542	78	,430		
	Total	110,647	85			

*Извор:* Аутор

**Табела 107** Утицај различитих фактора на постаквизиционе перформансе предузећа

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	p
		B	Std. Error	Beta		
	(Constant)	-,544	,477		-1,140	,258
	ИНСПИРИСАЊЕ И ПОДСТИЦАЊЕ ЗАПОСЛЕНИХ	-,172	,151	-,133	-1,135	,260
	РЕАГОВАЊЕ НА ПРОБЛЕМЕ ЗАПОСЛЕНИХ	,361	,093	,381	3,889	<b>,000</b>
	СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА	,391	,102	,302	3,828	<b>,000</b>
	РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА	,257	,091	,245	2,838	<b>,006</b>
	БРЗИНА ПРОМЕНА	,315	,090	,292	3,503	<b>,001</b>
	АКТИВНОСТИ ОРГАНИЗАЦИОНОГ РЕСТРУКТУРИРАЊА	,127	,090	,107	1,416	,161
	АКТИВНОСТИ ПОРТФОЛИО РЕСТРУКТУРИРАЊА (ДЕЗИНВЕСТИРАЊЕ)	-,037	,054	-,049	-,675	,502

Извор: Аутор

Спроведена је вишеструка линеарна регресија, како би се оценио утицај већег броја фактора на зависну варијаблу *Постаквизиционе перформансе предузећа*. Моделом је обухваћено седам независних варијабли (*Инспирисање и подстицање запослених, Реаговање на проблеме запослених, Став према променама, Разлике у погледу корпоративних култура, Брзина промена, Активности организационог реструктурирања и Активности портфолио реструктурирања (дезинвестирање)*). Табела 106 показује статистичку значајност модела. Модел је статистички значајан ( $F=25,61$ ,  $p=0,00$ ).

Табела 107 показује резултате вишеструке регресионе анализе. Од свих испитиваних варијабли, четири дају статистички значајан допринос објашњењу модела и то: *Реаговање на проблеме запослених* ( $\beta=0,381$ ,  $p=0,00$ ), *Став према променама* ( $\beta=0,302$ ,  $p=0,00$ ), *Брзина промена* ( $\beta=0,292$ ,  $p<0,01$ ), и *Разлике у погледу корпоративних култура* ( $\beta=0,245$ ,  $p<0,01$ ). Утицај варијабле *Инспирисање и подстицање запослених* се губи, будући да ова варијабла, како је напред и показано, делује преко варијабле *Став према променама*. *Активности организационог и портфолио реструктурирања* не утичу на постаквизиционе перформансе. Од варијабли чији је утицај на постаквизиционе перформансе препознат, најјаче дејство остварује варијабла *Реаговање на проблеме запослених*, затим следи *Став према променама, Брзина промена* и на крају *Разлике у погледу корпоративних култура*. Регресиони модел објашњава чак 67% варијансе зависне променљиве (табела 105).

## 7. ДИСКУСИЈА И АНАЛИЗА РЕЗУЛТАТА

**Хипотезе 1(а), 1(б) и 1(в)** формулисане су са циљем да истраже однос између трансформационог лидерства, става запослених према променама и постаквизиционих перформанси.

Хипотеза 1(а) тестира утицај трансформационог лидерства на став запослених према променама. Bass (1997) наводи четири димензије трансформационог лидерства: харизма или идеализован утицај, инспирациона мотивација, интелектуална стимулација и индивидуална разматрања. Факторском анализом издвојена су два фактора Инспирисање и подстицање запослених (који се односи на Идеализован утицај, Инспирациону мотивацију и Интелектуалну стимулацију) и други Реаговање на проблеме запослених (Индивидуална разматрања).

У литератури се указује да ефикасна реакција запослених на промене у великој мери зависи од лидерства које може створити осећај заједничког разумевања и помоћи запосленима да схвате и прихвате сврху преузимања (Sitkin & Pablo, 2005). Резултати представљени у табели 86 делимично потврђују хипотезу 1 (а) и указују да трансформационо лидерство у виду инспирисања и подстицања запослених има значајан позитиван утицај на став запослених према променама. Димензија трансформационог лидерства – Реаговање на проблеме запослених, која се заправо односи на димензију Индивидуално разматрање утиче на креирање негативних ставова према променама. Објашњење за ово се може пронаћи у чињеници да запослени на позитиван импулс реагују позитивно, у смислу да када лидери шире позитивно расположење, инспиришу, охрабрују запослене, са оптимизмом говоре о будућности, запослени реагују на ове импулсе креирајући позитиван став према променама. Заправо, инспиративно понашање лидера је понашање које најдиректније утиче на став запослених према променама. Међутим, суочавање са реалним проблемима, који запослени и поред подршке лидера не успевају да у кратком периоду превазиђу, доприноси креирању негативних ставова о променама. Када запослени треба да изнесу свој став о проблемима, о начинима њиховог превазилажења, аутоматски се формира негативан став према променама. Ово не мора да значи да лидери не помажу запосленима и да се понашање лидера у смислу реаговања на проблеме запослених неће позитивно одразити на перформансе, већ да проблеми сами по себи имају негативну конотацију која се одражава на креирање негативног става према променама.

---

Резултати анализе конзистентни су са резултатима студија (Nemanich & Keller, 2007; Menges et al., 2011; Wang et al., 2011) у којима је потврђен позитиван утицај трансформационог лидерства на сатисфакцију и став запослених, а посебно са резултатима студије Wang и осталих (2011) која је показала да понашање трансформационог лидера које је усмерено ка односима утиче на креирање позитивних ставова запослених.

Хипотеза 1(б) формулисана је са циљем да тестира утицај трансформационог лидерства на постаквизиционе перформансе. Резултати представљени у табели 89 потврђују хипотезу 1 (б). Обе испитиване варијабле дају статистички значајан допринос објашњењу модела, при чему варијабла Реаговање на проблеме запослених има већи утицај у односу на варијаблу Инспирисање и подстицање запослених. На основу резултата може се закључити да трансформационо лидерство остварује значајан утицај на постаквизиционе перформансе, омогућавајући запосленима да постану свесни организационих проблема, пружајући им неопходне ресурсе и помоћ, као и повратну везу за развијање осећаја прихватања и сигурности, што се одражава на њихову посвећеност и ефикасност на послу, а тиме и на постаквизиционе перформансе. Ови резултати су у складу са резултатима до којих се дошло проучавањем релевантне литературе. У студијама (Garcia-Morales et al., 2008; Wang et al., 2011; Carter, et al., 2012) потврђено је постојање позитивног утицаја димензија трансформационог лидерства на перформансе предузећа.

Хипотеза 1(в) формулисана је са циљем да тестира медијаторски утицај става запослених на постаквизиционе перформансе. Резултати представљени у табели 92 делимично потврђују хипотезу 1(в). Варијабла Став према променама доминантни је медијатор односа између варијабле Инспирисање и подстицање запослених и зависне варијабле Постаквизиционе перформансе, будући да утицај ове независне варијабле у потпуности нестаје у присуству медијаторске варијабле. С друге стране, варијабла Став према променама делимични је медијатор односа између варијабле Реаговање на проблеме запослених и постаквизиционих перформанси, будући да у овом случају независна варијабла задржава директни утицај на зависну варијаблу, а утиче и индиректно преко медијаторске варијабле. Ови резултати су слични са резултатима студије Wang и осталих (2011). Резултат тестирања хипотеза 1(а), 1(б) и 1(в) дат је у табели 108.



Табела 108 Резултат тестирања хипотезе 1

Хипотезе	Закључак
1(а) Трансформационо лидерство утиче на формирање позитивнијег става запослених према променама.	Делимично потврђена
1(б) Трансформационо лидерство остварује позитиван утицај на постаквизиционе перформансе.	Потврђена
1(в) Став запослених према променама представља медијатор позитивног односа између трансформационог лидерства и постаквизиционих перформанси.	Делимично потврђена

*Извор:* Аутор

**Хипотеза 2** формулисана је са циљем да истражи утицај сличности корпоративних култура на постаквизиционе перформансе предузећа. Иако је хипотеза 2 формулисана са циљем тестирања утицаја сличности корпоративних култура на постаквизиционе перформансе, питања у упитнику усмерена су на сагледавање постојања разлика између корпоративних култура преузетог и предузећа које је извршило преузимање. Прегледом литературе установљено је да културолошке разлике могу представљати значајне баријере остваривању користи интеграције и тиме негативно утичу на постаквизиционе перформансе, а да сличност корпоративних култура доприноси побољшању постаквизиционих перформанси. У складу са тим, формулисана је хипотеза у којој се претпоставља постојање позитивног односа између сличности корпоративних култура и постаквизиционих перформанси. Као што је напред већ напоменуто, ради једноставнијег попуњавања упитника, а касније и обраде података, уместо сличности корпоративних култура тестиран је утицај културолошких разлика.

У табели 90 представљени су резултати анализе који показују постојање позитивног утицаја културолошких разлика на постаквизиционе перформансе. Ово значи да већи степен културолошких разлика доприноси побољшању постаквизиционих перформанси и обрнуто, већи степен сличности корпоративних култура доприноси погоршању постаквизиционих перформанси. У складу добијеним резултатима, хипотеза 2 није потврђена и одбацује се.

Резултати највећег броја студија показују да разлике у корпоративним или националним културама утичу негативно на постаквизиционе перформансе (Datta, 1991; Chatterjee et al., 1992; Datta & Puia, 1995). Добијени резултати су у складу са резултатима мањег броја студија које су откриле постојање позитивног утицаја (Krishnan et al., 1997; Morosini et al., 1998). Добијени резултати могу се објаснити

тима да је највећи број предузећа који је обухваћен овим истраживањем био преузет у оквиру процеса приватизације. Реч је о предузећима која су лоше пословала, у којима систем вредности, веровања и понашања запослених није допринио остваривању добрих пословних резултата. У овим предузећима било је неопходно спровођење корених промена, које су укључивале и промену корпоративне културе. Након преузимања, са доласком новог власника и успостављањем нове корпоративне културе, која се заснива на посвећености запослених организацији и остваривању задатака, у којој се адекватно вреднују постигнућа, способности и креативност запослених, дошло је до побољшања пословних перформанси. Резултат тестирања хипотезе 2 дат је у табели 109.

**Табела 109** Резултат тестирања хипотезе 2

Хипотеза	Закључак
Х2: Уколико између корпоративних култура постоји већи степен различитости, тада ће постаквизиционе перформансе бити лошије.	Одбијена

*Извор:* Аутор

**Хипотеза 3** формулисана је са циљем да тестира утицај брзине спровођења постаквизиционих промена на постаквизиционе перформансе. Истраживања о утицају брзине спровођења постаквизиционих промена на перформансе веома су ограничена. Прегледом постојеће литературе откривено је да не постоји јединствени став о утицају брзине на постаквизиционе перформансе, али да ипак преовлађују мишљења о позитивном ефекту брзине. У складу с тим формулисана је хипотеза 3 која претпоставља постојање позитивног утицаја брзине спровођења постаквизиционих промена на постаквизиционе перформансе. У табели 93 приказани су резултати једноструке регресије који показују да брзина спровођења постаквизиционих промена остварује значајан и позитиван утицај на постаквизиционе перформансе, чиме се хипотеза 3 потврђује. Ови резултати су у складу са резултатима одређених аутора (Harbison и остали, 1999; PriceWaterhouseCoopers, 2000). Резултати емпиријског истраживања указују да брже спровођење промена допринио стабилизацији организације и смањује неизвесност код запослених у погледу њихове будућности. Брже спровођење промена остављало је довољно простора запосленима за стицање неопходног знања о тржишту и новом пословању. Резултат тестирања хипотезе 3 дат је у табели 110.

Табела 110 Резултат тестирања хипотезе 3

Хипотеза	Закључак
Х3: Брже спровођење постаквизиционих промена доприноси остваривању бољих постаквизиционих перформанси предузећа.	Потврђена

*Извор:* Аутор

**Хипотеза 4 (а)** формулисана је са циљем да тестира утицај стратегија постаквизиционог реструктурирања на постаквизиционе перформансе предузећа. Одређене студије показују да реструктурирање побољшава перформансе (Bowman & Singh, 1993; Allen, 2000; Bates, 2005; Maxwell & Rao, 2003), друге истичу да до побољшања не долази или да реструктурирање чак има негативне ефекте (Spoon et al, 2001; Billet & Vijn, 2004). Различити резултати студија су очекивани, будући да реструктурирање укључује различите активности, од смањивања броја запослених, преко промене менаџмент структуре, реорганизације активности набавке, продаје, маркетинга, продаје и осамостаљивања делова предузећа. Регресиона анализа чији су резултати представљени у табели 96 показује да ни једна од варијабли не утиче на постаквизиционе перформансе. Непостојање статистички значајне повезаности активности дезинвестирања са постаквизиционим перформансама се могу објаснити тиме да у већем броју предузећа која су истраживана није ни било ових активности. Активности организационог реструктурирања извршене су у већем степену у већини истраживаних предузећа, али резултати показују да ова варијабла не показује статистички значајан утицај на зависну варијаблу. На основу добијених резултата хипотеза 4 (а) није емпиријски доказана и одбацује се.

**Хипотеза 4 (б)** формулисана је са циљем да тестира утицај активности дезинвестирања на продуктивност преосталих делова предузећа. Полазећи од релевантне литературе претпоставило се постојање позитивног утицаја продаје и осамостаљивања одређених делова предузећа након преузимања на продуктивност преосталих делова. У свом истраживању Максимовић и остали (2011) утврдили су да дезинвестирања побољшавају продуктивност преосталих делова имовине У табели 98 приказани су резултати једнострукне линеарне регресије који показују да активности реструктурирања утичу позитивно на продуктивност преосталих делова предузећа. Међутим, регресиони модел објашњава само 3,9 % зависне варијабле. Овако мали проценат објашњења зависне варијабле може се правдати чињеницом да су активности дезинвестирања спроведене у малом степену у истраживаним предузећима, тако да је побољшање продуктивности након преузимања само једним малим делом резултат спроведених активности дезинвестирања. Резултат тестирања хипотезе 4 дат је у табели 111.

Табела 111 Резултат тестирања хипотезе 4

Хипотезе	Закључак
Х4(а) Примена стратегија постаквизиционог реструктурирања позитивно утиче на постаквизиционе перформансе предузећа.	Одбијена
Х 4(б) Продаја и осамостаљивање одређених делова предузећа након преузимања позитивно утиче на продуктивност преосталих делова.	Потврђена

*Извор:* Аутор

Након тестирања хипотеза извршена је вишеструка линеарна регресија, како би се утврдило која варијабла од испитиваних седам: Инспирисање и подстицање запослених, Реаговање на проблеме запослених, Разлике у погледу корпоративних култура, Брзина промена, Активности организационог реструктурирања и Активности портфолио реструктурирања утичу и у којој мери на варијаблу Постаквизиционе перформансе предузећа. Резултати приказани у табели 102 показали су да четири варијабле дају статистички значајан допринос објашњењу постаквизиционих перформанси и то: Реаговање на проблеме запослених, Став према променама, Брзина промена и Разлике у погледу корпоративних култура. Варијабла која у највећој мери утиче на постаквизиционе перформансе је Реаговање на проблеме запослених. Друга варијабла која утиче, али у нешто мањој мери је Став према променама. Утицај варијабле Инспирисање и подстицање запослених се губи, и она, како је раније показано, делује индиректно на постаквизиционе перформансе преко медијаторске варијабле Став према променама. Овим је доказано да трансформационо лидерство представља најзначајнији фактор постаквизиционих перформанси. Фактор Брзина промена налази се на трећем месту према јачини утицаја на постаквизиционе перформансе, а најслабије дејство има варијабла Разлике у погледу корпоративних култура. Заједно, независне варијабле описују 67% варијабилитета постаквизиционих перформанси. Може се закључити, да у ситуацијама комплексних промена, као што су аквизиције, трансформационо лидерство има кључну улогу која се огледа, пре свега, у неопходности инспирисања и подстицања запослених како би се креирао позитиван став према променама, али и у виду посвећивања пажње потребама запослених и реаговања на њихове проблеме. Ово је у складу са резултатима до којих су дошли други аутори, чија су истраживања потврдила да лидери, путем својих стратегијских акција, могу имати значајан утицај на перформансе предузећа (Chatterjee et al. 1999; Boal & Hooijberg, 2000).

## 8. НАУЧНИ И ПРАКТИЧНИ ДОПРИНОС

Резултати истраживања у докторској дисертацији имају теоријски и практични значај, за научну и стручну јавност, посебно имајући у виду актуелност, али и недовољну заступљеност области преузимања предузећа у досадашњим истраживањима. *Научни допринос* докторске дисертације огледа се у проширивању теоријских знања из научне области пословне економије и менаџмента, посебно области преузимања предузећа. Имајући у виду да је природа истраживаног проблема захтевала мултидисциплинарни приступ, резултати истраживања доприносе бољем разумевању комплексних питања постаквизиционе интеграције и реструктурирања предузећа. Допринос докторске дисертације представља оригинално развијен и конципиран интегративни оквир проучавања фактора који доприносе побољшању постаквизиционих перформанси. Овај интегративни оквир наглашава важност заједничког посматрања управљачких, емоционалних, културолошких и структуралних фактора у циљу разумевања динамике и ефикасности аквизиција. Истраживањем се шири база знања и попуњава геп у литератури у погледу значаја и улоге фактора који доприносе побољшању постаквизиционих перформанси. Како су истраживања у транзиционим економијама, која се односе на ову проблематику ограничена, а у Србији, према сазнањима аутора, до сада нису спровођена, резултати оригиналног емпиријског истраживања обогаћују ограничену домаћу литературу и доприносе развоју знања из ове области.

Резултати до којих се дошло израдом докторске дисертације доприносе бољем разумевању процеса постаквизиционе интеграције и реструктурирања предузећа, путем: *прво*, идентификовања дуалне природе трансформационог лидерства у транзиционим економијама, која наглашава фокусирање трансформационих лидера на инспирисање и подстицање запослених, као и на реаговање на проблеме запослених; *друго*, наглашавања значаја које трансформационо лидерство, путем инспирисања и подстицања запослених има на креирање позитивних ставова запослених према променама; *треће*, истицања значаја које трансформационо лидерство остварује на постаквизиционе перформансе; *четврто*, тестирања медијаторског утицаја става запослених према променама на постаквизиционе перформансе; *пето*, осветљавања утицаја корпоративне културе на постаквизиционе перформансе; *шесто*, сагледавања значаја брзине промена на постаквизиционе перформансе, *седмо*, разумевања

---

утицаја различитих мера постаквизиционог реструктурирања на перформансе предузећа; *осмо*, обезбеђивања интегративног модела мерења постаквизиционих перформанси комбиновањем финансијских и нефинансијских индикатора перформанси; *девето*, идентификовања најзначајнијих фактора за ефикасност пословања предузећа након преузимања.

Поред научног, дисертација има и *практични допринос*. Повезивањем резултата емпиријског истраживања, које је спроведено током израде ове докторске дисертације, са постојећим резултатима истраживања у свету, могуће је дати одређене смернице менаџерима укљученим у процесе аквизиција предузећа. Разумевање комплексних промена током процеса постаквизиционе интеграције и реструктурирања од изузетне је важности за одабир одговарајућих модела и стилова лидерства који ће допринети инспирисању и подстицању запослених да прихвате нове обрасце понашања који се од њих очекују. Отуда, закључци до којих се дошло у овој студији могу послужити менаџерима да развију неопходан ниво посвећености и поверења запослених потребан за остваривање изазовних циљева у процесу М&А. У докторској дисертацији истакнут је значај корпоративне културе, који представља фактор за који још увек важи слабо разумевање у данашњем корпоративном свету. Резултати истраживања пружају корисне информације менаџерима указивањем да изградња нове културе која промовише праве вредности, као и адекватно усклађивање култура доприноси побољшању постаквизиционих перформанси. Истраживање доприноси и бољем разумевању утицаја брзине промена на успех М&А и може бити од помоћи менаџерима који ће бити укључени у процесе преузимања да донесу квалитетније одлуке о брзини и начину управљања постаквизиционом интеграцијом. Резултати истраживања омогућују и боље разумевање утицаја различитих мера постаквизиционог реструктурирања на перформансе предузећа. Истраживање у докторској дисертацији доприноси и наглашавању значаја интегративног мерења постаквизиционих перформанси укључивањем финансијских, али и нефинансијских индикатора перформанси, као што су сатисфакција послом, конкурентска позиција предузећа, иновативност. Имајући у виду да је висок проценат истраживаних предузећа био предмет интернационалних аквизиција, истраживање у докторској дисертацији може бити од значаја и пружити извесне поуке другим предузећима која ће пролазити кроз сличне процесе. Генерално, резултати истраживања пружају корисне информације менаџерима за унапређење ефикасности предузећа, нудећи холистички поглед на процес постаквизиционе интеграције и реструктурирања предузећа.

## 9. ОГРАНИЧЕЊА СТУДИЈЕ И ПРЕПОРУКЕ ЗА БУДУЋА ИСТРАЖИВАЊА

Као и свако истраживање и ова студија има извесних ограничења. На основу резултата ове студије могу се извући препоруке и сугестије за будућа истраживања којима ће се продубити разумевање проблема М&А, а посебно проблема постаквизиционе фазе интеграције.

Једно од ограничења овог истраживања је ослањање само на један извор података добијен попуњавањем упитника. Будућа истраживања треба да укључе и додатне изворе података, попут директних интервјуа са менаџерима, финансијских извештаја, којима би се обезбедила дубља анализа и остварио бољи увид у узроке и ефекте трансакција М&А.

Додатно ограничење је мали број истраживаних предузећа. У области М&А доминирају истраживања која прате велики број трансакција (Chatterjee et al., 1992; Haleblan & Finkelstein, 1999; Jensen & Ruback, 1983). Међутим, треба истаћи да велики број аутора анализира проблеме М&А на бази мањег броја истраживаних предузећа. Тако, Bengtsson и Larsson (2012) истичу да је дубља анализа мањег броја истраживаних предузећа нарочито значајна у раним фазама истраживања одређених проблема М&А, али и касније, код већ истраживане теме, овај приступ пружа одређене новине у посматрању. Ови аутори истичу значај оваквог метода анализе позивајући се на следеће ауторе: Glaser и Strauss (1967), Eisenhardt (1989), Eisenhardt и Graebner (2007) који су наглашавали да примена овог метода омогућава компаративну анализу, тестирање хипотеза и извођење генералних закључака. Имајући у виду чињеницу да у Србији укупни број М&А није велики, питање је колико је могуће имати велики узорак истраживаних предузећа, те се ово ограничење може превазићи укључивањем у анализу осталих земља југоисточне Европе које имају слични институционални контекст.

У будућим истраживањима могу се користити различити приступи у циљу разумевања узрока и консеквенци трансакција М&А. Поред обухватања великог узорка предузећа, један од приступа може бити и истраживање питања везаних за постаквизициону интеграцију испитивањем једног конкретног случаја преузимања, којим би се обезбедила дубља анализа и детаљи неопходни за детаљно истраживање извора креирања вредности код М&А.

Још једно ограничење односи се на различиту временску дистанцу у различитим предузећима. Код највећег броја истраживаних предузећа преузимање

---

је извршено у периоду од 2002. до 2006. године (пре 7-10 година), док је код два предузећа до преузимања дошло пре две године. У вези са напред наведеним ограничењем, може се истаћи и ограничење у вези примене ретроспективног метода. Запосленима и менаџерима постављана су питања која су се односила на ранији период, што је подразумевало да се они присете догађаја и своје реакције. У вези примене ретроспективног метода у литератури постоје контраверзна разматрања (Dunlosky & Hertzog, 2001). И поред широке употребе, Schoenberg (2006) истиче да испитаници можда нису у стању да се адекватно присете прошлости. Ретроспективни период од 10 година, иако дуг, није неадекватан у овом случају из више разлога. М&А представљају околности изненадне промене и поремећаја, који имају јак утицај на појединце који се не заборавља. Поред тога, у литератури се истиче да аквизиције треба посматрати у дужем периоду, будући да је постаквизициони процес интеграције динамичан процес.

Имајући у виду напред наведено ограничење, будућа истраживања треба да усвоје истраживачки дизајн који ће омогућити проучавање питања М&А у различитим временским периодима, на пример, након најаве преузимања, у периоду преузимања и касније, током фазе постаквизиционе интеграције, што би подразумевало примену лонгитудиналних студија. Лонгитудинална студија Schweiger и DeNisi (1991), која је имала за циљ да истражи ефективност програма комуницирања са запосленима, спроведена је у две компаније, а подаци су прикупљани у четири различите временске тачке. Треба напоменути да је тешко спровести лонгитудиналне студије нарочито на великом узорку и, отуда, ово може представљати посебан истраживачки изазов.

Још једно ограничење овог истраживања је проучавање само разлика у погледу корпоративних култура. Иако је велики број истраживаних предузећа био предмет интернационалног преузимања, није сагледаван утицај разлика у погледу националних култура на процес интеграције и остварене перформансе. У литератури се указује да усклађеност националних култура има велики значај за креирање вредности и успех интернационалних М&А. Отуда, будућа истраживања треба да укључе и ову димензију, истражујући усклађеност у погледу културе, како на корпоративном, тако и на националном нивоу.

Ограничење студије може се односити и на мерење постаквизиционих перформанси које су мерене испитивањем ставова менаџера који су пролазили кроз процес промена. У истраживањима која се односе на М&А користе се рачуноводствено базирана мерила (Lu, 2004; Zollo & Singh, 2004), мерила базирана на промени цена акција (Haleblian & Finkelstein, 1999; Sudarsanam & Mahate, 2006) и субјективне процене од стране менаџера (Angwin, 2004; Homburg & Bucerius,



---

2006). Употреба рачуноводствених мерила, као и мерила базираних на промени цена акција имају својих предности, али и недостатке. Проблем код примене рачуноводствених мерила перформанси односи се на чињеницу да представљају најуже мерило перформанси. Поред тога, примена овог мерила захтева упоређивање финансијских података пре и након преузимања, а многа предузећа нису показала спремност да обезбеде доступност таквих података. Одређени број предузећа која су била предмет анализе, преузет је пре десетак година, тако да се није могло доћи до финансијских извештаја путем Агенције за привредне регистре. С друге стране, метод процене перформанси на бази промене цена акција није било могуће применити код компанија које нису котиране на берзи и које су регистроване као ДОО, а којих је било у узорку.

Отуда, будућа истраживања треба да укључе мерење успеха применом осталих метода, ослањајући се на финансијске извештаје, као и на мерење успеха праћењем промена цена акција. Поред тога, значајан истраживачки изазов односио би се на истраживање упоредивости три најчешће коришћена мерила перформанси аквизиција. Значајно би било извршити емпиријску компарацију различитих мерила перформанси и утврдити да ли постоји корелација између перформанси добијених на бази алтернативних мерила.

Упркос ограничењима, ова студија представља корак даље у објашњењу како мерцери и аквизиције утичу на постаквизиционе перформансе. Велики број М&А не оствари предвиђени успех јер се фокусира на опипљиве, тврде факторе који се могу јасно дефинисати, квантификовати и комуницирати аналитичарима и инвеститорима. Међутим, често се игноришу или превиђају кључна питања, која се односе на људске ресурсе и корпоративну културу. Ова студија је управо потврдила важност меких (софт) фактора за успех М&А. Иако резултати истраживања имају одређене теоријске и практичне импликације, они отварају одређени број питања на које одговор могу дати будуће студије. Отуда се резултати могу посматрати као иницијални корак усмерен ка разумевању постаквизиционе интеграције предузећа.

## ЗАКЉУЧАК

Преглед литературе у области преузимања предузећа показује да су студије које користе мултидисциплинарни приступ ограничене, да постоји ограничено разумевање процеса постаквизиционе интеграције, чиме је створена потреба и отворен простор за спровођење истраживања. У складу са дефинисаним циљевима, у раду је анализирана постаквизициона интеграција, као најкритичнија фаза процеса преузимања предузећа. Истраживање је базирано на интегрисаном и мултидисциплинарном приступу проучавању комплексних питања постаквизиционе интеграције предузећа. На основу детаљног проучавања релевантне литературе, сучељавања критичких ставова по разним питањима, као и спроведеног емпиријског истраживања, могуће је формулисати следеће закључке:

- Мерцери и аквизиције представљају једну од примарних стратешких опција које организације користе за очување и побољшање своје конкурентске позиције. Имајући у виду динамично, конкурентско, глобално окружење, ове трансакције посматрају се као начини стратегијског раста, експанзије, диверзификације и реорганизације. Потврђено је да се М&А јављају у таласима, чији је почетак карактеристичан по повећању броја активности М&А у односу на претходни период, затим следи врхунац, који може трајати неколико година, да би на крају дошло до пада у укупној активности М&А. У настојању да објасне феномен цикличног кретања активности М&А, издвојиле су се две конкурентске теорије: прва, *неокласична теорија* која истиче да се мерцер таласи дешавају када предузећа у гранама реагују на индустријске, економске, политиче или регулаторне шокове у њиховом пословном окружењу и друга, *бихевиористичка теорија* која истиче да таласе покрећу растућа (пре)вредновања предузећа од стране менаџмента, где релативно прецењена предузећа преузимају циљна предузећа користећи акције као метод финансирања. На основу резултата емпиријских истраживања може се закључити да ниједна теорија није у стању да у потпуности објасни таласе М&А. Имајући у виду чињеницу да је до сада забележено шест историјских таласа и да су технолошке промене, повољно регулаторно окружење, економски раст представљали главне покретаче промена, као и да су се М&А дешавали у периодима рапидне кредитне експанзије, неокласична теорија пружа значајно појашњење цикличног обрасца активности. Међутим, чињеница је да и погрешно вредновање има значајну улогу у детерминисању активности М&А, будући да утиче на ниво активности, одлуку ко ће бити купац, а ко мета преузимања, као и на начин финансирања трансакција.

- Истраживања о М&А могу се груписати у пет главних категорија, односно перспектива: економска, финансијска, стратегијска, организациона и процесна. Креирање вредности настаје у периоду који следи након преузимања, због чега је у новије време пажња истраживача усмерена на процес постаквизиционе интеграције. Истраживачки оквир за проучавање постаквизиционе интеграције налази се у организационој и процесној перспективи. Са становишта организационе перспективе, истраживања су усмерена на организационо понашање у процесима преузимања, наглашавајући постојање сукоба култура и решавање конфликта, док се у процесној перспективи разматра потенцијални управљачки проблем менаџмент променама приликом постаквизиционе интеграције.

- Комплексност трансакција М&А условљава постојање великог броја фаза, које се могу груписати у преаквизиционе и постаквизиционе. Спровођење детаљног *due diligence*-а, као и вредновање циљног предузећа представљају најзначајније активности које се обављају пре преузимања предузећа од чије успешне реализације, добрим делом зависи и будући успех М&А. *Due diligence* је процес темељног, детаљног и свеобухватног истраживања финансијских и тржишних перформанси предложених циљних компанија, како би се прикупиле и обрадиле релевантне информације које могу бити од суштинског значаја за коначно одређивање при избору циљне компаније. Реч је о континуираном процесу који треба бити прилагођен свакој појединачној трансакцији у циљу идентификовања, спречавања и минимизирања ризика и смањивања опасности од евентуалних изненађења која би могла настати након окончања процеса преузимања. У вредновању циљног предузећа могу се користити различите методе: књиговодствена вредност циљног предузећа, ликвидациона вредност циљног предузећа, репродукциона вредност циљног предузећа, текућа тржишна вредност циљног предузећа, трговински мултипликатори упоредивих предузећа, трансакциони мултипликатори упоредивих аквизиција, метод дисконтованих новчаних токова, приступ ризични капитал/власнички капитал, теорија вредновања опција циљног предузећа. Најчешће коришћене методе су метод дисконтованих новчаних токова, који процењује вредност на бази будућих новчаних токова у постаквизиционом периоду и методе мултипликатора, према којима се вредност предузећа одређује путем вредносних индикатора упоредивих компанија, упоредивих трансакција или упоредивог гранског просека. У новије време дошло је до развоја нових метода, као што је метод вредновања опција, који услед комплексне и секвенцијалне природе М&А, пружају допунске информације и, уз резултате традиционалних метода, могу дати адекватнију оцену оправданости инвестирања у М&А.

- Остваривање успешне постаквизиционе интеграције представља озбиљан управљачки изазов који је у литератури проучаван са аспекта утицаја трансформационог лидерства, понашања запослених у преузетом предузећу, културолошких разлика, брзине спровођења интеграције, трансфера знања. Истраживања у области организационог понашања развијена су као одговор на занемарену улогу људских ресурса код преузимања. Проучавање значаја људских ресурса код М&А пружа значајан увид у разумевање изазова са којима се М&А суочавају. Питања која су предмет разматрања су напуштања предузећа, посвећеност, узнемиреност и остала питања управљања људским ресурсима. Истражује се како запослени реагују на промене до којих долази током и након преузимања предузећа и на који начин треба помоћи запосленима да превазиђу проблеме на које наилазе. Заједничка тема у овим истраживањима је потреба сагледавања проблема са којима се запослени суочавају и правовременог реаговања на дате проблеме како би се деловало у правцу повећања успеха процеса преузимања.

- У условима комплексних промена, трансформационо лидерство је један од кључних покретача организационих перформанси. Трансформациони лидери пружају подршку подређенима путем свог карактера (харизме), комуницирају визију која ствара ентузијазам код следбеника (инспирациона мотивација), охрабрују различита размишљања и иновативност унутар организације (интелектуална стимулација) и пружају подршку путем менторства и подучавања (индивидуална разматрања). На овај начин делује се у правцу отклањања неизвесности код запослених и развијања осећања поверења и заједничке повезаности. Преглед резултата истраживања утицаја трансформационог лидерства на перформансе, открива да је, у условима комплексних промена, улога трансформационог лидерства од кључног значаја. Трансформациони лидери имају способности и вештине да развију неопходни ниво посвећености, поверења, одговорности запослених. Рушећи постојеће парадигме и креирајући нове, трансформациони лидери мотивишу запослене на нов начин размишљања, омогућавајући развијање нових и боље искоришћавање постојећих способности, доприносећи фокусирању запослених ка остваривању изазовних циљева, што се одражава позитивно на постаквизиционе перформансе.

- Култура, како на националном, тако и на корпоративном нивоу, представља комплексан феномен који значајно утиче на веровања, праксу, системе и процедуре запослених у компанији. Код интернационалних постаквизиционих интеграционих процеса и задатака, питања културолошке компатибилности су од круцијалног значаја за перформансе М&А. Значајан број истраживања усмерен је на утицај преузимања предузећа на појединце, као и на утицај корпоративне

културе на исходе преузимања, указујући да исходи преузимања могу бити објашњени не само путем структуралне и организационе усклађености, већ и путем усклађености у погледу културе. Недостатак усклађености корпоративних, али и националних култура може водити сукобу култура, узрокујући мању посвећеност запослених организацији и отежавајући процес постаквизиционе интеграције. Већина студија показала је да културолошке разлике негативно утичу на перформансе М&А, мада постоје и студије које индицирају постојање позитивног односа, или указују да културолошке разлике не утичу директно на перформансе М&А, већ да је њихов утицај индиректан. Степен флексибилности предузећа које врши преузимање и његово искуство у борби са интеграционим проблемима може одредити позитиван или негативан утицај културолошких разлика на постаквизиционе перформансе.

- Значајан фактор успеха постаквизиционе интеграције је брзина спровођења промена. Не постоји потпуна усаглашеност ставова аутора о ефектима брзине, али преовлађујуће мишљење већине је да брзина има кључни значај за остварење стратегијских циљева, промовисање стабилности и редуцирање неизвесности у организацији. Способност да се брзо изврши интеграција, редукују оперативни трошкови и генерише додатни принос постаје главни фактор остваривања добрих перформанси.

- Са повећаном глобализацијом економске активности и драматичним интензивирањем међународног пословања, ефикасни трансфер знања ван граница земље постаје све значајнији за остваривање глобалне конкурентске предности. У настојању да одговоре на питање како трансфер знања утиче на успех интернационалних аквизиција, студије су откривале позитиван утицај трансфера знања, показујући да трансфер знања има значај у остваривању вредносног синергетског потенцијала аквизиције и да представља озбиљан индикатор перформанси.

- Реструктурирање представља један од начина превазилажења изазова и проблема са којима се суочава пословање предузећа. Разумевање природе процеса реструктурирања, почев од избора стратегије реструктурирања, преко фактора који условљавају ове изборе до сагледавања утицаја различитих стратегија на перформансе, омогућава предузећима да формулишу и развију изводљиве програме реструктурирања. Приступање процесу реструктурирања може бити мотивисано различитим разлозима, а најчешћи фактори који утичу на ту одлуку су: агенцијски конфликт, лоше пословне перформансе предузећа, промене у пословном окружењу, интеграциони проблеми након аквизиције. Агенцијска теорија истиче да менаџери, у циљу максимирања личне користи, могу тежити проширивању предузећа ван оптималне величине што доводи до претеране диверзификације. Управљање

високо диверзификованим и комплексним пословним портфолијима је захтевно и може довести до тога да се пословање са релативно неатрактивним могућностима финансира новчаним токовима које генеришу пословне јединице са бољим инвестиционим могућностима. У таквој ситуацији, предузећа настоје да поједноставе свој пословни портфолио фокусирајући се на оне пословне јединице који имају највећи потенцијал, излазећи из пословања које није повезано са основном пословном стратегијом. У настојању да побољшају своје пословне перформансе, предузећима стоји на располагању читав низ различитих стратегија, од оперативних акција преко рационализације производње и редукције трошкова, промена у финансијској и менаџмент структури до продаје имовине. Предузећа могу да врше реструктурирања као одговор на екстерне снаге, као што су глобализација, дерегулатива, притисак конкуренције. У овом случају, приступање процесу преузимања не врши се услед лоше тренутне ситуације, већ због побољшања позиције у будућности. Постаквизиционо реструктурирање представља комплексан мултидимензионални процес који се намеће као неопходност у ситуацији када предузеће примењује агресивну стратегију преузимања, ангажујући се у већем броју преузимања, не решавајући нагомилане интеграционе проблеме. У оваквој ситуацији, најчешће се приступа дезинвестирању оних пословних сегмената који су се показали проблематичним у смислу интеграције, због чега нису били у стању да реализују предвиђене синергије.

- Када предузеће процени да је прегруписавање имовине неопходно, због повећања менаџерске ефикасност, смањивања комплексности предузећа, креирања веће вредности за акционаре, може да бира између различитих трансакција дезинвестирања, а коју ће изабрати зависи од циљева које намерава остварити. Трансакције дезинвестирања обухватају: продају делова предузећа (*sell-off*), одвајање делова предузећа (*spin-off*), јавне продаје власништва у пословном сегменту (*equity carve-out*), пратеће акције (*tracking stocks, targeted stock*), цепање предузећа (*split-up*). Аутори имају различит став у погледу постаквизиционих продаја (*sell-off*) имовине. Док једни истичу да продаја пословних сегмената представља последицу неуспеха аквизиције, други имају позитивнији став наглашавајући да продаја имовине у постаквизиционом периоду, представља део процеса консолидације којим се повећава ефикасност преосталих делова предузећа. Код *spin-off* трансакције, акционари матичног предузећа добијају акције одвојеног пословног сегмента који постаје потпуно независно акционарско друштво чијим се акцијама тргује независно од акција матичног предузећа. Предности овакве трансакције огледају се у фокусирању оба предузећа на сопствено пословање, остваривању потпуне пословне и стратегијске слободе, коришћењу екстерних

могућности финансирања прилагођених сопственим потребама, док се као недостаци истичу губљење могућности остваривања заједничких синергија, као и немогућност приступа интерном тржишту капитала свог ранијег матичног предузећа. Код ЕСО, матично предузеће одваја пословни сегмент који, већ дуже времена, није усклађен са његовим плановима, при чему задржава контролу над пословним сегментом, дозвољавајући креирање мањинског јавног учешћа. Могућност остваривања заједничких синергија представља очигледну предност овог типа трансакције, док су недостаци бројни и огледају се, пре свега, у могућности појаве конфликта интереса, будући да се јављају нови акционари који могу имати различите циљеве и интересе у односу на постојеће акционаре. Поред тога, бавећи се сопственим, као и пословањем зависног предузећа, матично предузеће не остварује стратегијски фокус. Пратеће акције емитује матично предузеће и оне „прате“, односно зависе од финансијских перформанси одређене пословне јединице. Пратеће акције имају предност у односу на трансакцију одвајања, будући да чувају интерно тржиште капитала, омогућавајући реалокацију ресурса између пословних сегмената. Поред тога, структура са пратећим акцијама може имати ниже просечне фиксне трошкове у поређењу са трансакцијама одвајања и ЕСО трансакцијама, услед распоређивања укупних фиксних трошкова на већи корпоративни ентитет. Може се закључити да свака трансакција дезинвестирања има предности и недостатке, а која ће се конкретна трансакција изабрати зависи од карактеристика пословних сегмената који су предмет дезинвестирања, као и од потреба самог предузећа.

- Избор мерила перформанси М&А тешко је питање са којим се суочавају истраживачи будући да не постоји слагање у погледу избора адекватног мерила. Неконзистентна употреба различитих мерила перформанси М&А узрок је неконзистентности која постоји у литератури у погледу успеха М&А. Највећи број емпиријских студија које су се бавиле мерењем успеха М&А може се категоризовати у три групе: а) студије које се ослањају на податке из финансијских извештаја користећи рачуноводствена мерила перформанси; б) студије које се ослањају на податке које пружа берза мерећи успех М&А на бази промене цена акција; в) студије које полазе од субјективних процена менаџера или експерата, користећи субјективне индикаторе перформанси. Сва мерила перформанси имају добре и лоше стране. Предност рачуноводствених мерила огледа се у томе што мере директне ефекте, а не очекивања инвеститора, као и да се у дугорочним рачуноводственим мерилима рефлектују реализоване синергије од аквизиција. Међутим, наводе се ставови и против корисности рачуноводствено базираних мерила, истицањем да представљају најуже мерило, да одражавају само перформансе у прошлости, као и да постоји могућност манипулисања и утицаја

различитих рачуноводствених стандарда. Мерила перформанси базирана на промени цена акција директно мере вредност за акционаре. Проблеми са применом ових мерила огледају се у немогућности њихове примене код компанија које нису котиране на берзи, ослањање на очекивања инвеститора, као и немогућност изолованог посматрања ефеката преузимања, будући да на цену акција утичу различити фактори. Субјективна мерила перформанси од значаја су када истраживачи имају проблем добијања података за примену објективних мерила. Применом ових мерила, перформансе се обухватају на мултидимензионални начин, будући да испитаници могу пружити информације и о финансијским и нефинансијским индикаторима. Недостатак ових мерила огледа се у чињеници да процене менаџера или експерата могу бити пристрасне, услед чега се јавља потреба за испитивањем већег броја испитаника. У новије време указује се на неопходност коришћења нефинансијских мерила приликом процене успеха М&А, што је довело до развоја савремених модела мерила перформанси, као што су *balanced scorecard*, пирамида перформанси, призма перформанси. Ова мерила перформанси укључују нефинансијска мерила, као што су оријентација на купца, организациона ефикасност, организационе способности, учење и раст, заједно са традиционалним финансијским мерилима. Нефинансијска мерила омогућавају предузећу да процени адекватност и успех стратегије М&А и предузме корективне акције. Имајући у виду предности и недостатке различитих мерила перформанси, постоји потреба за хибридном моделом мерења постаквизиционих перформанси који ће интегрисати финансијске и нефинансијске индикаторе у процени успеха М&А.

- Резултати истраживања рачуноводствених студија о успеху М&А нису једнообразни, од оних који извештавају о опадању профитабилности након М&А, преко неутралних ефеката, до оних који истичу постојање позитивног утицаја. Анализирајући резултате истраживања ових студија, може се закључити да доминирају студије које показују да трансакције М&А доводе до погоршања перформанси. Утицај М&А на креирање вредности за акционаре циљног и предузећа које је извршило преузимање је различит. Велики број студија показао је да након преузимања долази до увећања богатства акционара циљног предузећа, имајући у виду чињеницу да им се исплаћују високе премије. На другој страни, исплата премија од стране предузећа које врши преузимање ограничава његову способност да оствари позитивне ефекте за сопствене акционаре. Приноси акционара предузећа које врши преузимање су, у најбољем случају, незнатно већи од нуле или су, код највећег броја студија, значајно негативни. Комбиновани приноси циљног и предузећа које врши преузимање су релативно ниски, али позитивни. У дугом року, највећи број студија извештава о постојању негативних приноса за акционаре.



- Стратегије реструктурирања, укључујући и дезинвестирања имају за циљ увећање вредности за акционаре. Као покретачи креирања вредности код продаје делова предузећа истичу се: увећање фокуса, елиминисање негативних синергија, трансфер имовине ка ефикаснијој употреби, решавање агенцијског конфликта и излазак предузећа из финансијских неприлика. Потенцијални извори креирања вредности код трансакција одвајања су: повећање фокуса, отклањање негативних синергија и отклањање асиметричне информисаности. Код ЕСО трансакције, вредност за акционаре се креира путем повећања фокуса матичног предузећа, обезбеђењем извора за финансирање и решавањем агенцијског проблема.

- Емпиријско истраживање, спроведено за потребе докторске дисертације са циљем идентификовања ставова и перцепције запослених о променама у предузећу и сагледавања ефеката спроведених промена на постаквизиционе перформансе, довело је до интересантних закључака. Резултати истраживања показали су да запослени вишег нивоа образовања имају оптимистичнија очекивања у односу на запослене нижег нивоа образовања. Овакви резултати објашњавају се могућношћу лакшег прилагођавања променама и бољем антиципирању позитивних ефеката промена од стране запослених вишег нивоа образовања. Истраживање је показало да постоје разлике у перцепцији културолошких разлика пре и након преузимања испитаника различитог нивоа образовања. Испитаници са најнижим нивоом образовања оценили су да је у великом степену дошло до промена корпоративне културе. Имајући у виду чињеницу да је реч о запосленима који су навикли да раде на један начин и који теже прихватају нов начин рада, иста промена им се може чинити радикалнијом него запосленима вишег нивоа образовања. Резултати истраживања такође показују да испитаници из средњих и великих предузећа боље оцењују напоре својих лидера у погледу реаговања на проблеме запослених у поређењу са испитаницима из малих предузећа. Овакви резултати указују да средња и велика предузећа препознају значај лидерства, док у малим није развијена свест о важности подршке лидера запосленима. Истраживање је показало да постоје разлике у спроведеним активностима организационог реструктурирања између предузећа из услужног и производног сектора указујући да је производни сектор био суочен са драстичнијим смањивањем броја запослених, променама у саставу менаџмент тима, реорганизацији пословних функција.

- Резултати емпиријског истраживања показали су да трансформационо лидерство, путем инспирисања и подстицања запослених, остварује значајан утицај на креирање позитивног става запослених према променама. Истраживање је показало да трансформационо лидерство остварује позитиван утицај на постаквизиционе перформансе предузећа. Трансформациони лидери имају

потенцијал да имплементирају промене, генерисањем новог начина размишљања, тражењем нових начина решавања проблема, развијањем поверења код запослених и пружањем неопходне подршке и помоћи запосленима. Показано је да став запослених према променама представља медијатор односа између трансформационог лидерства и постаквизиционих перформанси. Резултати истраживања су у складу са резултатима до којих се дошло проучавањем релевантне стране литературе где се недвосмислено потенцира значај трансформационог лидерства за успех M&A.

- Код емпиријских истраживања спроведених у развијеним тржишним привредама која су проучавала утицај културолошких разлика преовлађују резултати који показују негативан утицај ове варијабле на постаквизиционе перформансе предузећа. Емпиријским истраживањем, аутор је дошао до супротног закључка: културолошке разлике позитивно утичу на постаквизиционе перформансе. Имајући у виду чињеницу да је преузимање највећег броја истраживаних предузећа извршено као саставни део процеса приватизације, овакви резултати нису изненађујући. У овим предузећима важио је систем вредности, веровања и понашања запослених који је промовисао нерад, ниску посвећеност послу, опуштеност и недовољно залагање запослених, неадекватно вредновање постигнућа вредних, способних и креативних запослених. Неопходност спровођења корених промена и увођење реда у организацији подразумевало је промену и корпоративне културе која промовише посвећеност и преданост запослених организацији и адекватно награђивање запослених. Нова, измењена корпоративна култура позитивно је утицала на постаквизиционе перформансе. Иако приликом преузимања предузећа и наметања другачије културе може доћи до сукоба култура, код истраживаних предузећа се показало да су негативни ефекти неутралисани успостављањем реда које је нова култура донела и адекватним усклађивањем нове са старом корпоративном културом.

- Резултати емпиријског истраживања указују да је боље брже спровести процес промена, како би се умањила неизвесност код запослених, допринело стабилизацији организације и последично, унапредиле постаквизиционе перформансе. Иако су истраживања у овој области прилично ограничена и не постоји потпуна усаглашеност ставова аутора о ефектима брзине, добијени резултати су у складу са резултатима преовлађујућег броја аутора који истичу позитиван ефекат брзине.

- Истраживање је показало да стратегије постаквизиционог реструктурирања не утичу на постаквизиционе перформансе, што није у складу са преовлађујућим резултатима других емпиријских истраживања. Не постојање статистички значајне повезаности активности дезинвестирања са

постаквизиционим перформансама може се објаснити тиме да у већем броју предузећа која су истраживана ових активности није ни било. Активности организационог реструктурирања извршене су у већем степену у већини истраживаних предузећа, али резултати регресионе анализе нису показали статистички значајан утицај ове варијабле на зависну варијаблу. Када је реч о утицају активности дезинвестирања имовине предузећа на продуктивност преосталих делова, резултати су показали да ове активности остварују позитиван, али јако мали утицај, будући да је ових активности и било мало, односно спроведене су у малом броју истраживаних предузећа.

- Резултати истраживања заједничког утицаја седам различитих фактора (инспирисање и подстицање запослених, реаговање на проблеме запослених, став према променама, разлике у погледу корпоративних култура, активности организационог реструктурирања и активности портфолио реструктурирања) на постаквизиционе перформансе показују да четири фактора остварују утицај: реаговање на проблеме запослених (димензија трансформационог лидерства) чији је утицај највећи, затим став према променама, брзина промена и на крају, разлике у погледу корпоративних култура, објашњавајући заједно 67% варијабилитета постаквизиционих перформанси. Друга димензија трансформационог лидерства, инспирисање и подстицање запослених, остварује индиректни утицај на постаквизиционе перформансе, тиме што доприноси креирању позитивног става запослених према променама. Дакле, резултати истраживања показују да трансформационо лидерство представља кључни фактор успеха М&А. Запослени у предузећима која пролазе кроз процес преузимања суочавају се са комплексним и динамичним променама. У таквим околностима од кључног значаја је, пре свега, подршка трансформационих лидера, у смислу пружања неопходне помоћи запосленима путем менторства и подучавања (реаговање на проблеме запослених – индивидуална разматрања). На овај начин трансформациони лидери су у стању да изграде одлучност и самопоуздање код запослених и обезбеде услове за њихово учење и усавршавање, доприносећи обављању задатака на прави начин и утичући на побољшање ефикасности пословања предузећа. С друге стране, ширећи позитивно расположење, инспиришући, охрабрујући запослене, трансформациони лидери доприносе креирању позитивног става запослених према променама. Инспиративно понашање лидера је понашање које најдиректније утиче на став запослених према променама. Резултати показују да је други фактор по значају брзина спровођења промена. Бржа имплементација промена редуцира неизвесност и стрес који могу да се јаве током постаквизиционе интеграције повећавајући посвећеност запослених што је од значаја за обезбеђење успеха М&А. Поред тога, резултати указују да и разлике у корпоративним културама представљају битан

фактор успеха М&А. Уколико ранија корпоративна култура није била адекватна, успостављање нове културе која промовише праве вредности, као и адекватно усклађивање двеју култура доприноси побољшању постаквизиционих перформанси. Главни закључак до кога се дошло на бази емпиријског истраживања је да трансформационо лидерство у комбинацији са брзом имплементацијом постаквизиционе интеграције, као и познавање корпоративних култура и имплементација оне која је ефикаснија, може имати значајан, позитиван утицај на ефикасност пословања предузећа након преузимања.

- Сprovedено емпиријско истраживање базирано је на интегративном и мултидисциплинарном приступу, а резултати истраживања пружају корисне информације менаџерима нудећи шири холистички поглед на комплексна питања везана за процес постаквизиционе интеграције предузећа. Интегративни оквир истраживања утицаја постаквизиционе интеграције и реструктурирања на ефикасност предузећа отвара бројна теоријско-методолошка и апликативна питања постављајући смернице за спровођење нових истраживања.

**ЛИТЕРАТУРА**

**A**

1. Abor, J., Graham, M. & Yawson, A. (2011). Corporate Governance and Restructuring Activities Following Completed Bids. *Corporate Governance: An International Review*, 19 (1), 61-76.
2. Adams C., & Neely, A. (2000). The Performance Prism to boost M&A Success. *Measuring Business Excellence*, 4 (3) , 19-23.
3. Adolph, G., Buchanan, I., Hornery, J., Jackson, B., Jones, J., Kihlstedt, T., Neilson, G., & Quarls, H. (2001). Merger Integration: Delivering on the Promise. Booz Allen & Hamilton. Retrieved April 10, 2010, from <http://www.boozallen.com/media/file/76776.pdf>.
4. Adolph, G., Gillies, S. & Krings, J. (2006). Strategic Due Diligence: A Foundation for M&A Success, Retrieved October 8, 2011, from <http://www.strategy-business.com/article/enews092806?gko=21dd3>
5. Agrawal, S., Dasgupta, A., & Bansal S. (2011). Putting the pieces together – Post merger integration survey 2010, PwC India. Retrieved March 08, 2011, from <http://www.pwc.com/in/en/publications/publications-2011/putting-the-pieces-together.jhtml>.
6. Ahammad, M., Glaister, K., (2010) Knowledge transfer and cross border acquisition performance: the impact of cultural distance and employee retention, *Working Paper Series*, pp. 1-38, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1544934](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1544934), [17.02.2011]
7. Ahuja, G., & Katila, R. (2001). Technological acquisitions and the innovation performance of acquiring firms: A longitudinal study. *Strategic Management Journal*, 22, 197–220.
8. AIM M&A Survey, 2009, Daniel Stewart & Company, pp. 1-20. Retrieved March 30, 2012, from <http://www.danielstewart.co.uk/Assets/19314/aim%20m%26a%20survey%202009.pdf>
9. Allen, P. (2000). Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances and Product Market Relationships. *Journal of Finance*, 55, 2791-2816.
10. Anand, J. & Singh, H. (1997). Asset redeployment, acquisitions, and corporate strategy in declining industries. *Strategic Management Journal*, 18(Special Issue), 99-118.
11. Angwin, D. (2001). Mergers and Acquisitions across European Borders: National Perspectives on Preacquisition Due Diligence and the Use of Professional Advisers. *Journal of World Business*, 36(1), 32-57.
12. Angwin, D. (2004). Speed in M&A Integration: The First 100 Days. *European Management Journal*, 22 ( 4), 418-430.

13. Allen, J. & McConnell, J. (1998). Equity Carve-Outs and Managerial Discretion. *Journal of Finance*, 56, 163-186.
14. Amihud, Y. & Lev, B. (1981). Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, *The Bell Journal of Economics*, 12 (2), 605-617.
15. Appalbaum, S.H., Gandell, J., Yortis, H.; Proper, S. & Jobin, F. (2000). Anatomy of a merger: Behaviour of organizational factors and process throughout the pre-during-post-stages (part 1). *Management decision*. 38 (9), 649-661.
16. Aron, D. (1991). Using the capital market as a monitor: corporate spinoffs in an agency framework. *RAND Journal of Economics*, 22(4), 505-518.
17. Arnold, J.M. & Javorcik, B.S. (2005). Gifted Kids or Pushy Parents? Foreign Acquisitions and Plant Performance in Indonesia, CEPR Discussion Papers No. 5065. Retrieved May 10, 2011, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/2/2370/papers/Javorcik.pdf>
18. Arslan, H.B. (2009). *Toward a new generation due diligence: shift in the cornerstones of tradition*, *Ekonomik ve Sosyal Arasturmalar Dergisi*, Güz, 115-129.
19. Atos Consulting. (2008). Post-merger Integration of It, White Paper – Challenging the CIO Before and After the Deal, Atos Origin., 1-16. Retrieved March 08, 2011, from [http://www.be.atosconsulting.com/NR/rdonlyres/C8A81F41-6DE6-4DDD-9A63-930343774B91/0/AtosConsulting\\_Whitepaper\\_PostMerger\\_Integration\\_of\\_IT\\_uk.pdf](http://www.be.atosconsulting.com/NR/rdonlyres/C8A81F41-6DE6-4DDD-9A63-930343774B91/0/AtosConsulting_Whitepaper_PostMerger_Integration_of_IT_uk.pdf).

**В**

20. Бабић, В. (2001). Улога менаџера у иницирању и спровођењу стратегијских промена. *Економика предузећа*, 49, (1/2), 50-55.
21. Бабић, В. (2004). Значај институција корпоративног управљања за економије у транзицији. У В. Бабић (Ред.) *Корпоративно управљање у условима транзиције*. (3-33). Крагујевац: Економски факултет у Крагујевцу.
22. Бабић, В. (2006). Корпоративно управљање у условима концентрације и дисперзије власништва. У В. Бабић (Ред.) *Корпоративно управљање у транзицији – власништво, контрола, менаџерске компетенције* (3-23). Крагујевац: Економски факултет у Крагујевцу.
23. Бабић, В. (2008). *Увод у менаџмент*. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу.
24. Бабић, В. (2013). Стратегијски избори у условима институционалних промена. У В. Бабић & М. Ђорђевић (Ред.) *Карактеристике, концепти и изазови менаџмента у савременим условима пословања*. (27-49). Крагујевац: Економски факултет у Крагујевцу.
25. Бабић, В. & Савовић, С. (2009). Значај лидерства за успех процеса преузимања предузећа. *Економске теме*, бр. 1, Економски факултет Универзитета у Нишу, 74-61.

26. Baker, K. & Kiymaz, H. (2011). *The Art of Capital Restructuring: Creating Shareholder Value Through Mergers and Acquisitions*. John Wiley & Sons, Inc.
27. Balogun, J. (2007). The Practice of Organizational Restructuring: Form Design to Reality. *European Management Journal*, 25 ( 2 ) , 81-91.
28. Balancing uncertainty and opportunity – 2012 US financial services M&A insights, PricewaterhouseCoopers, pp 1-36, Retrieved April 10, 2012, from [http://www.pwc.com/en\\_US/us/transaction-services/publications/assets/pwc-financial-services-mergers-acquisitions.pdf](http://www.pwc.com/en_US/us/transaction-services/publications/assets/pwc-financial-services-mergers-acquisitions.pdf)
29. Bauer, F. & Matzler, K. (2013). Antecedents of M&A success: the role of strategic complementarity, cultural fit and degree and speed of integration. *Strategic Management Journal*, DOI: 10.1002/smj.2091
30. Becht, M., Bolton, P. & Röell, A. (2005) Corporate Governance and Control, *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper N°. 02/2002 Updated August 2005, pp.1-128
31. Bass, B. (1997). Does the transactional-transformational leadership paradigm transcend organizational and national boundaries? *American Psychologist*, 52 (2), 130-139.
32. Bass, B. (1999). Two Decades of Research and Development in Transformational Leadership. *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 8 (1). 9-32.
33. Bates, T.W. (2005). Asset Sales, Investment Opportunities and the Use of Proceeds, *Journal of Finance*.
34. Bengtsson, L. & Larsson, R. (2012). Researching Mergers & Acquisitions with the Case Study Method: Idiographic Understanding of Longitudinal Integration Processes, Center for Strategic Innovation Studies, Blekinge Institute of Tehnology, pp. 1-10
35. Ben-Amar, W. & Andre, P. (2006). Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada. *Journal of Business Finance & Accounting*. 33(3-4), 517-543.
36. Berger, P. & Ofek, E. (1995). Diversification's effect on firm value. *Journal of Financial Economics* 37, 39–66.
37. Berger, P., Ofek, E.(1999). Causes and consequences of corporate refocusing programs. *Review of Financial Studies* 12, 311–345.
38. Bergh, D. & Lim, E. (2008). Learning how to restructure: absorptive capacity and improvisational views of restructuring actions and performance. *Strategic Management Journal*, 29, 593-616.
39. Bergh, D., Johnson, R. & Dewitt, R. (2008). Restructuring through spin-off or sell-off: transforming information asymmetries into financial gain. *Strategic Management Journal*, 29 (2), 133-148.
40. Bernad, C., Fuentelsaz, L. & Gomez, J. (2010). The effect of mergers and acquisitions on productivity: An empirical application to Spanish banking, *Omega – The International Journal of Management Science*. 38. 283-293.

41. Betton, S., Eckbo, E. & Thorburn, K. (2008), Corporate Takeovers, Tuck School of Business Working Paper No. 2008-47, pp. 3-137. In E. Eckbo (Eds.), *Takeover Activity, Valuation Estimates and Mergers Gains- Modern Empirical Developments*, Chapter 1, Elseiver Inc.
42. Bhavri, A. & Bajaj, S. (2008). Due diligence: A strategy to mitigate risks in corporate restructuring, Hidayatullah National Law University, Raipur, CG., 1-16.
43. Bhal, K., Bhaskar, U. & Ratnam, V. (2009). Employee reactions to M&A: role of LMX and leader communication. *Leadership & Organization Development Journal*, 30 (7), 604-624.
44. Billet, M. & Mauer, D. (2000). Diversification and the value of internal capital markets: The case of tracking stock. *Journal of Banking & Finance*, 1457-1490.
45. Billet, M. & Vijn, A. (2004). The Wealth Effects of Tracking Stock Restructurings. *Journal of Financial Research*, 27, 559-583.
46. Birkinshaw, J., Bresman, H. & Hakanson, L. (2000). Managing the Post-Acquisition Integration Process: How the Human Integration and Task Integration Processes Interact to Foster Value Creation. *Journal of Management Studies*, 37 (3), 395-421.
47. Blatz, M. & Haghani S. (2006). Inovative Crisis Management Concepts – An Up-to-Date Status Evaluation. In: M. Blatz, K. Kraus and S. Hagani (Eds.), *Corporate Restructuring: Finance in Times of Crisis*, Springer-Verlag, Berlin, 3-22.
48. Boal, K.B., and Hooijberg, R. (2000), Strategic Leadership research: moving on, *The Leadership Quarterly*, 11, 515-549
49. Boone, A., Haushalter, D. & Mikkelson, W. (2003). An Investigation of the gains from Specialized Equity Claims. *Financial Management*, 32, 67-83.
50. Bowman, E. H. & Singh, H. (1993). Corporate Restructuring: Reconfiguring the Firm. *Strategic Management Journal*, 14, 5-14.
51. Bowman, E., Singh, H., Useem, M. & Bhadury, R. (1999). When Does Restrukturing Improve Economic Performance? *California Management Review*, 41 (2), 33-54.
52. Bradley, M., Desai, A. & Kim, E. (1988). Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firm. *Journal of Financial Economics*, 21, 3-40.
53. Braun, S., Peus, C., Weisweiler, S. & Frey, D. (2013). Transformational leadersip, job satisfaction, and team performance: A multilevel mediation model of trust. *The Leadership Quarterly*, 24, 270-283.
54. Bresman, H., Birkinshaw, J. & Nobel, R. (1999). Knowledge Transfer in International Acquisitions. *Journal of International Business Studies*, 30 (3), 439-462.
55. Brock, D. (2005). Multinational Acquisition Integration: The Role of national Culture in Creating Synergies. *Integrational Business Review*, 14/3. 269-288.
56. Bruner, R. (2004) *Applied mergers and acquisitions*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.



57. Bruner, R. (2002). Dose M&A Pay? A survey of evidence for the decision maker, *Journal of Applied Finance*, 12, 48-68.
58. Buono, A. F., Bowditch, J. L. (1989). *The human side of mergers and acquisitions: Managing collisions between people, cultures, and organizations*. San Francisco: Jossey-Bass.

## C

59. Campa, J. & Kedia, S. (2001). Explaining the Diversification Discount, Working Papers Series, Retrieved March 25, 2012, from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=264763](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=264763)
60. Carter, M., Armenakis, A., Field, H. & Mossholder, K. (2012). Transformational leadership, relationship quality, and employee performance during continuous incremental organizational change, *Journal of Organizational Behavior*, Published online in Wiley Online Library (wileyonlinelibrary.com) DOI: 10.1002/job.1824
61. Cartwright, S. & Cooper, C. L. (1993). Of Mergers, Marriage and Divorce. *Journal of Managerial Psychology*, 8 (6), 7-10.
62. Cartwright, S. & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*, 17 (1), 1-5.
63. Carow, K., Heron, R. & Saxton, R. (2004). Do Early Birds Get the Returns? An Empirical Investigation of Early-Mover Advantages with Acquisitions, *Strategic Management Journal*, 25 (6), 563-585.
64. Capron, L. & Guillen, M. (2009). National Corporate Governance Institutions and Post-acquisition target reorganization. *Strategic Management Journal*, 803-833.
65. Capron, L., Mitchell, W. & Swaminathan, A. (2001). Asset divestiture following horizontal acquisitions: a dynamic view. *Strategic Management Journal*, 22, 817-844.
66. Capron, L. & Pistre, N. (2002). When Do Acquirers Earn Abnormal Returns? *Strategic Management Journal*, 23 (9), 781-794.
67. Capron, L. (1999). The long-term performance of horizontal acquisitions. *Strategic Management Journal*, 20, 987-1018.
68. Capron, L. & Guillen, M. (2008). National Corporate Governance Institutions And Post-acquisition Target Reorganization, A working paper in the INSEAD-Wharton Working Paper Series, pp.1-52.
69. Caves, R. E., Effects of Mergers and Acquisitions on the Economy: An Industrial Organization Perspective, Retrieved March 15, 2012, from <http://www.bos.frb.org/economic/conf/conf31/conf31f.pdf>
70. Chakrabarti, A. & Mitchell, W. (2004). A Corporate Level Perspective on Acquisitions and Integration. Retrieved September 5, 2009, from [http://faculty.fuqua.duke.edu/~willm/bio/cv/papers/AIMA2004\\_integration.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~willm/bio/cv/papers/AIMA2004_integration.pdf)

71. Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: the impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic Management Journal*, 7(2).119–139.
72. Chatterjee, S. (1992). Source of value in takeovers: synergy or restructuring – implications for target and bidder firms. *Strategic Management Journal*. 13 (4), 267-286.
73. Chatterjee, R., Meeks, G. (1996). The Financial effects of takeover: accounting rates of return and accounting regulation. *Journal of Business Finance & Accounting*. 23(5), 851- 868.
74. Chatterjee, S. & Fellow, B. (2002). A Framework for Acquisition Success: Post-acquisition Resource Interactions, Darden School and The Weatherhead School of Management Case Western Reserve University And L., J. Bourgeois, II, Darden Scholl, University of Virginia.
75. Chatterjee, S., Lubatkin, M. H. Schwiger, D. M. & Weber, Y. (1992). Cultural Differences and Shareholder Value in Related Mergers: Linking Equity and Human Capital. *Strategic Management Journal*, 13, 319-334.
76. Chen, C., Chang, Y. & Lin M.(2010). The performance impact of post-M&A interdepartmental integration: An empirical analysis. *Industrial Marketing Management*, 39, 1150-1161.
77. Chenhall, R. & Langfield-Smith, K. (2007). Multiple Perspectives of Performance Measures. *European Management Journal*, 25 ( 4), 266-282.
78. Chemmanur, T. & Liu, M. (2011). Institutional trading, information production, and the choice between spin-offs, carve-outs, and tracking stock issues, *Journal of Corporate Finance*, 17, 62-82.
79. Chipunza, C., Samuel, M. & Mariri, T. (2011). Leadership style, employee motivation and commitment: Empirical evidence from a consolidated retail bank operating in a depressed economy. *African Journal of Business Management*, 5(20), 8337-8346.
80. Clerc, P. (1999). Managing the Cultural Issue of Merger and Acquisition, The Renault – Nissan case, Graduate Business School, School of Economics and Cmmercial Law, Göteborg University, ISSN 1403-851X.
81. Cloudt, M., Hagedoorn, J. & Van Kranenburg, H. (2006). Mergers and acquisitions: Their effect on the innovative performance of companies in high-tech industries. *Research Policy*, 35, 642-654.
82. Coakes, S. (2005). *SPSS Analysis without Anguish: version 12.0 for Windows*, John Wiley & Sons Australia, Ltd.
83. Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386–405.
84. Cooke, F. L. (2006). Acquisitions of Chinese State-Owned Enterprises by Multinational Corporations: Driving Forces, Barriers and Implication for HRM. *British Journal of Management*, 17, 105-121
85. Colman, H. (2008). *Organizational Identity and Value Creation in Post-Acquisition Integration*. PhD thesis, Norwegian School of Management.

- Retrieved February, 20, 2011, from [http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/f2e4d2615ff019fec12574f7005139e9/\\$FILE/2008-07-colman.pdf](http://web.bi.no/forskning/papers.nsf/0/f2e4d2615ff019fec12574f7005139e9/$FILE/2008-07-colman.pdf)
86. Colombo, M. & Rabbiosi, L. (2010). Technological Relatedness, Post-Acquisition Reorganization and Innovation Performance: looking inside The Black Box, Summer Conference 2010 „Opening Up Innovation: Strategy, Organization and Technology“, Imperial College London Business School, June 16-18, pp. 1-46. Retrieved October 27, 2010, from <http://www2.druid.dk/conferences/viewpaper.php?id=502047&cf=43>.
  87. Colombo, G., Conca, V., Buongiorno, M., & Gnan, L. (2007). Integrating Cross-Border Acquisitions: A Process-oriented Approach. *Long Range Planning*, 40, 202-222.
  88. Conyon, M. J., Girma, S., Thompson, S., & Wright, P. W. (2002) The Productivity and Wage Effects of Foreign Acquisition in the United Kingdom. *Journal of Industrial Economics*. 50, 85–102.
  89. Cordin, M. & Christman, P. (2002). A Focus on Resources in M&A Success: A Literature Review and Research Agenda to Resolve Two Paradoxes, Univeristy of Virginia, 1-40.
  90. Cording, M, Christmann, P. & King, D. (2008). Reducing causal ambiguity in acquisition integration: intermediate goals as mediators of integration decisions and acquisition performance. *Academy of Management Journal*, 51, 744-767.
  91. Covin, T., Kolenko, T., Sightler, K and Tudor, K. (1997). Leadership style and post-merger satisfaction. *Journal of Management Development*, 16 (1), 22- 33.
  92. Crum, R.& Goldberg, I. (1998). Restructuring and Managing the Enterprise in Transition, EDI Learning Resources Series, World Bank, Washington
  93. Cross, K.F. & L.R. Lynch. (1988). The SMART Way to Sustain and Define Success. *National Productivity Review*, 8 (1), 23-33.
- D**
94. Daley, L., Mehrotra, V. & Sivakumar, R. (1997). Corporate focus and value creation: evidence from spinoffs, *Journal of Financial Economics*, 45, 257-281.
  95. Datta K. D. (1991). Organizational Fit and Acquisition Performance-Effects of Post-acquisition Integration. *Strategic Management Journal*. In A. Risberg (Ed.). (2006). *Mergers and Acquisitions A Critical Reader* (pp.53-69). Routledge Taylor & Francis Group.
  96. Datta, D. K., & Grant, J. H. (1990). Relationships between type of acquisition, the autonomy given to the acquired firm, and acquisition success: An empirical analysis. *Journal of Management*, 16(1), 29 – 44.
  97. Datta, D., Pinches, G. & Narayanan, V. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: a meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13, 67-84.

98. Datta, S., M. Iskandar-Datta & Raman, K. (2003). Value Creation in Corporate Asset Sales: The Role of Managerial Performance and Lender Monitoring, *Journal of Banking and Finance*, 27, 351–375.
99. Datta, D. K., Pinches, G. E., & Narayanan, V. K. (1992). Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions: A meta-analysis. *Strategic Management Journal*, 13, 67–84.
100. Datta, D. K., & Puia, G. (1995). Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in U.S. acquiring firms. *Management of International Review*, 35(4). 337-359.
101. Das, B., Raskhit, D., S. & Debasish, S. (2009). Corporate Restructuring – Merger, Acquisition and Other Forms, Himalaya Publishing House.
102. Deal Drivers EMEA. (2011). The comprehensive review of mergers and acquisitions in the EMEA region, *Mergermarket*, Retrieved from Mart 20, 2012, from [http://www.mergermarket.com/pdf/EMEA\\_Deal\\_Drivers\\_FY2011.pdf](http://www.mergermarket.com/pdf/EMEA_Deal_Drivers_FY2011.pdf)
103. De Man, A. & Duysters, G. (2005). Collaboration and innovation: a review of the effects of mergers, acquisitions and alliances on innovation. *Technovation*, 25, 1377-1387.
104. Denis, D. J., Denis, D.K. & Sarin, A. (1997). Ownership structure and top executive turnover. *Journal of Financial Economics*, 45, 193-221.
105. Denis L. G. & Halbheer, D. (2009). Are there waves in merger activity after all? *International Journal of Industrial Organization*, 27, 708-718.
106. Denis, D. & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance, ECGI, *Finance Forking Paper*, No 05/2003, 1-62.
107. Денчић-Михајлов, К. (2009). *Стратегија и тактика преузимања предузећа*, Економски факултет у Нишу.
108. Denčić-Mihajlov, K. (2006). Corporate governance in Serbia: an overview of recent developments, *Facta Universitatis, Series: Economics and Organization*, 3 (2), 169-177.
109. De Noble, A., Gustafson, L., & Hergert, M. (1997). Planning for Post-merger Integration – Eight Lessons for Merger Success. In B. Lloyd, *Creating Value through Acquisitions, Demergers, Buyouts and Alliances*, 51-59.
110. DePamphilis, D. (2010). *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities- Integrated Approach to process, Tools, Cases, and Solutions*, Fifth Edition, Academic Press Advanced Finance
111. Desai, H. & Jain, P. (1997). Long-run common stock returns following splits and reverse splits. *Journal of Business*, 70, 409-433.
112. De Vaus, D.A. (1993), *Surveys in Social Research* (3rd edn.), London: UCL Press,  
[http://www.tim.ethz.ch/education/courses/courses\\_fs\\_2012/course\\_docsem\\_fs\\_2012/Literature/14\\_deVaus\\_Forschungsdesign](http://www.tim.ethz.ch/education/courses/courses_fs_2012/course_docsem_fs_2012/Literature/14_deVaus_Forschungsdesign) (25.04.2013)

113. Dickerson, A., Gibson, H. & Tsakalotos, E. (1997). The impact of acquisitions on company performance: evidence from a large panel of UK firms. *Oxford Economics Papers*, 49, 344-361.
114. Do mergers create or destroy value? Evidence from unsuccessful mergers, (2006), MPRA Paper NO. 4717, Retrieved February 12, 2009, form <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/4717>
115. D'Souza, J. & Joacob, J., (2000). Why firms issue targeted stock. *Journal of Financial Economics*, 56, 459-483.
116. Домановић, В. (2008). *Balanced Scorecard – могућности и ефекти примене*. Економски факултет Универзитета у Крагујевцу.
117. Домановић, В. (2012). Ефективност система мерења перформанси у условима савременог пословног окружења. *Економски хоризонти*, 1, 31-44.
118. Drankoff, L., Koller, T. & Schneider, A. (2002). Divestiture: strategy's missing link. *Harvard Business Review*, 80(2), 74-83.
119. Duchin, R. & Schmidt, B. (2013). Riding the merger wave: Uncertainty, reduced monitoring and bad acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 107, 69-88.
120. Dunlosky, J. & Hertzog, C. (2001). Measuring strategy production during associative learning: The relative utility of concurrent versus retrospective reports. *Memory & Cognition*, 29, 247-253

**E**

121. Eckbo, E. (2011). Corporate Takeovers: Modern Empirical Developments. *Tuck School of Business Working Paper*, No. 2011-92, Dartmouth College – Tuck School of Business, European Corporate Governance Institute (ECGI).
122. Eckbo, E. & Thopbupn, K. (2008), Corporate restructuring: breakups and LBOs, p. 746. In E. Eckbo (Eds.), *Takeover Activity, Valuation Estimates and Mergers Gains- Modern Empirical Developments*, Chapter 17, Elsevier Inc (2010).
123. Eckbo, E., Giammarino, R. & Heinkel, R. (1990). Asymmetric Information and the Medium of Exchange in Takeovers: Theory and Tests, *Review of Financial Studies*, 3, 651-675.
124. Elsass M.P. & Veiga F.J. (1994). Acculturation in Acquired Organizations: A Force-field Perspective, *Human Relations*. In A. Risberg (Ed.). (2006). *Mergers and Acquisitions A Critical Reader* (pp.92-105). Routledge Taylor & Francis Group.
125. Empson L. (2001). Fear of Exploitation and Fear of Contamination: Impediments to Knowledge Transfer in Mergers between Professional Service Firms. *Human Relations*, 54, 839-862.
126. Epstein, M. (2004). The Drivers of Success in Post-Merger Integration. *Organizational Dynamics*, 33 (2), 174-189.

127. Epstein, M. (2005). The Determinants and Evaluation of Merger Success. *Business Horizons*, 48, 37-46.

**F**

128. Faulkner D. & Cambell A. (2003). *The Oxford Handbook of Strategy*, Vol II: Corporate Strategy, Oxford University press.
129. Faulkner, D., Teerikangas, S. & Josphe, R. (Eds.). (2012) *The handbook of mergers and acquisitions*. Oxford University Press.
130. Florian Kohlbacher, Michael, Krähe, (2007) Cross-Cultural Context – Empirical Evidence from Tyco Flow Control, *Knowledge and Proces Management*, 14 (3), 169-181.
131. Fogh, L. K. (2009). The Value Creation, Motives and Drivers of Divestitures – An Event and Case Study of Danish Sell-off, Master Thesis, Copenhagen Business School
132. Frankel, M.(2005). *Mergers and Acquisitions Basics – The Key Steps of Acquisition Divestitures and Investments*. John Wiley & Sons, Inc.

**G**

133. Garcia-Morales, V. J., Llorens-Montes, F. J. & Verdu-Jover, A. J. (2008). The Effects of Transformational Leadership on Organizational Perfomance through Knowledge and Innovation, *British Journal of Management*, 19, 299-319.
134. Galpin, T. & Herndon, M. (2007). *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions – Process tools to support M&A integration at every level*, 2nd ed., John Wiley & Sons, Inc.
135. Gates, S, & Very, P. (2003). Measuring Performance during M&A Integration. *Long Range Planning*, 36, 167-185.
136. Gammelgaard, J., Husted, K. & Michailova, S.(2004) Knowledge-sharing Behavior and Post-acquisition Integration Failure, CKG Working Paper, No. 6, ISBN: 87-91506-21-2, pp. 1-21.
137. Gaughan, P. (2005). *Mergers – What Can Go Wrong anda How to Prevent It*, Third edition, John Wiley & Sons, Inc.
138. Gaughan, A.P.(2002). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, Third edition, John Wiley & Sons.
139. Gärtner, D. & Halbheer, D. (2009). Are there waves in merger activity after all?. *International Journal of Industrial Organization*, 27, 708-718.
140. Giessner, S., Ullrich, J. & Van Dick, R. (2012). A Social Identity Analysis of Mergers and Acquisitions. In D. Faulkner, Teerikangas, S. & Josphe, R. (Eds.). *The handbook of mergers and acquisitions* (pp.476-494). Oxford University Press.
141. Gioia, C. & Thomsen. S. (2004). International Acquisitions in Denmark 1990-1997: Selection and Performance. *Applied Economic Quarterly*, 50 (1), 61-88.

142. Ghosh, A. (2001). Does operating performance really improve following corporate acquisitions? *Journal of Corporate Finance*, 7, 151-178.
143. Georgen, M., Martynova, M. & Renneboog, L. (2005). Corporate Governance Convergence: Evidence from takeover regulation, ECGI Working Paper Series in Law, *Low Working Paper*, No. 33/2005, 1-39.
144. Gravetter, F. & Wallnau, L. (2004). *Essentials of Statistics for the Behavioral Sciences*, Wadsworth, Cengage Learning.
145. Grant, R. (1997). The Knowledge-based View of the Firm: Implications for Management Practice. *Long Range Planning*, 30 (3), 450-454.
146. Greasley, P. (2007). *Quantitative Data Analysis Using SPSS: An Introduction for Health and Social Sciences*. Open University Press, Buckingham.
147. Goergen, M. & Renneboog, L.(2004) Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids. *European Financial Management*, 10 (1), 9-45.
148. Gole W. & Hilger, P. (2008). *Corporate Divestitures – A Mergers and Acquisitions Best Practices Guide*, John Wiley & Sons, Inc.
149. Gole, W.& Hilger, P. (2008). Managing Corporate Divestiture Transactions – Learn how to organize and oversee a common, but less popular, M&A activity. *Journal of Accountancy*, 206 (2).
150. Guerrero, S., (2008) Changes in employees attitudes at work following and acquisition: a comparative study by acquisition type, *Human Resource Management Journal*, 18, 216-236.
151. Gugler, K. Mueller, D. & Weichselbaumer. (2012). The determinants of merger waves: An international perspective. *International Journal of Industrial Organization*, 30, 1-15.
152. Gupta, A. & Govindarajan, V. (1991). Knowledge Flows as The Structure of Control within Multinational Corporations. *Academy of Management Review*, 16 (4), 768-792.

## H

153. Habeck, M., Kröger, F. & Träm, M. (2000). *After the Merger –Seven Rules for Successful Post-Merger Integration*. Pearson Education Limited.
154. Hackman, J.R. and Oldham, G.R. (1976) Motivation through the Design of Work: Test of a Theory. *Organizational Behavior and Human Performance*, 16, 250-279.
155. Haleblian, J. & Finkelstein, S. (1999).The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: a behavioral learning perspective, *Administrative Science Quarterly*, 44(1), 29-56.
156. Haleblian, J., Devers, C., McNamara, G. & Carpenter, M. (2009). Taking Stock of What We Know About Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda, *Journal of Management*, 35, 469-502.



157. Hall, B. (1991). The Effect of Takeover Activity on Corporate Research and Development. In Auerbach, A. *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press.
158. Hansen, R. & J. Lott (1996). Externalities and Corporate Objectives in a World with Diversified Shareholder/Consumers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 43-68.
159. Hanson, R. C. & Song, M.H. (2000), Managerial Ownership, Board Structure, and the Division of Gains, *Journal of Corporate Finance*, 6, 55–70.
160. Harbison, R.J., & Viscio, J.A. & Asin, T.A. (1999). *Making Acquisitions Work: Capturing Value after the Deal*. Fourth in a Series of Viewpoints on Alliances, Booz Allen & Hamilton Inc., 1-20. Retrieved April, 24 2009 from <http://www.boozallen.com/media/file/33886.pdf>.
161. Harford, J. (2005). What drives merger waves? *Journal of Financial Economics*, 77 (3), 529-560.
162. Harris, R. (2009). The effect of foreign mergers and acquisitions on UK productivity and employment, Final Report, Retrieved March 14, 2012, from [www.ukti.gov.uk/uktihome/aboutukti/item/108538.html](http://www.ukti.gov.uk/uktihome/aboutukti/item/108538.html)
163. Harris, R. & Robinson, C. (2002). The Impact of Foreign Acquisitions on Total Factor Productivity: Plant-level Evidence from UK Manufacturing, 1987-1992, *Review of Economics and Statistics*, 84,562-568.
164. Haspeslagh & Jemison (1991). In Fanlknor D., & Cambell A. (2003). *The Oxford Handbook of Strategy*. Vol II: Corporate Strategy, Oxford University press.
165. Harding, D., & Rovit, S. (2004). Building deals on Bedrock, *Harvard Business Review*, 82(9), 121-128.
166. Harvey, M. & Lusch, R. (1995). Expanding the nature and scope of due diligence, *Journal of Business Venturing*, 10, 5-21.
167. Hayward, M. (2002). When do firms learn from their acquisitions experience? Evidence from 1990-1995. *Strategic Management Journal*, 23, 21-39.
168. Healy, P. M., Palepu, K. G., & Ruback, R. S. (1992). Does corporate performance improve after mergers? *Journal of Financial Economics*, 31(2), 135-175
169. Heo, D. & Yoo, Y. (2002). Knowledge Sharing in Post Merger Integration," CaseWestern Reserve University, USA . *Sprouts: Working Papers on Information Systems*, 2(18). pp. 221-246. Retrieved January 30, 2011, from <http://sprouts.aisnet.org/2-18>
170. Homburg, C., & Bucerius, M. (2005). A Marketing Perspective on Mergers and Acquisitions: How Marketing Integration affects Postmerger Performance. *The Journal of Marketing*, 69 (1), 95-113.
171. Homburg, C., & Bucerius, M. (2006). Is speed of integration really a success factor of mergers and acquisitions? An analysis of role of internal and external relatedness. *Strategic Management Journal*, 27(4), 347-367.



172. Howson, P. (2003). *Due Diligence: The Critical Stage in Acquisitions and Mergers*, Gower Publishing Limited.
173. Hulburt, H.M., Miles, J.A. & Woolridge, J.R. (2002). Value Creation from Equity Carve-Outs, *Financial Management*, 31, 83-100.

I

174. Ingham, H., Kran, I. & Lovestam, A. (1992). Mergers and profitability: A Managerial Success Story? *Journal of Management Studies*, 29 (2), 195-208.

J

175. Jaggi, B., Lin, B., Govindaraj, S. & Lee, P. (2009). The value relevance of corporate restructuring charges. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 32(2), 101-128.
176. Jain, B., Kini, O. & Shenoy, J. (2011). Vertical divestitures through equity carve-outs and spin-offs: A product markets perspective. *Journal of Financial Economics*, 100, 594-615.
177. Jain, P. (1985). Sell-Off Announcements and Shareholder Wealth. *Journal of Finance*, 40 (1), 209-224.
178. Јанићијевић, Н. (2007). Смањивање броја запослених кроз микроорганизационо реструктурирање предузећа. *Економика предузећа*, 5/6, 177-188.
179. Јаношевић, С. & Бабић, В. (1999). Управљање стратегијским променама у поцесу обнове (оздрављења) предузећа. У Ж. Стефановић (Ед.). *Управљање кључним аспектима трансформације предузећа* (42-51). Крагујевац: Економски факултет у Крагујевцу.
180. Jemison, D.B. & Sitkin B.S. Corporate Acquisitions: A Process Perspective, *Academy of Management Review* (1986) In A. Risberg (Ed.). (2006). *Mergers and Acquisitions A Critical Reader* (pp.77-91). Routledge Taylor & Francis Group.
181. Jensen, M. & Murphy, K. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98 (2), 225 – 264.
182. Jensen, M.C. & Ruback, R.S. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50.
183. John, K. & Ofek, E.(1995). Asset Sales and Increase in Focus, *Journal of Financial Economics*, 37, 105–126.
184. Jovanovic, B. & Rousseau, P. (2002). The Q-theory of Mergers, *American Economic Review*, 92(2), 198-204.
185. Judge, T. & Piccolo, R. (2004). Transformational and Transactional Leadership: A Meta-Analytic Test of Their Relative Validity. *Journal of Applied Psychology*, 89 (5), 755-768.
186. Junni, P. Knowledge transfer in mergers and acquisitions – the roles of fear of exploitation and contamination, Swedish School of Economics and Business

Administration, pp. 1-23. Retrieved December 30, 2010, from [www.nhh.no/Admin/Public/DWSDownload.aspx?File...pdf](http://www.nhh.no/Admin/Public/DWSDownload.aspx?File...pdf)

**K**

187. Kang, J., Lee, I. & Seung Na, H. (2010). Economic shock, owner-manager incentives, and corporate restructuring: Evidence from the financial crisis in Korea. *Journal of Corporate Finance*, 16, 333-351.
188. Kaiser, K. & Stouraitis, A. (1995). Value Creation Through Corporate Restructuring: European Divestitures. *European Management Journal*, 13 (2), 164-174.
189. Kaplan, R. & D. Norton. (1996). Using the Balance Scorecard as a Strategic Management System. *Harvard Business Review*, (January-February), 75-85.
190. Kaplan, R. & D. Norton. (1992). The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance, *Harvard Business Review*, 70 (January-February).
191. Kaplan, S. & Weisbach, M. (1990). The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures, Working Paper, No. 3484, National Bureau of Economic Research, Cambridge, pp. 1-30.
192. Kavanagh, M. & Ashkansasy, N. (2006). The Impact of Leadership and Change Management Strategy on Organizational Culture and Individual Acceptance of Change during a Merger. *British Journal of Management*, 17, 81-103.
193. Kennerly, M. & Neely, A. (2003). Measuring performance in a changing business environment. *International Journal of Operations and Production Management*, 23 (2), 213-229.
194. Kelly, J., Cook, C., & Spitzer, D. (1999). Mergers & Acquisitions: Global Research Report. KPMG, 1-21. Retrieved March 12, 2009 from <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/KPMGM&A.pdf>.
195. Kemper, A. & Khuen, F. Corporate Restructuring Dynamics: A Case Study Analysis, Retrieved January 31, 2013, from [http://www.systemdynamics.org/conferences/2004/SDS\\_2004/PAPERS/305KEMPE.pdf](http://www.systemdynamics.org/conferences/2004/SDS_2004/PAPERS/305KEMPE.pdf)
196. Keener, M. H. (2007). *The Effects of Restructuring Charges on Stock Price and Analyst Forecast Accuracy*, PhD Dissertation, Kent State University Graduate School of Management.
197. Kiessling, T. & Harvey, M. (2006). The human resource management issues during an acquisition: the target firm's top management team and key managers, *International Journal of Human Resource Management*, 17, 1307-1320.
198. Kimberly, E., & Lamont, B. (2004). „Ideal“ acquisition integration approaches in related acquisitions of equals: a test of long-held beliefs. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 3, 81-102.

199. King, D., Dalton, D. & Daily, C. (2004). Meta-analyses of post-acquisition performance: indications of unidentified moderators. *Strategic of Management Journal*, 25, 187-200.
200. Kohlbacher, F. & Krähe, M. (2007). Cross-Cultural Context – Empirical Evidence from Tyco Flow Control. *Knowledge and Proces Management*, 14 (3), 169-181.
201. Kolev, K., Haleblian, J. & McNamara G. (2012). A review of the merger and acquisition wave literature. In D. Faulkner, Teerikangas, S. & Jospheh, R. (Eds.). *The handbook of mergers and acquisitions* (pp.19-39). Oxford University Press.
202. Koller T., Goedhart, M. & Wessels,D. (2005). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company.Inc., New Jersey.
203. Kottler, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2005). *Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company, Inc., New Jersey.
204. Krishnan, H. A., Miller, A. & Judge, W. Q. (1997). Diversification and Top Management Team Complementarity: Is Performance Improved by Merging Similar or Dissimilar Teams? *Strategic Management Journal*, 18 (5), 361-374.
205. Krishnaswami, S., & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 73-112.
206. Kronimus, A., Roos, A. & Stelter, D. (2008). *M&A: Down but Not Out, A Survey of European Companies' Merger and Acquisition Plans for 2009*, BCG The Boston
207. Krug, J. A. & Night, D. (2001). Executive perceptions in foreign and domestic acquisitions: an analysis of foreign ownership and its effect on executive fate. *Journal of World Business*, 36 (1), 85-105
208. Kuhlwein, N. (2006). Changes in Due Diligence Requirements. In M. Blatz, Kraus, K, Haghani,(Eds.). *Corporate Restructuring – Finance in Times of Crisis*, Springer – Verlag Berlin Heidberg (pp. 65-73), Retrieved March 25, 2011, from <http://www.springerlink.com/content/978-3-540-33074-5/#section=432523&page=4&locus=68>

## L

209. Lai, J. & Sudarsanam, S. (1997). Corporate Restructuring in Response to Performance Decline: Impact of Ownership, Governance and Lenders, *European Finance Review*, 1, 197-233.
210. Lajoux, A.R. (2006). *The Art of M&A Integration – A guide to Meging Resources, Processes, and Responsibilities*, Second Edition, McGraw-Hill.
211. Larsson, R. & Finkelstein, S. (1999). Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization. *Organization Science*, 10 (1), 1-26.

212. Larsson, R. & Lubatkin, M. (2001). Achieving Acculturation in Mergers and Acquisitions: An International Case Survey, *Human Relations*, 54 (12), 1573-1697.
213. Lebedow, A.L. (1999). Due Diligence: More than a Financial Exercise. *Journal of Business Strategy*, Jan./Feb., 12-14.
214. Leeth, J. D. & Borg, J. R. (2000). The impact of takeovers on shareholder wealth during the 1920's merger wave. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2). 217–238.
215. Leshchinskii, D. & Zollo, M. (2004). Can Firms Learn To Acquire? The Impact of Post-Acquisition Decisions and Learning on Long-Term Abnormal Returns, *Working Paper Series*. Retrieved Jun 15, 2011, from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=590704](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=590704)
216. Levay, C. (2010). Charismatic leadership in resistance to change. *The Leadership Quarterly*, 21, 127-143.
217. Li, R., (2008) The Total Factor Productivity effect of related and unrelated mergers and acquisitions in the UK, PhD Dissertation, <http://edissertations.nottingham.ac.uk/2356/1/08MALixrl6.pdf>
218. Lichtenberg, F. R. (1992). Industrial Diversification and ITS Consequences for Productivity, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 18, 427-438.
219. Lin, B., Lee, Z. & Peterson, R. (2006). An Analytical Approach for Making Management Decisions Concerning Corporate Restructuring, *Managerial and Decision Economics*, 27, 655-666.
220. Lipton, M. (2006). Merger Waves in the 19th, 20th and 21st Centuries. The Davies Lecture, Osgoode Hall Law School York University, 1-21., Retrieved Jun 15, 2012, from [http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/\\$file/merger%20waves\\_toronto\\_lipton.pdf](http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/$file/merger%20waves_toronto_lipton.pdf)
221. Loh, C., Bezjak, J. R. & Toms, H. (1995). Voluntary Corporate Divestitures as Antitakeover Mechanisms. *The Financial Review*, 30 (1), 41-60.
222. Lubatkin, M. (1987). Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, 8(1), 39–53.

**M**

223. Ma, X., Yiu, D. & Zhou, N. (2013). Facing global economic crisis: Foreign sales, ownership groups, and corporate value. *Journal of World Business*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2013.02.002>
224. Maksimovic, V., Phillips, G. & Prabhala, N. (2011). Post-merger restructuring and the boundaries of the firm. *Journal of Financial Economics*, 102 (2), 317-343, DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.05.013.
225. Maksimovic, V. & Phillips, G. (2002). Do conglomerate firms allocate resources inefficiently across industries? Theory and evidence. *Journal of Finance*, 57, 721-767.

226. Maksimovic, V. & Phillips, G. (2001). The market for corporate assets: who engages in mergers and asset sales and are there efficiency gains? *Journal of Finance*, 56, 2019-1064.
227. Manne, H. (1965). Mergers and the market form corporate control. *Journal of Political Economy*, 75, 110-120.
228. Maquieria, C., Megginson, W. & Nail, L. (1998). Wealth creation versus wealth redistributions in pure stock-for-stock mergers. *Journal of Financial Economics*, 3-33.
229. Marks, L.M., & Mirvis, H. P. (1986). The Merger Syndrome, *Psychology Today*. In A. Risberg (Ed.). (2006). *Mergers and Acquisitions A Critical Reader* (pp.150-154). Routledge Taylor & Francis Group.
230. Marks, M.L & Mirvis, P. H. (2001). Making mergers and acquisitions work: Strategic and psychological preparation. *The Academy of Management Executive*, 15 (2), 80- 92.
231. Markides, K. (1995). Diversification, restructuring and economic performance, *Strategic Management Journal*, 16, 101-118.
232. Markides, C. & Singh, H. (1997). Corporate Restructuring: A Symptom of Poor Governance or a Solution to Past Managerial Mistakes? *European Management Journal*, 15 (3), 213-219.
233. Martynova, M. (2006). *The Market for Corporate Control and Corporate Governance Regulation in Europe*. PhD dissertation, Tilburg University.
234. Martynova, M. & Renneboog, L. (2006). Mergers and Acquisitions in Europe. *Discussion Paper*, No. 2006-06, ISSN 0924-7815, Tilburg University.
235. Martinova, M. & Renneboog, L. (2008a). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand? *Journal of Banking and Finance*, 32 (10), 2148-2177.
236. Martinova, M. & Renneboog, L. (2008b). What determines the financing decision in corporate takeovers: Cost of capital, agency problems or the means of payment? *ECGI finance working paper*, No. 215/2008.
237. Maxwell, W., Rao, R. (2003). Do Spin-offs Expropriate Wealth from Bondholders? *Journal of Finance*, 58, 2087-2108.
238. M&A activities in CEE/SEE in 2010 – Waiting for the next growth phase, 4th annual snapshot report, Roland Berger, Zagreb, September, 2011, Retrieved April 10, 2012, from [http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland\\_Berger\\_M\\_and\\_A\\_activities\\_in\\_CEE\\_SEE\\_in\\_2010\\_20110915.pdf](http://www.rolandberger.com/media/pdf/Roland_Berger_M_and_A_activities_in_CEE_SEE_in_2010_20110915.pdf)
239. M&A Toryas' Top Trends for 2012 (2012) Torys LLP , Retrieved April 15, 2012, from <http://www.torys.com/Publications/Pages/matrends2012.aspx>
240. M&A Transactions and the Human Capital Key to Success- Global Report (2009) Hewitt Associates LLC. Retrieved May 29, 2012, from [http://aon.com/attachments/thought-leadership/Hewitt\\_Global\\_MandA\\_Survey\\_Findings.pdf](http://aon.com/attachments/thought-leadership/Hewitt_Global_MandA_Survey_Findings.pdf)

241. *M&A Due Diligence – More Than Just Financial*, (2004), Right Management Consultants Inc, pp1-2.
242. McKinsey&Company, (2012), Creating value through M&A Retrieved August 10, 2012, from [http://francotte.files.wordpress.com/2011/09/de-ploey-slides-ma\\_2012-final-prot.pdf](http://francotte.files.wordpress.com/2011/09/de-ploey-slides-ma_2012-final-prot.pdf)
243. Meglio, O. & Risberg, A. (2011). The (mis)measurement of M&A performance – A systematic narrative literature review. *Scandinavian Journal of Management*, 27, 418-433.
244. Menges, J., Walter, F., Vogel, B. & Bruch, H. (2011). Transformational leadership climate: Performance linkages, mechanisms, and boundary conditions at the organizational level. *The Leadership Quarterly*, 22, 893-909.
245. McSweeney B. & Happonen, E. (2012). Pre-Deal Management. In D. Faulkner, Teerikangas, S. & Josphe, R. (Eds.). *The handbook of mergers and acquisitions* (pp.171-194). Oxford University Press.
246. Meyer, K. & Lieb-Doczy, E. (2003). Post-Acquisition Restructuring as Evolutionary Process. *Journal of Management Studies*, 40 (2), 459-482.
247. Michaely, R. & W.Shaw. (1995). The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve Outs, *Financial Management*, 24 (3), 5-21.
248. Moeller, S., Due Diligence Requirements in Financial Transactions, QFINANCE, Retrieved January 16, 2010, from <http://www.qfinance.com/mergers-and-acquisitions-best-practice/due-diligence-requirements-in-financial-transactions?full>
249. Moeller, S., Schlingemann, F. & Stulz, R. (2004). Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
250. Morosini, P. & Singh, H. (1994). Post-Cross-border Acquisitions: Implementing 'National Culture-compatible' Strategies to Improve Performance. *European Management Journal*, 12 (4), 390-400.
251. Moschieri, C. (2011). The implementation and structuring of divestitures: the unit's perspective. *Strategic Management Journal*, 32, 368-401.
252. Mulherin, J. H. & Boone, A. L. (2000), Comparing Acquisitions and Divestitures, *Journal of Corporate Finance*, 6, 117–139.
253. Mukherjee, T., Kiymaz, H., Baker, K., (2003) Merger Motives and Target Valuation: A Survey of Evidence from CFOs, pp. 6-7.

## N

254. Nahavandi, A., & Malekzadeh, A. (1988). Acculturation in Mergers and Acquisitions. *The Academy of Management Review*, 13 (1), 79-90.
255. Nemanich, L., & Vera, D. (2009). Transformational leadership and ambidexterity in the context of an acquisition. *The Leadership Quarterly*, 20, 19-33.



256. Nemanich L.A. & Keller R.T. (2007). Transformational leadership in an acquisition: A field study of employees. *The Leadership Quarterly*, 18, 49-68.
257. Neely, A., Bourne, M. & Kennerley, M. (2000). Performance measurement system design: developing and testing a process-based approach. *International Journal of Operations & Production Management*, 20 (10), 119-1145.
258. Nguyen, P. Rahman, N. & Zhao, R. (2013). Ownership structure and divestiture decisions: Evidence from Australian firms. *International Review of Financial Analysis*, 30, 170-181.

**O**

259. Oldham, G. & Hackman, R. How job characteristics theory happened, Chapter 8. Retrieved September 13, 2012, from [http://groupbrain.wjh.harvard.edu/jrh/pub/JRH2005\\_6.pdf](http://groupbrain.wjh.harvard.edu/jrh/pub/JRH2005_6.pdf)
260. Olcott, G. (2008). The Politics of Institutionalization: The Impact of Foreign Ownership and Control on Japanese Organizations. *International Journal of Human Resource Management*, 19(9), 1569-1587.
261. Offec, E., (1993). Capital structure and firm response to poor performance. *Journal of Financial Economics*, 34, 3-30.
262. Owen, S., Shi, L., & Yawson, A. (2010). Divestitures, wealth effects, and corporate governance. *Accounting and Finance*, 389-415

**P**

263. Pablo, A. (1994). Determinants of acquisition integration level: a decision-making perspective. *Academy of Management Journal*, 37 (4), 803-836.
264. Papadakis, V. & Thanos, I. (2009). Measuring the performance of Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria. *British Journal of Management*, DOI: 10.1111/j.1467-8551.2009.00671.x.
265. Parhankangas, A. & Arenius, P. (2003). From a corporate venture to an independent company: a base for a taxonomy for corporate spin-off firms, *Research Policy*, 32, 463-481.
266. Perotti, E. & Rossetto, S. (2007). Unlocking value: Equity carve outs as strategic real options. *Journal of Corporate Finance*, 13, 771-791.
267. Perry, J. & Herd, T. (2004). Mergers and acquisitions: Reducing M&A risk through improved due diligence. *Strategy & Leadership*, 32 (2), 12-19.
268. Peter, H. (2003). *Due Diligence: The Critical Stage in Acquisitions and Mergers*, Gower Publishing Limited.
269. Piscitello, L. & Rabbiosi, L.(2003). Knowledge Transfer in Cross-border Acquisitions, DRUID Summer Conference 2003 on creating, sharing and transferring Knowledge – The role of Geography, Institutions and Organizations, Copenhagen June 12-14, pp. 1-17. Retrieved January 14, 2011, from [http://www.druid.dk/uploads/tx\\_picturedb/ds2003-845.pdf](http://www.druid.dk/uploads/tx_picturedb/ds2003-845.pdf)

270. Pitkethly, R., Faulkner, D., & Child, J. (2003). Integrating Acquisitions. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 2, 27-57.
271. Покрајчић, Д., (2002) *Економика предузећа*, Чигоја штампа, Београд.
272. Покрајчић, Д. & Савовић., С. (2010). Кључни фактори успеха процеса преузимања предузећа. *Рачуноводство*, 54 (7-8), 43-52.
273. Porter, M. (1987). From competitive advantage to corporate strategy, *Harvard Business Review*, 43-59.
274. PricewaterhouseCoopers. (2000). *Speed Makes the Difference – A Survey of Mergers and Acquisitions*, PricewaterhouseCoopers LLP. Retrieved March 10, 2011, from [http://www.sysedv.tu-berlin.de/intranet/kc-kb.nsf/bc64cc33c3daf5fec1256979005bc026/29CC7F0767AECFD9C1256CDA00354346/\\$File/PWC-M&A2.pdf?OpenElement](http://www.sysedv.tu-berlin.de/intranet/kc-kb.nsf/bc64cc33c3daf5fec1256979005bc026/29CC7F0767AECFD9C1256CDA00354346/$File/PWC-M&A2.pdf?OpenElement)
275. Pun, K. & White, A. (2005). A performance measurement paradigm for integrating strategy formulation: A review of systems and frameworks. *International Journal of Management Reviews*, 7 ( 1), 49-71.
276. Puranam, P., Singh, H., & Zollo, M. (2006). Organizing for innovation: Managing the coordination-autonomy dilemma in technology acquisitions. *Academy of Management Journal*, 49, 263–280.

Q

277. Quah, P. & Young, S. (2005). Post-acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As. *European Management Journal*, 23 (1), 65-75.

R

278. Ranft, A. & Michael, L. (2000). Acquiring New Knowledge: The Role of retaining Human Capital in Acquisitions of High-tech Firms. *The Journal of High Technology Management Research*, 11 (2), 295-319.
279. Ranft, A. & Lord, M.D. (2002). Acquiring new technologies and capabilities: A grounded model of acquisition implementation. *Organization Science*, 13, 420-441.
280. Ravenscraft, D. & Scherer, F.(1987). Life after Takeover. *Journal of Industrial Economics*, 36 (2), 147-156.
281. Reus, T., (2004), A knowledge-based view of international acquisition performance, PhD Dissertation, The Florida State University College of Business.
282. Rhodes-Kropf, M., Viswanathan, S. (2004). Market valuation and merger waves. *Journal of Finance* 59 (6), 2685–2718.
283. Rhodes-Kropf, M. Robinson, D. & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: the empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, 77, 561-603.



284. Richard, P., Devinney, T., Yip, G. & Johnson, G. (2009). Measuring Organizational Performance: Towards Methodological Best Practice. *Journal of Management*, 35 (3), 718-804, DOI: 10.1177/0149206308330560.
285. Richard, H., Siegel, D. & Wright, M. (2005). Assessing the Impact of Management Buyouts on Economic Efficiency: Plant-Level Evidence from the United Kingdom, *The Review of Economics and Statistics*. 87 (1), 148-153.
286. Robin, D. (2002). Operational Strategies For Success in Acquisition Planning And Integration – a venturehaus white paper, Strictly Private & Confidential, Venturehaus Limited.
287. Rottig, D. (2007). Successfully Managing International Mergers and Acquisitions: A Descriptive Framework, *International Business: Research Teaching and Practice*, 97-118.
288. Rumyantseva, M., Gurgul, G., Enkel, E., (2002) Knowledge Integration after Mergers & Acquisition, Discussion Paper, No 48, pp.1-34, Retrieved January 21, 2011, from [www.ifb.unisg.ch/org/ifb/ifbweb.nsf/.../beitrag48/.../DB48.pdf](http://www.ifb.unisg.ch/org/ifb/ifbweb.nsf/.../beitrag48/.../DB48.pdf)
289. Rüdüsüli, R. (2005). *Value Creation of Spin-offs and Carve-outs*. PhD Dissertation, The Faculty of Economics University of Basel.

S

290. Sarala, R. (2009). The impact of cultural differences and acculturation factors on post-acquisition conflict. *Scandinavian Journal of Management*, 26(1), 38-56
291. Савовић, С. (2009). Значај due diligence-а за успех процеса преузимања предузећа. *Рачуноводство*, 53 ( 3-4), 70-78.
292. Секулић, В. (2009). Corporate strategy development and competitive advantage of enterprise, *Facta Universitatis: Economics and Organization*, 6(3), 269-279.
293. Сенић, Р. (1999). Криза консолидација и трансформација предузећа. У Ж. Стефановић (Ed.). *Управљање кључним аспектима трансформације предузећа* (pp.15-26). Крагујевац: Економски факултет у Крагујевцу.
294. Seo, M.G. & Hill, N.S. (2005). Understanding the Human Side of Merger and Acquisition: An Integrative Framework. *The Journal of Applied Behavioral Science*, 41 (4), 422-443.
295. Schipper K. & Smith A.(1986). Comparison of Equity Caveats and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring. *Journal of Financial Economics*, 153-186.
296. Schmid, A. S., Sánchez, C.M. & Goldberg, S.R. (2012). M&A Today: Great Challenges, But Great Opportunities, *The Journal Of Corporate Accounting & Finance*, February/January, 3-8.
297. Shleifer, A. & R. Vishny. (2003). Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 70, 295-311.

298. Schijven, M. (2005). Curing the firm's indigestion: organizational restructuring and dynamics of acquisition performance. *Academy of Management Best Conference Paper 2005*, BPS:M1, Honolulu, HI, USA.
299. Schoenberg, R. (2006). Measuring the Performance of Corporate Acquisitions: An Empirical Comparison of Alternative Metrics. *British Journal of Management*, 17 (4), 361-370.
300. Schuler, R. & Jackson, S. (2001). HR Issues and Activities in Mergers and Acquisition, *European Management Journal*, 19 (3), 239-253.
301. Schulz, N. (2007). Review of the Literature on the Impact of Mergers on Innovation, Discussion Paper No. 07-061, Centre for European Economic Research, Retrieved October 29, 2012, from <ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/dp/dp07061.pdf>
302. Schwieger, A., Ivancevich, J., & Power, F. (1987). Executive actions for managing human resources before and after an acquisition. *Academy of Management Executive*, 1(2), 127-138.
303. Schweiger, D.M., & DeNisi A.S. (1991). Communication with Employees Following a Merger: A Longitudinal Field Experiment. *Academy of Management Journal*. In A. Risberg (Ed.). (2006). *Mergers and Acquisitions A Critical Reader* (pp.198-214). Routledge Taylor & Francis Group.
304. Schweizer, L., & Patzelt, H. (2012). Employee commitment in the post-acquisition integration process: The effect of integration speed and leadership. *Scandinavian Journal of Management*, 28 (4), 298-310. doi:10.1016/j.scaman.2012.02.003.
305. Schweiger, D. & Very P. (2003). Creating value through merger and acquisition integration. *Advances in Mergers and Acquisitions*. 2, 1-26.
306. Shleifer, A. & Vishny, R. (1991). Takeovers in the '60s and '80s: evidence and implications. *Strategic Management Journal*, 12, 51-59.
307. Shrivastava, P. (1986). Post-merger integration. *Journal of Business Strategy*, 7(1), 65-76.
308. Singh, H. & Montgomery, C. (1987). Corporate acquisition strategies and economic performance. *Strategic Management Journal*, 8(4), 377-386.
309. Singh, H. & Zollo, M. (1998). The Impact of Knowledge Codification, Experience Trajectories and Integration Strategies on the Performance of Corporate Acquisitions, The Wharton School, University of Pennsylvania.
310. Sitikin, S., Pablo, A., (2005) The Neglected Importance of Leadership in Mergers and Acquisitions, In G. K. Stahl & M. E. Mendenhall (Eds.), *Mergers and acquisitions. Managing culture and human resource* (pp. 208-223). Stanford, CA: Stanford University Press.
311. Slangen, A. (2006). National Cultural Distance and Initial Foreign Acquisition Performance: The Moderating Effect of Integration. *Journal of World Business*, 41. 161-170.

312. Stahl, G. & Voigt, A. (2005). Impact of Cultural Differences on Merger and Acquisition Performance: A Critical Research Review and An Integrative Model, *Advances in Mergers and Acquisitions*, 4, 51-82.
313. Stahl, G.K. & Sitikin, S.B. (2002). Trust in Corporate Acquisitions, Working Papers, Instead, Retrieved February 25, 2010, from [flora.insead.edu/fichiersti\\_wp/inseadwp2002/2002-61.pdf](http://flora.insead.edu/fichiersti_wp/inseadwp2002/2002-61.pdf)
314. Stiebale, J. & Reize, F. (2011). The impact of FDI through mergers and acquisitions on innovation in target firms. *International Journal of Industrial Organization*, 29, 155-167.
315. Sudarsanam, S. (2003). *Creating Value form Mergers and Acquisitions – The Challenges, An Integrated and International Perspective*, Prentice Hall.
316. Sudarsanam, S. (2012). Value creation and value appropriation in M&A deals. In D. Faulkner, Teerikangas, S. & Jospheh, R. (Eds.). *The handbook of mergers and acquisitions* (pp.195-253). Oxford University Press.
317. Sudarsanam, S. & Mahate, A.. (2003). Glamour acquirers, method of payment and post-acquisition performance: the UK evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 299–341.
318. Søgaard J. & Sønderstrup Nielsen, D.L.(2011). *Asset Divestitures – A study of motives and value creation*, Master Thesis, Copenhagen Business School, pp. 1-119.

T

319. Taco, R. (2004). *A knowledge-based view of international acquisition performance*. PhD Dissertation, The Florida State University College of Business.
320. Teerikangas, S. (2006). *Silent Forces in Cross-Border Acquisitions – An Integrative Perspective on Post-Acquisition Integration*. PhD Dissertation, Helsinki University of Technology Institute of Strategy and International Business. Retrieved October 10, 2010 from <https://aalto.doc.aalto.fi/bitstream/handle/123456789/2691/isbn9512280930.pdf?sequence=1>
321. Teerikangas, S. & Very, P. (2006). The Culture-Performance Relationship in M&A: From Yes/No to How. *British Journal of Management*, 17, 31-48.
322. Teerikangas, S. (2012). Dynamics of Acquired Firm Pre-Acquisition Employee Reactions. *Journal of Mangement*, 38 (2), 599-639
323. Teresa, D. (2001) *Management of People in Mergers and Acquisitions*, Greenwood Publishing Group, Inc.
324. Thanos, I. & Papadakis, V. (2012). Unbundling acquisition performance: how do they perform and how can this be measured?. In D. Faulkner, Teerikangas, S. & Jospheh, R. (Eds.). *The handbook of mergers and acquisitions* (pp.114-147), Oxford University Press.
325. Тодоровић, Ј., Ђуричин, Д. & Јановшевић С. (1997). *Стратегијски менаџмент*. Институт за тржишна истраживања, Београд.

326. Tuch, C. & O'Sullivan, N. (2007). The Impact of Acquisitions on Firm Performance: A Review of the Evidence. *International Journal of Management Reviews*, 9 (2), 141-170.
327. Turjačanin, V. & Čekrlija, Đ. (2006). *Osnovne statističke metode i tehnnike u SPSS-u, Primjena SPSS-a u društvenim naukama*, Banja Luka.

V

328. Vaara E. (2000). Constructions of Cultural Differences in Post-Merger Change Processes: A Sensemaking Perspective on Finnish-Swedish Cases, *Management*, 3 (3), 81-110.
329. Vancea M. European cross-border mergers and acquisitions – realities and perspectives. University of Oradea Faculty of Economics, Retrieved September 12, 2010, from <http://core.kmi.open.ac.uk>
330. Vasilaki, A., (2009), A Critique of Measuring Post-Acquisition Performance, IESEG School of Management, France, PMA Conference 2009. Retrieved August 30, 2010, from <http://libra.msra.cn/Publication/4796805/a-critique-of-measuring-post-acquisition-performance>
331. Venema, W. H. (2012). Integration: The Critical M&A Success Factor, *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, January/February, pp. 49-53.
332. Vijh, A.M. (2002). The Positive Announcement-Period Returns of Equity Carveouts: Asymmetric Information or Divestiture gains? *Journal of Business*, 75, 153-190.
333. Vojnović, M. & Lopičić, L. (2012). Serbia. In A. Falach, Smale, P., Kidd, S. & Mablín, J. (Ed.). *The International Comparative Legal Guide to: Mergers & Acquisitions 2012*. (pp. 215-221). Global Legal Group Ltd.

W

334. Wan, W., & Yiu, D. (2009). From crisis to opportunity: environmental jolt, corporate acquisitions, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 30 (7), 791–801.
335. Wang, D. & Moini, H., Performance Assessment of Mergers and Acquisitions: Evidence from Denmark, Retrieved October 26, 2012, from <http://www.g-casa.com/conferences/berlin/papers/Wang.pdf>
336. Wang, H. , Tsui, A. & Xin, K. (2011). CEO leadership behaviors, organizational performance, and employees' attitudes. *The Leadership Quarterly*, 22, 92-105.
337. Wangerin, D. (2010). M&A Due Diligence and its Consequences for Post-Acquisition Financial Statements, Retrieved March 23, 2011, from <http://www.nd.edu/~carecob/Workshops/10-11%20Recruiting/Wangerin%20Road%20Paper%20Draft%2011-23-10.pdf>

338. Waldman, D.A. & Mansour, J. (2009). Alternative forms of charismatic leadership in integration of mergers and acquisitions, *The Leadership Quarterly*, 20, 130-142.
339. Weber, Y. (1996). Corporate cultural fit and performance in merger and acquisitions, *Human Relations*, 49 (9), 1181-1202.
340. Weber, R. & Camerer, C. (2003). Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach. *Management Science*, 49 (4), 400-415.
341. Weston, F.J., Mitchell, M.L., & Mulherin, J.H. (2004). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Fourth Edition, Prentice-Hall, Inc.
342. Wijk, R., Jansen, J. & Lyles, M. (2008). Inter- and intra-organizational knowledge transfer: a meta-analytic review and assessment of its antecedents and consequences. *Journal of Management Studies*. 45 (4), 830-853.
343. World Investment Report 2009 – Transnational Corporations, Agricultural Production and Development, United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, New York and Geneva.
344. Worldwide M&A Trends, CFI Research Report, Amsterdam, May 2011, Corporate Finance International Retrieved Mart, 29, 2012, from <http://www.cfi-network.com/uploadedFiles/CFI%20Research%20Report%20May%202011.pdf>
345. Wyman, O., Kautzsch, T., Thormählen, H., & Vratimos, E. (2008). Post-merger integration – A tailored approach to sustainable transaction success. 1-16. Retrieved March 5, 2011, from [www.oliverwyman.com/ow/pdf.../Post\\_Merger\\_Integration\\_en.pdf](http://www.oliverwyman.com/ow/pdf.../Post_Merger_Integration_en.pdf)

**X**

346. Xia, J. & Li, S. (2013). The divestiture of acquired subunits: a resource dependence approach, *Strategic Management Journal*, 34, 131-148.

**Y**

347. Yang, Q., Mudambi, R. & Mayer, K. (2007). Asymmetries between 'traditional' and reverse knowledge flows in multinational firms: A study of acquisition in transition economies, Discussion Paper 07-03, Department of General & Strategic Management, Fox School of Business & Management, Speakman Hall, pp. 1-53.
348. Yuan, C.K. & Lee C.L. (2011). Exploration of a construct model linking leadership types, organization culture, employees performance and leadership performance, *Procedia – Social and Behavioral Sciences*, 25, 123-136.

**Z**

349. Zollo, M. & Singh, H. (2004). Deliberate learning in corporate acquisitions: Postacquisition strategies and integration capability in US bank mergers. *Strategic Management Journal*, 25, 1233-1256.

350. Zou, H. & Ghauri, P.(2008a). Learning through International Acquisitions: The Process of Knowledge Acquisition in China. *Management International Review*, 48 (2), 207-226.
351. Zou, H. and Ghauri, P.(2008b). Learning through international acquisitions: The knowledge acquisition and learning process of foreign acquisition in China'. *Management International Review*, 48,1-20.
352. Zhou, Y. M., Xiaoyang, L. & Svejnar, J. (2011). Subsidiary divestiture and acquisition in a financial crisis: Operational focus, financial constraints, and ownership. *Journal of Corporate Finance*, 17, 272-287.

### **Интернет извори**

1. [www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs), Комисија за хартије од вредности
2. [www.crhov.rs](http://www.crhov.rs), Централни регистар, депо и клиринг хартија од вредности
3. [www.belex.rs](http://www.belex.rs), Београдска берза
4. <http://www.priv.rs> Агенција за приватизацију
5. Serbian Investment and Export Promotion Agency, Retrieved Jun 12, 2012, from [http://www.siepa.gov.rs/site/en/home/1/investing\\_in\\_serbia/strong\\_fdi\\_figures/](http://www.siepa.gov.rs/site/en/home/1/investing_in_serbia/strong_fdi_figures/)
6. [http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com\\_remository&Itemid=47&func=start\\_down&id=1552](http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_remository&Itemid=47&func=start_down&id=1552) Retrieved May 10, 2012.
7. <http://ipf.rs/spajanja-i-pripajanja/spajanje-i-pripajanje-aktuelna-praksa-u-srbiji/> Retrieved Jun, 12, 2013.
8. <http://ipf.rs/spajanja-i-pripajanja/spajanja-i-pripajanje-aktuelni-primeri-iz-prakse-srbije/> Retrieved Jun 12, 2013.
9. [http://adpiaic.com/about\\_us-adpia\\_insight.html](http://adpiaic.com/about_us-adpia_insight.html) Retrieved November 6, 2012.
10. [http://www.voban.co.rs/sr/home/o\\_nama/istorijat/](http://www.voban.co.rs/sr/home/o_nama/istorijat/) Retrieved Jun, 15. 2013.
11. [http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55\\_4/kvartalni\\_izvestaj\\_II\\_13.pdf](http://www.nbs.rs/internet/latinica/55/55_4/kvartalni_izvestaj_II_13.pdf), Retrieved October, 31. 2013.

### **Законска регулатива**

1. Закона о преузимању акционарских друштава (Сл. Гласник РС“ бр 46/06 и 107/09).
2. Закон о тржишту капитала ("Сл. гласник РС", бр. 31/2011)
3. Закон о привредним друштвима ("Службени гласник РС", бр. 36/2011, 99/2011)
4. Закон о приватизацији ("Сл. гласник РС", бр. 38/2001, 18/2003, 45/2005, 123/2007, 123/2007 – др. закон, 30/2010 – др. закон, 93/2012 и 119/2012).
5. Закон о стечају ("Сл. гласник РС", бр. 104/2009, 99/2011 и 71/2012)
6. Закон о заштити конкуренције ("Сл. гласник РС", бр. 79/05 и 51/09)
7. Закон о девизном пословању („Сл. гласник РС“ бр. 62/2006, 31/2011 и 119/2012).

## **ПРИЛОЗИ:**

- **Прилог 1: *Пропратно писмо***
- **Прилог 2: *Упитник***





**ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ  
УНИВЕРЗИТЕТА У КРАГУЈЕВЦУ  
Ђуре Пуцара Старог 3  
Тел. +381 34 303 500**

Поштовани,

У поступку сам израде докторске дисертације под називом: „Утицај пост-аквизиционе интеграције и реструктурирања на ефикасност предузећа“. За потребе израде наведене докторске дисертације спроводим емпиријско истраживање са циљем долажења до сазнања у ком степену су спроведене промене у предузећу након преузимања/спајања и како су запослени пролазили кроз процесе промена.

Обраћам Вам се са молбом да одобрите дистрибуирање кратког упитника запосленима и менаџменту који су били запослени у предузећу у периоду преузимања/спајања. Дакле, упитник није усмерен на све запослене, већ само на оне који су пролазили кроз процес промена. Истраживањем ће бити обухваћен већи број предузећа из различитих делатности, али се називи предузећа неће објављивати. Упитник се попуњава анонимно, без навођења личних података, имена или адресе. Сви подаци биће коришћени искључиво у научне сврхе.

У прилогу писма достављам Вам упитник за попуњавање. У упитнику не постоје тачни и погрешни одговори, већ је неопходно да испитаници изразе мишљење о наведеним ставовима. За попуњавање упитника је потребно издвојити десетак минута. Упитник је анониман, чиме је гарантована потпуна заштита идентитета испитаника.

Запослена сам на Економском факултету Универзитета у Крагујевцу, као асистент на предмету *Економика предузећа*. Више информација о резултатима мог научно-истраживачког рада можете добити на сајту Економског факултета ([http://www.ekfak.kg.ac.rs/pregled\\_nastavnika?q=nastavnik\\_detalji&id=301](http://www.ekfak.kg.ac.rs/pregled_nastavnika?q=nastavnik_detalji&id=301)) где се налази мој CV и библиографија објављених радова. Уколико имате додатних питања у вези истраживања, молим Вас да ме контактирате на телефон 034/303-541 и 060/76-76-877 или на *e-mail*: [ssladjana@kg.ac.rs](mailto:ssladjana@kg.ac.rs).

Унапред Вам се захваљујем на издвојеном времену и разумевању.

С поштовањем,

*Мр Слађана Савовић*



## УПИТНИК

Молим Вас да прочитате следеће констатације и да помоћу наведене скале означите у ком степену се слажете или не слажете са сваком од њих. Ако се *потпуно слажете* са наведеним означите број 5, ако се *углавном слажете* број 4, уколико се *делимично слажете* означите 3, ако се *углавном не слажете* 2, и ако се *уопште не слажете* са наведеним означите број 1. Упитник је анониман и подразумева потпуну заштиту идентитета испитаника.

Унапред Вам се захваљујем на помоћи, ангажовању и сарадњи.

Мр Слађана Савовић

### СКАЛА

Уопште се не слажем	Углавном се не слажем	Делимично се слажем	Углавном се слажем	Потпуно се слажем
1	2	3	4	5

#### Први део: СТАВ ПРЕМА ПРОМЕНАМА

1.	Моја очекивања од будућих промена након преузимања била су позитивна	1	2	3	4	5
2.	Промену сам схватао/ла као шансу за развој своје каријере	1	2	3	4	5
3.	Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка позиције	1	2	3	4	5
4.	Током процеса промена нисам страховао/ла од губитка посла	1	2	3	4	5
5.	Током процеса промена могао/ла сам да се концентришем на посао	1	2	3	4	5
6.	Могао/ла сам лако да одговорим захтевима новог посла	1	2	3	4	5

#### Други део: БРЗИНА ПРОМЕНА

7.	Промене у нашем предузећу спроведене су у кратком року (неколико месеци)	1	2	3	4	5
8.	Брзо спровођење промена остављало је довољно простора да се стекне неопходно знање о новом пословању и тржишту	1	2	3	4	5
9.	Брзо спровођење промена допринело је смањивању неизвесности у предузећу	1	2	3	4	5

#### Трећи део: ТРАНСФОРМАЦИОНО ЛИДЕРСТВО

10.	Надређени менаџери помагали су запосленима да схвате зашто је за предузеће битно да буде преузето од стране другог предузећа	1	2	3	4	5
11.	Надређени менаџери су охрабривали запослене да прихвате промене	1	2	3	4	5
12.	Надређени менаџери су наглашавали важност и неопходност спровођења промена у предузећу	1	2	3	4	5
13.	Добијање релевантних информација од надређених менаџера, које су се односиле на будуће планове помогло ми је у превазилажењу проблема током процеса промена	1	2	3	4	5
14.	Као подршка запосленима у прилагођавању новим околностима организовани су различити програми обуке	1	2	3	4	5
15.	Обука ми је помогла у превазилажењу проблема током процеса промена	1	2	3	4	5
16.	Непосредна подршка менаџера помогла ми је да превазиђем проблеме током процеса промена	1	2	3	4	5
17.	Надређени менаџери су са оптимизмом говорили о будућности предузећа	1	2	3	4	5
18.	Надређени менаџери објашњавали су запосленима шта је заједничка визија и какви су правци развоја предузећа	1	2	3	4	5
19.	Надређени менаџери служили су као позитивни узор и инспирисали су запослене на спровођење промена	1	2	3	4	5
20.	Надређени менаџери својим примером деловали су подстицајно на запослене	1	2	3	4	5
21.	Надређени менаџери подстицали су иновативно размишљање код запослених	1	2	3	4	5
22.	Надређени менаџери охрабривали су запослене да трагају за новим начинима решавања одређених проблема	1	2	3	4	5

Уопште се не слажем	Углавном се не слажем	Делимично се слажем	Углавном се слажем	Потпуно се слажем
1	2	3	4	5

Четврти део: **РАЗЛИКЕ У ПОГЛЕДУ КОРПОРАТИВНИХ КУЛТУРА**

23.	Након преузимања дошло је до промена у правилима понашања и систему вредности у предузећу	1	2	3	4	5
24.	Након преузимања предузећа дошло је до промена у начинима награђивања и стимулисања запослених	1	2	3	4	5
25.	Након преузимања дошло је до промена у начину опхођења менаџера према запосленима	1	2	3	4	5
26.	Након преузимања дошло је до промена у ставу предузећа према иновативности и креативности	1	2	3	4	5
27.	Након преузимања дошло је до промена у степену у коме се утиче на запослене како би побољшали своје перформансе	1	2	3	4	5
28.	Након преузимања дошло је до промена у степену у коме менаџери пружају могућност запосленима да учествују у доношењу одлука	1	2	3	4	5

Пети део: **АКТИВНОСТИ РЕСТРУКТУРИРАЊА** (Оцените степен реализације наведених активности реструктурирања: 1- није било дате активности, 2- извршене у јако малом степену, 3- извршене у малом степену, 4- извршене у већем степену, 5- извршене у великом степену)

29.	Након преузимања извршена је замена једног или више чланова менаџмент тима	1	2	3	4	5
30.	Након преузимања дошло је до смањивања броја запослених	1	2	3	4	5
31.	Након преузимања извршена је реорганизација активности набавке, продаје, производње, маркетинга	1	2	3	4	5
32.	Након преузимања извршена је продаја одређених делова предузећа	1	2	3	4	5
33.	Након преузимања дошло је до издвајања и осамостаљивања одређених делова предузећа	1	2	3	4	5

Шести део: **ПОСТАКВИЗИЦИОНЕ ПЕРФОРМАНСЕ ПРЕДУЗЕЋА**

34.	Раст/стабилност прихода је већи него пре преузимања	1	2	3	4	5
35.	Смањење трошкова је веће него пре преузимања	1	2	3	4	5
36.	Продуктивност је већа него пре преузимања	1	2	3	4	5
37.	Тржишно учешће предузећа је веће у односу на ситуацију пре преузимања	1	2	3	4	5
38.	Конкурентска позиција предузећа је боља након преузимања	1	2	3	4	5
39.	Сатисфакција на послу је већа него пре преузимања	1	2	3	4	5
40.	База купаца након преузимања је проширена	1	2	3	4	5
41.	Квалитет производа/услуга је бољи након преузимања	1	2	3	4	5
42.	Развој нових производа/услуга је бољи у односу на ситуацију пре преузимања	1	2	3	4	5

**ОПШТЕ ИНФОРМАЦИЈЕ О ИСПИТАНИКУ**

(Молим Вас заокружите број испред одговарајућег одговора)

А. Пол: 1. Мушки 2. Женски

Б. Колико година радног стажа имате укупно?

1. до 2 године; 2. од 3 до 5 година; 3. од 6 до 10 година;  
4. од 11 до 15 година; 5. од 16 до 25 година; 6. преко 25 година.

Ц. Која је ваша позиција у предузећу?

1. генерални директор; 2. средњи менаџер; 3. оперативни (одређене групе послова) менаџер  
4. извршилац.

Д. Који је ниво Вашег образовања?

1. завршен факултет; 2. завршена виша школа; 3. високо квалификован радник;  
4. завршена средња школа; 5. квалификовани радник; 6. нискоквалификован /полуквалификован.

Е. Колико имате година?

- 1) 18-25; 2) 26-35; 3) 36-45; 4) 46-55; 5) више од 55.

**ХВАЛА ШТО СТЕ ПОПУНИЛИ УПИТНИК!**