

**НАУЧНО-НАСТАВНОМ ВЕЋУ
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА УНИВЕРЗИТЕТА У НИШУ**

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу број 04-1152 од 06.05.2014. године одређени смо за чланове Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата мр Јелене Попов под називом “ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА“.

Након анализе достављене докторске дисертације подносимо следећи

ИЗВЕШТАЈ

I

Јелена Ж. Попов рођена је у Оџацима, 29.12.1968. године. Високо образовање стекла је на Универзитету у Новом Саду. Економски факултет у Суботици, смер Унутрашња и спољна трговина, уписала је 1996. године, а звање дипломирани економиста стекла 2001. године. Последипломске студије уписала је на Економском факултету у Суботици, на смеру Финансијски менаџмент. Звање магистра економских наука стекла је 2011. године одбранивши магистарску тезу под називом „Избегавање међународног двоструког опорезивања“.

Мр Јелена Попов је тренутно запослена у Пореској управи - Филијала Нови Сад, на радном месту *виши порески инспектор канцеларијске контроле*. Обављала је и следеће послове: *руководилац одељења извоза–увоза у Индустрији текстила и синтетике „Итес Лола Рибар“* ад Оџаци, *порески инспектор канцеларијске контроле* у Министарству финансија, Пореска управа - Филијала Нови Сад, *помоћник директора за финансијске послове* у Туристичкој организацији Града Новог Сада.

Ауторка је више радова објављених на научним скуповима и у часописима националног значаја. Удата је и мајка двоје деце.

II

Докторска дисертација кандидата Јелене Попов под називом „Детерминанте међународних мерцера и аквизиција“ презентована је на 230 страна куцаног текста, укључујући списак коришћене литературе са 134 референце у виду књига, монографија и чланака и 32 интернет извора. Дисертација се, поред Увода (стр. 17-23) и Закључка (стр. 213-218), састоји из пет делова: I *Међународно тржиште корпоративне контроле* (стр. 24-63), II *Мотиви међународних мерцера и аквизиција* (стр. 64-90), III *Фазе спровођења међународних мерцера и аквизиција* (стр. 91-125), IV *Детерминанте међународних мерцера и аквизиција* (стр. 126-168), V *Детерминанте међународних М&А у Србији и земљама у окружењу - емпиријско истраживање* (стр. 169-212).

У првом делу који носи назив „Међународно тржиште корпоративне контроле“, кандидат најпре указује на разлоге који су допринели порасту интересовања економске науке и праксе за изучавање проблема корпоративног управљања и механизма њиховог решавања. У наставку, пажња кандидата је усмерена ка механизмима међународног тржишта корпоративне контроле, његовим карактеристикама и детерминантама и међународним мерџерима и аквизицијама (M&A) као облицима деловања овог тржишта. Кандидат указује на циклични карактер M&A активности на глобалном нивоу и посебну пажњу усмерава ка анализи карактеристика мерџера и аквизиција током периода глобалне економске кризе.

Повећана неизвесност на тржишту капитала у условима финансијске кризе, условљава пад пословних активности, па се „талас“ мерџера и аквизиција креће силазном путањом. Као разлоге који могу допринети таквом тренду кандидат наводи: повећан укупни ризик пословања, нестабилност финансијског система и привредног амбијента, промену услова финансирања, опадање активности у реалном сектору привреде, и др. Поред погоршања општих услова пословања, инвестициона улагања су оптерећена и специфичним врстама ризика који карактеришу поједине националне економије, циљне са становишта инвеститора. Ово нарочито погађа земље у транзицији и у развоју којима је капитал неопходан услов развоја, јер опада интересовање мултинационалних компанија за инвестирање у тим земљама услед њиховог настојања да избегну и умање укупан ризик пословања.

Завршна разматрања у првом делу рада посвећена су анализи перформанси које при реализацији међународних мерџера и аквизиција остварују фузионисана предузећа у постаквизиционом периоду. Кандидат пружа преглед досадашњих емпиријских истраживања која указују да спровођење стратегија екстерног раста овог типа не значи аутоматски и побољшање перформанси предузећа стицатеља, како у краткорочном, тако и у дугорочном постаквизиционом периоду.

У другом делу дисертације, који носи назив „Мотиви међународних мерџера и аквизиција“, разматрају се бројни мотивациони фактори који наводе привредне субјекте да путем M&A проширују своје пословање ван националних граница. Кандидат истиче да је исходиште постојећих теорија мотива међународних мерџера и аквизиција реакција компанија, односно њихове управљачке структуре, на промене које настају у окружењу. Са једне стране, постоји пасивна реакција компанија као одговор на промене у окружењу, а са друге стране активно учешће компанија у дефинисању услова пословања које се заснива на стратешком планирању. Фактори на нивоу националне економије и фактори на нивоу привредног сектора дефинишу теорије које објашњавају реактивно понашање компанија у односу на промене окружења, док спровођење стратегијског планирања објашњавају теорије и хипотезе засноване на (ограниченој) рационалности.

Сви мотиви реализације међународних спајања и преузимања предузећа могу се генерално сврстати у једну од три групе: 1) *повећање конкурентности* (по основу повећања тржишног учешћа, остварења економије обима и дубине, као и смањења трансакционих и информационалних трошкова), 2) *одговор на промене у окружењу* (регулаторне и технолошке промене), и 3) *неефикасно тржиште капитала* (замена неефикасног менаџмента, хеџинг ризика путем диверсификације улагања и сл.). Одлука о спровођењу преузимања у виду

мерцера или аквизиције за инвеститора је део стратешког плана који је усмерен ка остварењу дугорочних циљева везаних за профитабилност путем репозиционирања предузећа. Један од показатеља профитабилности предметне инвестиције свакако је повећање конкурентности посматраног предузећа посматрано са аспекта географског присуства на тржиштима на којима до сада није имало учешће. Остваривање економије обима за инвеститора значи смањење трошкова производње као последице раста обима производње, са посебним акцентом на њихову фиксну компоненту и њено смањивање по јединици производа.

У трећем делу рада, који носи назив „Фазе спровођења међународних мерцера и аквизиција“, кандидат указује на значај систематског планирања и интегрисаног спровођења свих фаза у операционализацији мерцера и аквизиција на међународном плану. Специфичност појединачним међународним М&А даје потреба усклађивања административних, законодавних, културолошких, социјалних, политичких и других различитости, које могу бити од директног утицаја на начин интегрисања. Приликом вредновања и финансирања иностраних мерцера и аквизиција јављају се специфични проблеми који проистичу из мултинационалности новчаног тока. С обзиром да спровођење стратегија међународног екстерног раста подразумева сложенији фазни процес планирања и спровођења саме стратегије, то и оцена и вредновање ефеката подразумева анализирање великог броја фактора на међународном тржишту.

У самом старту спровођења фазе темељног истраживања (*due diligence*), потребно је сагледати шта ће компанија - инвеститор бити у могућности да пружи својим клијентима и пословним партнерима, као и да ли је допринос потенцијалног циљног предузећа одговарајући. Одлука о избору земље и гране привреде у коју ће се инвестирати, као и величина трансакције – у смислу дефинисања максималног износа улагања, представљају полазну претпоставку за дефинисање примарних критеријума селекције. Даље дефинисање селективних критеријума за предузеће – инвеститора има за циљ сужење листе предузећа која су потенцијални кандидати за преузимање.

Анализа у трећем делу рада завршава се излагањима која се баве изазовима дефинисања стратегије и тактике међународних мерцера и аквизиција. С тим у вези, кандидат детаљно анализира стицање власништва над иностраним предузећем реализацијом јавне понуде за преузимање акција, као и специфичности преузимања у случају постојања конкурентских понуда за преузимање. Посебна пажња у анализи поклања се изазовима који се јављају при вредновању и финансирању међународних мерцера и аквизиција, а по основу чињенице да из мултинационалности новчаног тока проистичу одређене опције за предузеће-стицатеља, као што су: способност предузећа које екстерно расте да арбитража са институционалним ограничењима (нпр. порески и антимонополски закони или разна финансијска ограничења), ефекти информационих екстерналија, опција уштеде у трошковима оствареним заједничком производњом и маркетингом. Приликом вредновања међународних мерцера и аквизиција користе се исти методи као и у случају оцене оправданости спајања и преузимања домаћих предузећа. Међутим, оцена стратегија међународног екстерног раста, како истиче кандидат, подразумева дуготрајнији и сложенији фазни процес планирања и спровођења саме стратегије, при чему пројекција новчаних токова и

избор одговарајуће дисконтне стопе представљају посебно осетљиву област оцене.

За разлику од мотива међународних мерцера и аквизиција, детерминанте овог облика екстерног раста предузећа, посебно у транзиционим економијама, недовољно су истраживане у економској литератури. У **четвртом делу**, који носи назив „Детерминанте међународних мерцера и аквизиција“, дата је анализа појединих фактора који утичу на одлуку о избору међународних M&A, а који се могу поделити у три групе: (1) *фактори на нивоу предузећа*, као што су искуство пословања на домаћем и међународном тржишту, диверсификација производног програма, стратегија међународног пословања и др; (2) *фактори на нивоу привредног сектора*, као што су интензитет примене технологије, интензитет коришћења радне снаге и сл; (3) *фактори на нивоу државе* – где спадају величина и стопа раста националног тржишта, културне сличности и разлике између земље увозника и извозника капитала, порески систем, развијеност тржишта капитала и др. Док се детерминанте прве и друге групе јављају и као фактори домаће мерцер (аквизиционе) активности, детерминанте треће групе специфичне су искључиво за међународну активност спајања и преузимања предузећа.

На избор земље инвестирања у процесу међународног екстерног раста утиче тржишни потенцијал као и институционална развијеност, што за инвеститора значи потребу адаптирања у амбијенту који се по наведеним карактеристикама битно разликује од амбијента у матичној земљи. Одлука компаније да интернационализује своје пословне активности подстакнута је економским ограничењима у којима се нашла у дотадашњем пословању. Успешна реализација мерцера и аквизиција подразумева остваривање конкурентске предности на одабраном иностраном тржишту на дугорочној основи.

Дугорочна успешност међународних мерцера и аквизиција повезана је са ефектима које имају на пословање земље седишта циљног предузећа, а који се крећу од негативног утицаја на економски и друштвени развој земље услед угрожавања њеног националног суверенитета, до видног побољшања позиције земље на светском тржишту управо захваљујући овом виду страних инвестиција. Трансфер савремене технологије, као детерминанта високог ранга при реализацији мерцера и аквизиција, демонстрира локалним произвођачима технолошка достигнућа и подстиче њихову дисперзију на остале сродне привредне субјекте. Ниво моћи апсорбовања нових технологија и креирање конкурентске предности зависи од рецептивне способности људског капитала, јер је висок ниво ове способности основни предуслов квалитетног функционисања ланца вредности и остварења конкурентске предности.

Ниво фискалног захватања као детерминанта подручја државе – потенцијалне „мете“ за инвеститора, може бити мање или више атрактиван у односу на друга подручја. При томе је од значаја како ниво дефинисане пореске конкурентности земље увознице капитала, тако и привлачност инвестиционе климе, односно у којој мери је инвеститору омогућено извесније остварење профита и смањење ризика улагања. Усаглашеност фискалних решења између земље инвеститора и земље-седишта циљног предузећа може да буде опредељујући фактор не само количине инвестиција већ и њихове структуре, па самим тим и квалитета.

Заштита инвеститора треба да омогући ваљано информисање власника капитала о свим чињеницама и условима који су од утицаја на доношење одлуке о

инвестирању. Овде до изражаја долазе фактори инвестирања на нивоу државе, а огледају се у степену политичке (не)стабилности, устројености правног система, обезбеђењу пословно-финансијског бонитета учесника на тржишту, стабилности домаће валуте земље-седишта циљног предузећа и др.

Анализа детерминанти међународних мерцера и аквизиција са теоријског аспекта, представља основ емпиријског истраживања кандидата у **петом делу** рада. Предмет истраживања овог дела дисертације су варијабле које утичу на динамику и вредност међународних мерцера и аквизиција у Републици Србији и државама у окружењу - Хрватској, Словенији, Мађарској, Бугарској и Румунији. Анализа се заснива на емпиријском истраживању које указује на корелациону везу између нивоа иностране мерцер и аквизиционе активности и изабраних детерминанти у десетогодишњем периоду од 2003. до 2012. године. Као зависну променљиву кандидат дефинише однос између вредности реализованих међународних мерцера и аквизиција и бруто друштвеног производа у току сваке од десет година анализираних периода за сваку од шест наведених земаља. Анализиране детерминанте иностраних мерцера и аквизиција на макро нивоу су: (1) величина и стопа раста економије земље седишта циљног предузећа, које су исказане висином и стопом раста бруто друштвеног производа; (2) стабилност институционалног и привредног амбијента, што је мерено стопом инфлације, индексом корупције, индексом политичког ризика; (3) развијеност финансијског тржишта, мерена тржишном капитализацијом националног тржишта капитала; (4) степен развоја хуманог капитала, који је исказан индексом хуманог развоја (*Human Development Index*).

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

Резултати емпиријског истраживања указују да се током анализираних деценија као значајна форма страних инвестиција издвајају мерцери и аквизиције које мултинационалне компаније примењују у циљу стицања стратешке имовине, побољшања конкурентске предности и повећања удела на глобалном тржишту. У зависности од услова које диктира спољно окружење и ситуације на светском тржишту, као и од услова који карактеришу потенцијалне циљне економије, стицатељске компаније могу бити мотивисане краткорочним циљевима остварења профитабилности, или дугорочним стратешким циљевима у односу на циљну економију. Кандидат истиче да се, у зависности од преференција једног или другог циља, стицатељске компаније опредељују за инвестициону локацију. Велика је вероватноћа да би нормални услови пословања дали приоритет дугорочној стратешкој оријентацији која би донела дугорочну профитабилност и корист и стицатељској и циљној компанији. Међутим, када су циљне земље транзиционе економије, које карактерише значајан број предузећа у друштвеној својини, бројни проблеми макроекономске природе који ометају привредни развој и хронични недостатак капитала који је нужно надоместити привлачењем страних инвестиција, тада је ситуација значајно другачија.

Истраживањем су потврђене хипотезе по којима низак ниво индекса политичког ризика (раст политичког ризика), као и пад стопе раста *per capita* бруто друштвеног производа, утичу на смањење прилива страних директних инвестиција у виду мерџера и аквизиција. Истраживање је такође указало на тржишну капитализацију као још једну статистички значајну детерминанту иностраних М&А, која је у негативној релацији са приливом инвестиција по основу иностраних мерџера и аквизиција.

У **закључку** кандидат испитује валидност постављених хипотеза и даје коначну оцену добијених резултата. Полазиште кандидата приликом дефинисања хипотеза је да подешавање дефинисаних варијабли (износ бруто друштвеног производа, стопа раста бруто друштвеног производа, тржишна капитализација, стопа инфлације, индекс корупције, индекс политичког ризика и индекс хуманог развоја) у циљу формирања стимулативног инвестиционог окружења доноси и већи прилив инвестиционог капитала у форми мерџера и аквизиција. Разлог за овакво полазиште био је значај страних инвестиција за развој привреде не само једне националне економије већ и региона, па је у њихово привлачење често укључена и примена разних политичких и економских мера, а све у циљу формирања повољног инвестиционог окружења.

Резултати истраживања анализираних узорка указују да земље које су формирале стимулативну инвестициону климу имају нижи ниво долазних прекограничних мерџера и аквизиција, док су инвеститори са друге стране више усмерени на неповољно инвестиционо окружење. Сагласно краткорочном циљу остварења профитабилности, инвеститори прихватају висок ниво ризика који прати неповољно и нестабилно инвестиционо окружење. Латентна опасност коју носи висок прилив страног капитала у форми мерџера и аквизиција јесте власничко реструктурирање и преузимање стратешких предузећа једне националне економије од стране иностраних стицатељских компанија. Међутим, аутор истиче да када је привреда у транзицији и када постоји хроничан недостатак капитала који доводи у питање не само развој већ некада и опстанак привреде, било која форма страног капитала представља спасоносно решење. Да би земља могла размишљати о негативним последицама високих износа страног капитала, она мора имати здраву инвестициону климу, која ће поред страних мотивисати и домаће инвеститоре на улагања у привреду конкретне земље.

На крају рада кандидат презентира и препоруке у вези са реализацијом међународних мерџера и аквизиција на домаћем тржишту.

III

На основу анализе садржаја докторске дисертације Комисија утврђује да су остварени кључни циљеви дефинисани у фази пријаве докторске дисертације. Најпре, истраживање пружа систематизацију теоријских и емпиријских истраживања детерминанти међународних мерџера и аквизиција и указује на значај адекватно вођене стратегије и тактике међународних мерџера и аквизиција мултинационалних компанија за остварење планираних перформанси М&А. Детаљна теоријска и емпиријска анализа представља солидну основу за сагледавање утицаја анализираних детерминанти на токове иностране мерџер и аквизиционе активности у Републици Србији и земљама из окружења. Кандидат је

успешно испитао ваљаност хипотеза постављених у пријави докторске дисертације. Кроз процес преиспитивања и доказивања научних хипотеза, добијен је низ истраживачких налаза који указују на значај управљања процесом међународног екстерног раста са становишта мултинационалних компанија, али и на неопходност адекватног дефинисања и спровођења политике привлачења страних директних у виду мерцера и аквизиција са становишта земаља – увозница капитала.

Имајући у виду оскудност домаће економске литературе из ове области, као посебне резултате дисертације Комисија издваја анализу тренда стране директне инвестиционе активности у виду М&А у Републици Србији и земљама у окружењу током периода глобалне економско-финансијске кризе, као и оцену утицаја мултинационалних компанија на ширење таласа економско-финансијске кризе и сагледавање њихове улоге у њеном превазилажењу кроз мерцере и аквизиције. Анализа тренда кретања и специфичности међународних мерцера и аквизиција у Републици Србији представља солидну основу за предлагање мера за повећање вредности овог вида страних директних инвестиција, као и за испитивање међузависности нивоа политичког, регулаторног и ризика корупције у Републици Србији и реализације мерцера и аквизиција у таквом амбијенту.

Посебну вредност дисертације чини метод и садржина спроведеног емпиријског истраживања. Резултати тог истраживања могу користити креаторима политике привлачења страних директних инвестиција у земљама у региону. Кандидат показује да дугорочно оријентисани капитал, односно улагање које може позитивно деловати и на развој економије земље домаћина, по правилу не долази у економски нестабилна и политички турбулентна подручја. Политичка и економска нестабилност најчешће привлачи шпекулативни капитал који због повећаног ризика очекује високе зараде у кратком року. Са циљем да се пружи допринос у решавању изазова који се јављају на пољу привлачења страних директних инвестиција, кандидат у дисертацији предлаже смернице побољшавања и правце даљих истраживања који могу допринети њиховом решавању.

ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

На основу детаљне анализе садржаја, коришћених метода, као и остварених циљева истраживања, Комисија закључује да докторску дисертацију кандидата Јелене Попов одликује актуелност и завидна научна заснованост. Кандидат је успео да оригинално систематизује постојећа знања, изабере релевантне проблеме и обради их коришћењем савремених теоријско-методолошких сазнања из ове области. Кандидат је проучио обимну литературу, коректно обавио емпиријско истраживање и формулисао валидне и употребљиве препоруке за креаторе политике привлачења страних директних инвестиција. Проблематика компаративне анализе детерминанти међународних мерцера и аквизиција истражена у дисертацији представља новину у домаћој и иностраној научној и стручној јавности. Уочљив је адекватан системски приступ у истраживањима и анализи, уз јасан и убедљив стил излагања. Посебан допринос дисертације огледа се у резултатима и препорукама које се базирају на емпиријском истраживању тренда и детерминанти кретања међународних мерцера и аквизиција у Републици Србији и земљама из окружења током периода глобалне финансијске кризе.

Сагласно амбициозно постављеним оквиром истраживања, кандидат је отворио бројна питања и дилеме и на те изазове одговорио научном коректношћу, пружањем одговора и давањем препорука носиоцима економске политике у домену привлачења страних директних инвестиција.

Имајући у виду све наведене аргументе, Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације са задовољством предлаже Научно-наставном већу Економског факултета у Нишу да прихвати позитивну оцену докторске дисертације под називом „ДЕТЕРМИНАНТЕ МЕЂУНАРОДНИХ МЕРЦЕРА И АКВИЗИЦИЈА“ кандидата Јелене Попов и одобри њену јавну одбрану.

У Нишу, 19.05.2014. године

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

1. _____

Др Ксенија Денчић-Михајлов, ванредни професор
Економског факултета у Нишу

2. _____

Др Предраг Станчић, редовни професор
Економског факултета у Крагујевцу

3. _____

Др Спасић Дејан, доцент
Економског факултета у Нишу