

UNIVERZITET SINGIDUNUM

Master akademske studije
Menadžment u finansijama i bankarstvu

MASTER RAD

SPECIFIČNOSTI PROCESA RESTRUKTURIRANJA U PRIVREDI REPUBLIKE SRBIJE

Mentor:

Prof. dr Lidiya Barjaktarević

Student:

Novak Njeguš

83/2007

Beograd, 2014.

SADRŽAJ

1. UVOD	4
1.1. Teorijsko metodološke osnove	4
1.2. Struktura rada	5
2. EKONOMSKA GLOBALIZACIJA I NOVA EKONOMIJA	6
2.1. Indikatori i efekti ekonomske globalizacije	7
2.2. Nova ekonomija	17
2.2.1. Ekonomija znanja	20
2.2.2. Organizacija koja uči	22
2.2.3. IT podrška u savremenom poslovnom odlučivanju	24
2.3. Konkurentnost privrede Republike Srbije u uslovima ekonomske globalizacije	26
3. STRATEGIJE POSLOVANJA SAVREMENIH KORPORACIJA	31
3.1. Formulisanje i vrste korporativnih strategija poslovanja	31
3.2. Restrukturiranje savremenih kompanija	39
3.2.1. Formulisanje strategije restrukturiranja	40
3.2.2. Restrukturiranje kao faktor ozdravljenja kompanije	46
3.3. Uloga države u procesima restrukturiranja i analiza efekta dosadašnjeg toka privatizacije u Republici Srbiji	47
3.3.1. Privreda Republike Srbije – presek stanja	49
3.3.2. Analiza efekta dosadašnjeg toka privatizacije u Republici Srbiji	51

4. DUE DILIGENCE I PROCENA VREDNOSTI KOMPANIJA	55
4.1. Osnove due diligence-a	56
4.1.1. Pojam i definisanje due diligence kompanija	57
4.1.2. Razlozi i teškoće u sprovođenju due diligence kompanija	58
4.2. Metodološke osnove due diligence kompanija	62
4.2.1. Finansijski due diligence kompanija	63
4.2.2. Tržišni due diligence kompanija	64
4.2.3. Pravni due diligence kompanija	66
4.3. Procena vrednosti kompanija	66
4.3.1. Prinosni pristup	68
4.3.2. Tržišni pristup	69
4.3.3. Knjigovodstvena i likvidaciona vrednost	71
5. STUDIJA SLUČAJA - PROCES RESTRUKTURIRANJA U PRIVREDI REPUBLIKE SRBIJE	72
5.1. Restrukturiranje u post-kriznim vremenima	72
5.2. Analiza najuspešnijih kompanija u privredi Republike Srbije	76
6. ZAKLJUČAK	85
LITERATURA	87
PRILOZI	90

1. UVOD

1.1. TEORIJSKO METODOLOŠKE OSNOVE

ZNAČAJ I AKTUELNOST ISTRAŽIVANJA

Savremeno poslovanje kompanija zahteva konstantno prilagođavanje novonastalim tržišnim strukturama na makro nivou, što nekad uslovljava radikalna prilagođavanja kako bi se zadržale ili poboljšale performanse. Konkurentnost na globalnom tržištu je jedan od glavnih pokretača tih procesa.

U post-kriznim vremenima, kako smatraju američki stručnjaci za restrukturiranje, mnoge kompanije, su iskoristile krizu i bankrot da bi preispitale svoje troškove, način poslovanja, investiranja i sve dotad zaključene ugovore, a zatim restrukturiranjem nalazili rešenja za godinama nakupljane probleme. Jednostavno u kriznim vremenima su videli šansu za prekomponovanjem dotadašnjeg poslovanja i implementiranjem odgovarajuće strategije, zadržavaju postojeći ili povećavaju nivo svoje profitabilnosti. Najčešće se primenjuje dvojaka strategija: smanjivanje troškova i rast kroz diversifikaciju.

Većina kompanija u svetu unapređuje svoju konkurentnost kontinuiranim aktivnostima na polju restrukturiranja. Ovim radom ukazujemo na specifičnosti procesa restrukturiranja u privredi Republike Srbije, gde ćemo studijom slučaja prikazati efikasnost poslovanja najboljih kompanija (prvih 100 po ukupnim prihodima) prema određenim finansijskim pokazateljima za period od 2009. do 2012. godine.

POLAZIŠTA PREDMETA ISTRAŽIVANJA

Tema rada obuhvata istraživanje specifičnosti procesa restrukturiranja u privredi republike Srbije, efektima koje imaju na poslovanje najuspešnijih kompanija, kao i analizi kompanija koje tek treba da pristupe procesu restrukturiranja u cilju poboljšanja efikasnosti i efektivnosti svog poslovanja.

CILJEVI ISTRAŽIVANJA

Naučni cilj ovoga rada jeste naučni opis važnosti procesa restrukturiranja u savremenim korporativnim finansijama.

Društveni cilj jeste ukazivanje na važnost delovanja restrukturiranja kao kontinuirana aktivnosti savremenih korporacija u cilju poboljšavanja efikasnosti i efektivnosti poslovanja, a samim tim i povećanja konkurentnosti na globalnom tržištu.

HIPOTEZE ISTRAŽIVANJA

U proces istraživanja polazimo sa sledećom generalnom hipotezom koja glasi: *za onoliko za koliko se smanje investicione i organizacione performanse kompanije, za toliko se javlja potreba za procesima restrukturiranja.*

Generalnu hipotezu operacionalizujemo preko i pomoću sledećih posebnih hipoteza:

1. Ključ za uspeh procesa restrukturiranja je dobro dizajnirana, adekvatna poslovna strategija.
2. Nivo konkuretnosti uz unapređenje efektivnosti i efikasnosti poslovanja je jedan od važnih parametara uspeha procesa restrukturiranja.
3. U slučaju restrukturiranja državnih preduzeća, nastoje se maksimizirati finansijski prihodi uz ispunjavanje određenih socijalnih ciljeva (daljih investicionih ulaganja i garancija za zaposlene).

METODE ISTRAŽIVANJA

S obzirom na specifičnost i interdisciplinarnost predmeta istraživanja, ciljeve i hipoteze, korist ćemo različite metode kako bi zadovoljili osnovne metodološke zahteve – objektivnost, pouzdanost, opštost i sistematičnost. Da bi smo to na naučno validan način ostvarili, nameravamo da primenimo:

- osnovne analitičke i sintetičke metode (analizu, sintezu, apstrakciju, konkretizaciju, specijalizaciju, generalizaciju, dedukciju i indukciju);
- opšte naučne metode: hipotetičko-deduktivnu, statističku, komparativnu i metod modelovanja;
- ispitivanje i analizu sadržaja primarne i sekundarne građe kao metode i tehnike prikupljanja podataka.

1.2. STRUKTURA RADA

Rezultate istraživanja sopsćićemo kroz sledeće tematske blokove:

- Prvi deo – predstavlja uvodni deo u kome će biti definisan predmet istraživanja, tema rada i načini na koji će biti realizovana. Posebna pažnja biće posvećena ulozi restrukturiranja poslovanja kompanija u post-kriznim vremenima, odnosno potrebe za povećanjem njihove konkuretnosti i investicionog potencijala.
- Drugi deo – u drugom delu će biti objašnjeni efekti i indikatori ekonomske globalizacije, pojam nove ekonomije, kao i pozicija privrede Republike Srbije u uslovima globalne konkurentosti.

- Treći deo – primenom odgovarajućih strategija poslovanja, svaka kompanija nastoji da poboljša svoj položaj na tržištu. Međutim, ukoliko u određenom vremenskom periodu dođe do značajnijeg pada investicionih i organizacionih performansi kompanije, tada se javlja potreba za restrukturiranjem. U ovom delu će biti objašnjena uloga restrukturiranja savremenih korporacija, kao faktor „ozdravljenja” preduzeća.
- Četvrti deo – kao jedan od najvažnijih elemenata uspeha procesa restrukturiranja objasnićemo *due diligence* (dubinsko skeniranje) kompanije, na osnovu koga se vrši adekvatna procena i stiče što realniji uvid u vrednost kompanije. Posebna pažnja će biti posvećena metodološkim osnovama procene vrednosti preduzeća, kao stalna potreba u uslovima dinamičkih promena u okruženju. Potrebu za što boljom procenom vrednosti imaju kako kupci ciljne kompanije tako i menadžment kompanije koja je u fokusu, kako bi stekli adekvatnu pregovaračku poziciju.
- Peti deo – dinamičke promene u okruženju zahtevaju konstantno prilagođavanje novonastalim okolnostima i najuspešnijih preduzeća u privredi Republike Srbije. Analizom odgovarajućih finansijskih pokazatelja za prvih 100 kompanija po ukupnim prihodima u periodu od 2009. do 2012. godine, biće dat pregled uspešnosti poslovanja tih kompanija. Nakon svetske finansijske krize iz 2008. i uticaja na privredu naše zemlje (kroz izrazito smanjenje investicionih aktivnosti), bilo je neophodno brže aktivirati procese restrukturiranja, kako bi se za period od 3 do 5 godina videli očekivani pozitivni efekti.
- Šesti deo – ujedno i poslednji deo ovog rada čine zaključna razmatranja koja predstavljaju rezime i dovode do odgovora na pitanja, odnosno verifikaciju hipoteza.

2. EKONOMSKA GLOBALIZACIJA

I NOVA EKONOMIJA

Savremeno poslovanje kompanija zahteva konstantno prilagođavanje novonastalim tržišnim strukturama na makro nivou, što nekad uslovljava radikalna prilagođavanja kako bi se zadržale ili poboljšale performanse. Konkurentnost na globalnom tržištu je jedan od glavnih pokretača tih procesa. Veliki deo restrukturiranja došao je kao stratezijski odgovor na novonastale promene u okruženju, a koje su posledica dejstva nekoliko važnih faktora kao što su:

- globalizacija,
- informaciona tehnologija i
- deregulacija.

Novi konkurentski odnosi postaju sve složeniji, uzrokovani svetskom finansijskom krizom iz 2008. godine, doprineli su aktiviranju mera koja se svode na snižavanje troškova u funkciji održavanja produktivnosti (zatvaranje filijala po svetu, zatvaranje kompletnih postrojenja, otpuštanje radnika, opšte snižavanje troškova) i formiranje strateških partnerstva. Globalizacija tržišta utiče na to da preduzeća postaju globalno orijentisana, tako što proizvodnju organizuju tamo gde su troškovi proizvodnje najjeftiniji (jeftina i obrazovana radna snaga i jeftine sirovine) po standardizovanim principima proizvodnje, a proizvode distribuiraju širom sveta uz jedinstvenu cenovnu i promotivnu strategiju.

Ekonomska globalizacija dobija puni zamah posle 70-ih godina 20. veka, formiranjem Severno-američkog sporazuma o slobodnoj trgovini NAFTA (SAD, Kanada, Meksiko), Evropske unije, Istočno-Azijska Unije (Japan i tzv. mali azijski tigrovi) čijom se konstantnom borbom za dominaciju na svetskom tržištu internacionalizuju proizvodnja i kapital, a u cilju ostvarivanja sve većih profitnih interesa. Kako transnacionalne kompanije uklapaju svoj interes u državni interes, koliko je to god moguće, često je prisutan izvestan sukob interesa. Naime, transnacionalne kompanije žele održati svoju autonomnost maksimalno u cilju ostvarivanja profitnog interesa, zbog čega je i moguće da u nekim zemljama transnacionalne kompanije predstavljaju lokomotive razvoja, do onih koje vode teškim posledicama njihovog poslovanja.

Danas se najčešće govori o svetskoj privredi, kao privredi transnacionalnih kompanija, koje su krajem 20. veka, kontrolisale preko 50% svetske proizvodnje, 2/3 svetske trgovine, 3/4 međunarodnog transfera tehnologije (D. Vesić, 2010), s tendencijom daljeg rasta. Primetno je, da se interesovanje gotovo svih zemalja sveta prebacuje sa ideološko-političkog i vojnog kompleksa na ekonomsko-tehničko-tehnološki razvoj, dok se zavisnost između zemalja uspostavlja se preko novih tehnologija i finansijskih tokova (izvoz kapitala i proizvodnje).

2.1. INDIKATORI I EFEKTI EKONOMSKE GLOBALIZACIJE

Izraz ekonomska globalizacija danas se koristi da se jednim imenom označe svi procesi kojima se nacionalne ekonomije integrišu u tokove svetske (međunarodne) ekonomije. U savremenom smislu, globalizacija u oblasti ekonomije označava porast integracije ekonomija širom sveta, posebno u oblasti trgovine i finansijskih tokova. Termin se odnosi i na kretanje ljudi (radne snage) i znanja (tehnologije) preko međunarodnih granica. Termin ekonomska globalizacija je ušao u širu upotrebu osamdesetih godina XX veka i odnosio se u prvom redu na procese koji su osnažili, pojednostavili i ubrzali međunarodne trgovinske i finansijske tokove. (D. Novaković, 2012)

Razvojem globalne ekonomije odnosno fomiranjem jedinstvenog svetskog ekonomskog prostora omogućena je takva organizacija ekonomskih aktivnosti gde su privrede zemalja širom sveta postale međusobno povezane u procesima proizvodnje, razmene i korišćenja kapitala, roba i usluga. Ta integrisanost se ogleda u pojavama nekoliko indikatora ekonomske globalizacije od kojih su najvažniji:

TRANSNACIONALNE KOMPANIJE

Delovanje transnacionalnih kompanija (TNK) čiji se uticaj na svetskom tržištu manifestuje kroz nekoliko različitih načina:

- izmeštanjem dela poslovanja (proizvodnje) u ispostave izvan matične zemlje u kojoj je smeštena centrala firme, omogućeno je da roba i usluge budu na tržištu kao uvezene, iako su proizvedene na teritoriji zemlje domaćina. Time se tradicionalni načini međunarodne trgovine (uvoz i izvoz) zamenjuju novim mehanizmima međunarodne razmene robe i usluga.
- TNK pospešuju međunarodne tokove kapitala time što biraju države u kojima plasirani kapital ima najbolje izgleda za uspešne obrtno cikluse, u težnji da uz minimalne troškove (povoljan nivo poreskih i carinskih ograničenja, jeftiniju radnu snagu, odgovarajuću infrastrukturu ili sirovinsku podršku i dr.) ostvare maksimalno dobre poslovne rezultate.
- ukidanje uslovljenosti proizvodnje raspoloživim prirodnim i drugim resursima nekog podneblja, čime je omogućeno da industrije postanu geografski slobodne.
- primenom novih informaciono komunikacionih tehnologija omogućava se gotovo trenutno organizovanje i vođenje poslovnih aktivnosti izvan granica matične države.
- TNK imaju veliki uticaj u preraspodeli tržišta radne snage, kako u pogledu porasta njene mobilnosti, tako i po pitanju sve veće fleksibilnosti i stručnog osposobljavanja (usavršavanja, odabira profesije i dr.).

(u bil. \$)

Rang	Kompanija	Zemlja	Prodaja	Profit	Aktiva	Tržišna vrednost
1	ICBC	Kina	134,8	37,8	2 813,5	237,3
2	China Construction Bank	Kina	113,1	30,6	2 241	202
3	JPMorgan Chase	USA	108,2	21,3	2 359,1	191,4
4	General Electric	USA	147,4	13,6	685,3	243,7
5	Exxon Mobil	USA	420,7	44,9	333,8	400,4
6	HSBC Holdings	UK	104,9	14,3	2 684,1	201,3
7	Royal Dutch Shell	Holandija	467,2	26,6	360,3	213,1
8	Agricultural Bank of China	Kina	103	23	2 124,2	150,8
9	Berkshire Hathaway	USA	162,5	14,8	427,5	252,8
10	PetroChina	Kina	308,9	18,3	347,8	261,2
11	Bank of China	Kina	98,1	22,1	2 033,8	131,7
12	Wells Fargo	USA	91,2	18,9	1 423	201,3
13	Chevron	USA	222,6	26,2	233	232,5
14	Volkswagen Group	Nemačka	254	28,6	408,2	94,4
15	Apple	USA	164,7	41,7	196,1	416,6
16	Wal-Mart Stores	USA	469,2	17	203,1	242,5
17	Gazprom	Rusija	144	40,6	339,3	111,4
18	BP	UK	370,9	11,6	301	130,4
19	Citigroup	USA	90,7	7,5	1 864,7	143,6
20	Petrobras	Brazil	144,1	11	331,6	120,7

Tabela 1. Forbsova lista prvih 20 kompanija u svetu

Izvor: <http://www.forbes.com/global2000/list/> (Posećeno 08.10.2013.)

GLOBALNA TRŽIŠNA UTAKMICA

Formiranje globalnog tržišta polazeći od definicije samog tržišta (kao ukupnosti odnosa prodavaca i kupaca putem kojeg se razmenjuju roba i novac), na isti način se može tretirati njegova savremena forma, nazvana globalno tržište. Globalno (kao odrednica u okviru ovog pojma) podrazumeva stanje u kome je zaista moguće ostvariti stalno svetsko kretanje robe i novca. Globalno tržište dobija svoj novi oblik kao planetarno organizovana mreža sledećih odnosa:

- U subjekte (učesnike) globalnog tržišta možemo svrstati države, od kojih su neke posebno aktivne i prisutne, poput SAD, Kine, Japana, Rusije, Velike Britanije, Francuske, Nemačke i dr. To su države čije su nacionalne ekonomije dominantne u meri u kojoj ih možemo smatrati ključnim nosiocima globalne ekonomije, koji uspostavljaju veze, usmeravaju procese i čine da globalno tržište funkcioniše. Drugi važan subjekat globalnog tržišta su TNK koje svojim aktivnostima čine neraskidivu mrežu ekonomskih odnosa uspostavljenih širom sveta.
- Ekonomske aktivnosti koje se mogu okarakterisati kao globalne su: finansijska ulaganja u nove poslove širom sveta zasnovane na slobodnom kretanju kapitala (takozvanog mega kapitala), proizvodnja koja dobija globalni karakter (u različitim vidovima kada neki proizvod u svojim proizvodnim etapama nastaje na nekoliko međusobno veoma udaljenih mesta na svetu), aktivnosti na kreiranju i realizaciji globalnih strategija nastupa na tržištu, promocije i prodaje (bilo da je reč o aktivnostima država ili pojedinačnih kompanija), globalni marketing, kreiranje globalnih brendova, globalna potrošnja i dr.
- Institucije čije su aktivnosti prevashodno okrenute globalnom tržištu i koje možemo nazvati institucijama globalnog tržišta su međunarodne institucije poput STO, Svetske banke ili MMF.

Ove institucije imaju ulogu globalnog kreatora tržišne utakmice i postavljanja pravila i zakonitosti koja u njoj vladaju. Zahvaljujući standardizaciji pravila „igre”, učesnici globalne tržišne utakmice se, osim brojnih međunarodnih bilateralno i multilateralno uspostavljenih ugovora, moraju pridržavati i univerzalno važećih pravila koje propisuju ekonomske (finansijske) institucije. Jedna od mera koja kontinuirano proizlazi iz aktivnosti ovih institucija jeste liberalizacija kretanja robe i kapitala, ograničavanjem mešanja države u regulisanje globalne tržišne utakmice, čime se krupnom kapitalu (investicijama) pružaju uslovi za sve krupnije poslovne poduhvate, odnosno zahvatanje sve većih delova globalnog tržišta.



Slika 1. Familija globalnih brendova

RAZVOJ MEĐUNARODNE TRGOVINE

Sledeći važan indikator globalizacije, gde je povećanje obima međunarodne trgovine olakšano, sa jedne strane, smanjivanjem ili uklanjanjem carinskih barijera, pojednostavljivanjem uvoznih procedura i deviznog poslovanja, odnosno stvaranjem slobodnih carinskih zona sa liberalnijim spoljnotrgovinskim, carinskim, poreskim i drugim uslovima. Značajnu ulogu u uvođenju spoljnotrgovinskih olakšica imale su institucije globalnog karaktera kao što su GATT (STO), kao i regionalni i lokalni međunarodni sporazumi kojima se ubrzala i uvećala trgovinska razmena (MERCOSUR, NAFTA i dr.). Sa druge strane, neprestano smanjivanje troškova i povećavanje brzine transporta imalo je značajnog uticaja na međunarodnu trgovinu (naročito značajnim se smatra uvođenje kontejnera u prekontejnerskom saobraćaju, koji je, iako najsporiji, daleko najisplativiji način transporta na inter-kontinentalnim udaljenostima).

DIREKтна STRANA ULAGANJA

Kao posledica slobodnog kretanja kapitala javlja se povećanje obima direktnih starnih ulaganja (investicija). Kad je reč o slobodnom kretanju kapitala, govorimo o relativno novijoj istorijskoj pojavi, pa se zbog toga ovaj indikator možda može najdirektnije vezati za proces globalizacije, tačnije za njegovu poslednju fazu. Uklanjanjem stega regulacije koje je ranije nametao „kejnzijanizam” i koncept države blagostanja, smanjivanjem državnog uticaja u privredi, smanjivanjem kontrole cena i ograničenja u deviznom sistemu, smanjivanjem poreskih prihoda i javnih rashoda, stvoreni su povoljni uslovi za nesmetanu cirkulaciju kapitala širom sveta. Posledice koje su nastale zahvaljujući nesmetanoj cirkulaciji kapitala i njegovoj velikoj pokretljivosti kanalima finansijskih tržišta, koji omogućavaju da se kapital „seli” u zemlje sa niskim porezima i fleksibilnim propisima, za mnoge predstavljaju srž ekonomske globalizacije.

Ulogu dominantne sile ekonomske integracije sveta, slobodni kapital ostvaruje zahvaljujući delovanju dva faktora:

- Visok stepen pokretljivosti kapitala ostvaruje se uz enormno značajnu pomoć savremenih tehnologija koje su omogućile nastanak takozvanog „elektronskog novca” koji se putem elektronskih transfera kreće planetom u vremenskom trajanju koje se meri sekundama.
- Uvećanje mase finansijskog kapitala predstavlja drugi važan faktor zahvaljujući kome slobodni protok kapitala zauzima privilegovanu poziciju u procesima globalizacije. Podaci na osnovu kojih se može zaključiti o kolikim iznosima je reč, pokazuju da je obim finansijskih transakcija 25 puta veći u odnosu na vrednost ukupne svetske trgovine za godinu dana.

Indikator	2008	2009	2010	2011	2012 ^a	2013 ^b	2014 ^b
BDP	1.4	-2.1	4.0	2.7	2.3	2.4	3.1
Trgovina	3.0	-10.4	12.6	5.8	3.2	4.5	5.8
Zaposlenje	1.1	0.4	1.4	1.5	1.3	1.3	1.3
Strane direktne investicije	-9.5	-33.0	14.1	16.2	-18.3	7.7	17.1

Tabela 2. Stopa rasta globalnog GDP, GFCF, trgovine, zapošljavanja i FDI u periodu od 2008-2014. god (%)

Source: UNCTAD based on World Bank for GDP, IMF for GFCF and Trade and ILO for employment

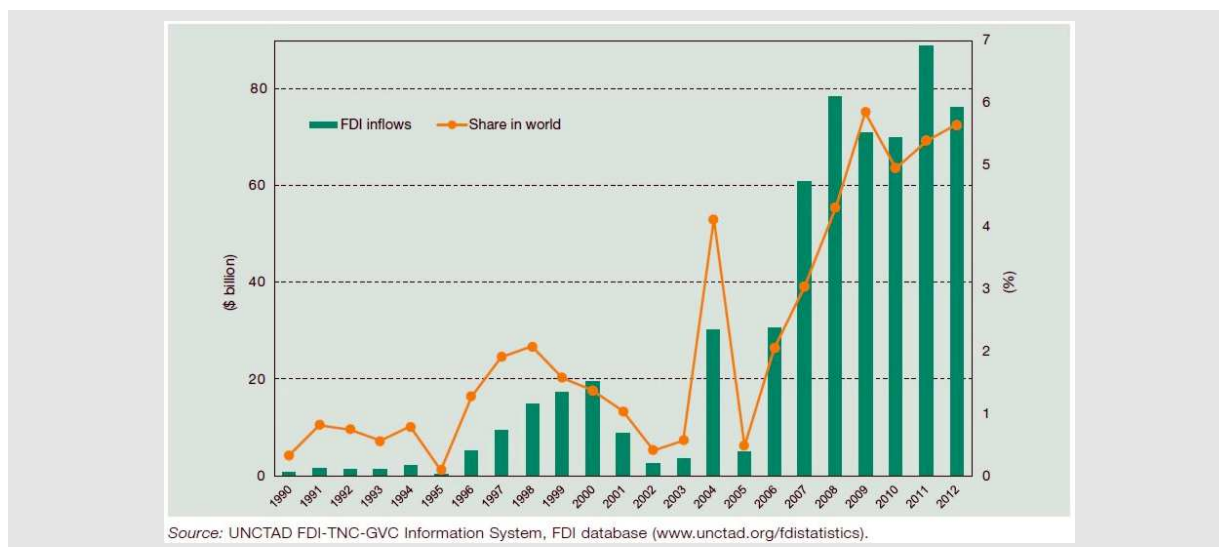
^a Procena; ^b Projekcija.

Izvor: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2013d1_en.pdf (Posećeno 05.04.2013)

PORESKI RAJEVI

Smisao *poreskih rajeva* je da se u njima kreiraju takva zakonodavstva koja olakšavaju transakcije između subjekata koji nisu rezidenti te teritorije. Te međunarodne transakcije su minimalistički pravno regulisane, a po pravilu učesnicima se pruža pravno regulisana zaštita tajnosti da transakcije neće biti povezane sa onima koji su je obavili. Kada je reč o poreskim rajevima treba shvatiti da oni nisu na marginama svetske ekonomije, nego integralni deo savremene svetske poslovne prakse. Oni su postali jedan od najvažnijih instrumenata postojećeg globalizovanog finansijskog sistema i istovremeno jedan

od važnih uzroka finansijske nestabilnosti. Podaci pokazuju da je u svetu aktivno između 46 i 60 poreskih rajeva, dok je njihovo učešće u FDI prikazano sledećom slikom:



Slika 2. Vrednosti i udeo ofšor kompanija u globalnim stranim direktnim investicijama (FDI) od 1990-2012. godine (bilioni \$ i %)

Izvor: *World investment report 2013: global value chains; investment and trade for development*, UN, New York and Geneva, 2013.

Poreski rajevi kontinuirano u cilju podsticanja ofšor poslovanja razvijaju nove forme regulative i nove forme društava kao odgovor na permanentan pritisak da se sprovede pravila OECD, EU i razvijenih zemalja pojedinačno kojima se nastoje ograničiti pogodnosti koje pruža ofšor poslovanje, i na taj način, pre svega, suziti prostor za izbegavanje i utaje poreza.

Diskusija o ofšor poslovanju se obično koncentriše oko tri glavna pitanja: izbegavanje poreza, regulativa naročito finansijska, i kriminal uključiv pranje novca, trafikung i pronevere. Ofšor poslovanje intenzivira diskusiju o suverenim pravima teritorija da kreiraju pravne norme, naročito kada one mogu nanositi štete drugim državama. (Đ. Popov, 2011)

NOVA EKONOMIJA¹

Centralno mesto u progresu potrebe da se ekonomska sfera društvenog života intenzivnije dematerijalizuje, intelektualizuje i tehnologizuje zasluga je pojave i razvoju informacionih tehnologija koja je postala osnova na kome počiva nova ekonomija. Početkom devedesetih godina izraz nova ekonomija počeo se upotrebljavati u smislu izraženog prisustva visokih tehnologija koje su ostvarivale rastući uticaj na ekonomske strukture nacionalnih ekonomija i svetske privrede u celini. Primena visokih, ili kako su ubrzo nazvane novih, a najpreciznije informacionih tehnologija, značajno se odrazio u vidu čitavog niza ekonomskih, a onda i socijalnih, političkih, i kulturnih promena. Ubrzo su se u upotrebi, kao

1 Nova ekonomija (*New economy*) grupa kvalitativnih i kvantitativnih promena. Karakterišu je znanje, digitalizacija, virtuelizacija, molekularizacija, umrežavanje po modelu Interneta, disintermedijacija, konvergencija, zamagljenost jaza između proizvođača i potrošača, neposrednost, rastuća složenost, ubrzanje, globalizacija i nered. *Rizik, neizvesnosti stalne promene postaju pravila, a ne izuzeci*. (Ekonomske rečnik, 2006.)

sinonimi pojma nova ekonomija, počeli koristiti izrazi kao što su informaciona, digitalna ili mrežna ekonomija, a u novije vreme i ekonomija znanja.

Savremene informacione i komunikacione tehnologije je ključni infrastrukturni osnov koji omogućava ekspanziju nove ekonomije, pri čemu se najveći deo „zasluga” pripisuje računarskim (kompjuterskim) tehnologijama i pojavi globalne mreže, interneta. Nova ekonomija svoju visoku efikasnost ne zasniva toliko na primeni savremene mehanizacije ili automatizacije u procesu proizvodnje, kako je to bio slučaj kod „stare” ekonomije.

Njen glavni oslonac su visoko sofisticirane tehnologije, znanje i inovacije, koje se razvijaju i razmenjuju zahvaljujući novoj globalnoj komunikacionoj infrastrukturi. Nova ekonomija predstavlja rezultat delovanja nekoliko faktora, odnosno procesa koji su se odigrali u savremenom svetu: informatizacija, privatizacija, deregulacija i globalizacija.

- a) *Informatizacija* - informacije predstavljaju važan element nove ekonomije; značaj pravovremene, precizne i proverene informacije izjednačava se sa značajem koji u poslovanju imaju biznis plan i kapital, zbog čega se znanje kojim zaposleni (a pre svega upravljački delovi poslovnog sistema) raspolažu i koje koriste u upravljanju kompanijom, naziva njenim intelektualnim kapitalom. Informacija u pravom smislu postaje jedan od poslovnih resursa o čijem korišćenju treba osmisliti strategije koje će dati najbolje poslovne rezultate.
- b) *Privatizacija* - krajem XX veka znatan broj država (bivših socijalističkih zemalja) sproveo je programe privatizacije, čime je veliki broj preduzeća, firmi, kompanija i drugih privrednih subjekata prešao u ruke privatnih vlasnika. Razvoj poslovnih aktivnosti zasnovanih na privatnoj inicijativi je, u kombinaciji sa informacionim tehnologijama, omogućio da se promeni i sama priroda privatnog vlasništva (svojine). Reč je o otvaranju firmi koje ne funkcionišu na tradicionalan način (nema proizvodnih pogona, prodajnih objekata, magacina, velikih zakupljenih zgrada ili prostorija, funkcionišu sa malim brojem zaposlenih, minimumom tekućih troškova i dr.) gde se na taj način na svetskom tržištu se pojavio veliki broj firmi privatne vlasničke strukture, od kojih su neke za kratko vreme dospele u sam vrh poslovnog uspeha, zadajući žestok konkurentski udarac „klasičnom” i oprobanom načinu poslovanja.
- c) *Deregulacija* - ekonomskim procesima koji se odvijaju na svetskom (globalnom) tržištu postalo je sve teže upravljati, naročito kad je reč o kontroli koju su ranije države sprovodile pojedinačno na svojim nacionalnim tržištima. Nova ekonomija uspostavila je mrežu dinamičnih i teško predvidivih odnosa kojima više nije moguće upravljati na stari način. pa se zbog toga, od privrednih subjekata koji hoće da budu uspešni po merilima nove ekonomije, traži da umesto rigidnih sistema kontrole i upravljanja primenjuju fleksibilne upravljačke modele, da budu sposobni da se usvajanjem novih znanja i veština dovoljno efikasno i brzo prilagode okolnostima i poslovnim uslovima koji se neprekidno menjaju. Ove promene moguće je sprovesti ukoliko se princip deregulacije tržišta (kapitala, radne snage i dr.) prihvati kao neminovnost.

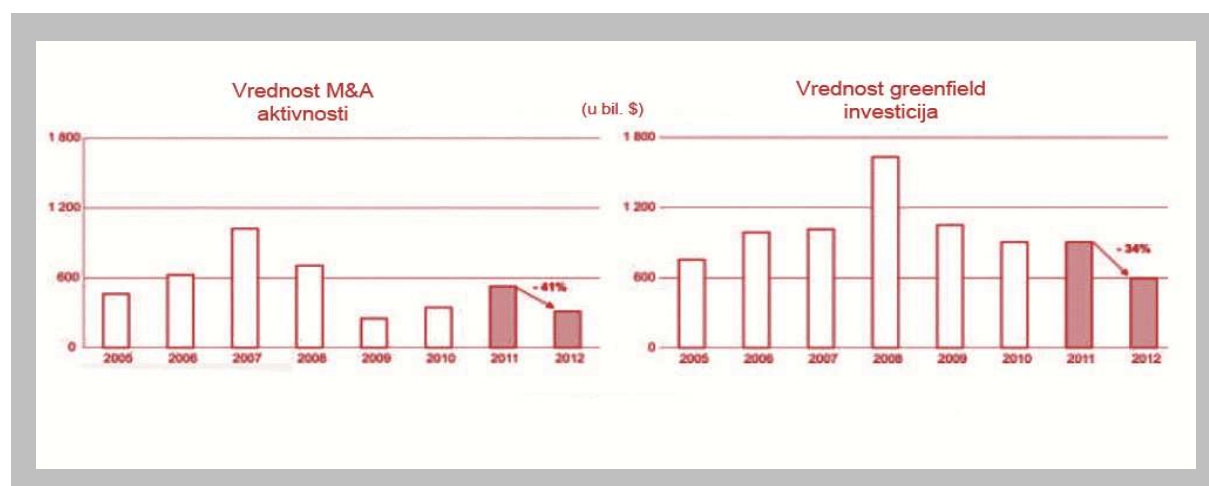
- d) *Globalizacija* - elementi globalne ekonomije kao što su kapital, tržište, proizvodnja i informacije, organizovani su i deluju nezavisno od nacionalnih granica, a ekonomija sve više postaje proces koji se ne odvija između dve, tri ili grupe država, već su njime praktično obuhvaćene sve savremene države.

MEĐUNARODNE EKONOMSKE ORGANIZACIJE I INSTITUCIJE

Institucije poput Svetske banke, MMF-a, Svetskog ekonomskog foruma ili STO, postale su regulatori globalnih finansijskih i ekonomskih tokova, čiji su globalni dometi i efekti postali nezavisni i od interesa pojedinačnih nacionalnih država. Zbog uticaja koji imaju na samostalnost nacionalnih država u upravljanju i odlučivanju o planovima i smernicama sopstvenog ekonomskog razvoja, delovanje globalnih finansijskih i ekonomskih institucija najdirektnije se dovodi u vezu sa slabljenjem državnog suvereniteta.

DOMINACIJA KRUPNOG KAPITALA

Proces ukupnjavanja kapitala odvija se putem transformacija preduzeća na način na koji mogu najadekvatnije odgovoriti konkurentskim izazovima, najpre na nacionalnom i regionalnom, a onda i na globalnom tržištu. Međusobnim spajanjem, preuzimanjem, kupovinom ili kapitalizacijom, kompanije realizuju svoje poslovne strategije koje imaju za cilj bolje, efikasnije i isplativije savladavanje konkurencije, odnosno prilagođavanje i pozicioniranje u dinamičnom poslovnom okruženju. Sa stanovišta osvajanja svetskog (globalnog) tržišta, najznačajnije rezultate ostvaruju velike (gigantske) svetske kompanije koje međusobnim preuzimanjem i kupovinom obezbeđuju poziciju još krupnijih, moćnijih i respektabilnijih „igrača” globalne ekonomske utakmice. Srazmere sklopljenih poslova integrisanja ekonomskih giganta dostižu vrednosti od više desetina, pa i stotina milijardi dolara. Ovaj proces za svoju posledicu ima snažnu koncentraciju sve krupnijeg kapitala kod sve manjeg broja privrednih subjekata.



Slika 3. Globalne vrednosti prekograničnih M&A aktivnosti i Greenfield investicija za period od 2005. do 2012. god (bilioni \$)

Izvor: http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2013d1_en.pdf (Posećeno 05.04.2013)

NOVE FINANSIJSKE ELITE - NOVI GOSPODARI EKONOMIJE

Uvećavanje tržišne vrednosti kompanija i nastajanje značajnog broja globalnih privrednih giganta kao krajnji rezultat ima rastući uticaj uskog kruga finansijskih i ekonomskih centara, odnosno koncentrisanje znatne količine moći u rukama malog broja ljudi i privrednih subjekata koji su na njihovom čelu. Na taj način stvaraju se uslovi da međunarodna ekonomska sfera, a posledično i ukupni međunarodni ekonomski odnosi, budu kreirani i upravljani od strane nove finansijske elite sačinjene od vlasnika mega kapitala, menadžera gigantskih kompanija i drugih ljudi koji zauzimaju ključne pozicije koje im omogućavaju manevrisanje u ekonomskim pitanjima.

Uloga ove novoformirane finansijske elite nedvosmislena je u domenu promocije i zaštite interesa TNK u međunarodnim ekonomskim odnosima. U kombinaciji sa drugim ekonomski značajnim subjektima, delovanjem međunarodnih organizacija i institucija, ostvarujući takozvano „globalno ekonomsko upravljanje”, dolazi do preliivanja moći finansijske elite na širi teren međunarodnih odnosa. Zbog toga formiranje čitavog novog društvenog sloja poznatog i pod nazivom „transnacionalna kapitalistička klasa”, smatra se još jednom od posledica, ili pokazatelja globalizacije.

REGIONALNI SPORAZUMI I INTEGRACIJE

Iako ne zahvataju ukupan globalni, svetski prostor, regionalne ekonomske integracije ostvaruju svoj „globalizujući” efekat tako što uvode istovetna pravila ponašanja, odnosno uslove koji postaju važeći za različite države i ujednačavaju njihove ekonomske sisteme. Osim toga, savremene regionalne integracije usmerene su na liberalizaciju kretanja proizvodnih faktora uklanjanjem trgovinskih i ekonomskih barijera koje tradicionalno postoje među državama i na taj način podstiču kretanja u istom smeru u kome se kreću procesi globalizacije. Tokovi olakšane ekonomske razmene koji doprinose integrativnosti svetske ekonomije, organizovani su oko trgovačkih i ekonomskih sporazuma, od kojih su najistaknutiji trilateralni trgovinski blok severnoamerčkih zemalja NAFTA (*North American Free Trade Agreement*), latinoamerički regionalni sporazum MERCOSUR (*Mercado Comun del Sur*), geopolitička i ekonomska organizacija ASEAN (*Association of Southeast Asian Nations*) u Aziji, i Evropska Unija na tlu Evrope, kao integracija najvišeg stepena. Osim pomenutih, regionalne integracije poput CEFTA (*Central European Free Trade Agreement*), APEC (*Asia-Pacific Economic Cooperation*), EFTA (*European Free Trade Association*), ECCAS (*Economic Community of Central African States*) i drugih koje ostvaruju efekte jačanja ekonomskih integracija koje se po svojim konačnim efektima mogu dovesti u vezu sa globalizacijom.

OSTALI INDIKATORI EKONOMSKE GLOBALIZACIJE

Konačno, značajnu grupaciju pokazatelja globalizacije čine procesi čiji se efekti ne mogu uvek i u potpunosti iskazati samo kvantitativnim parametrima, ali su kao indikatori globalizacije nesumnjivo prisutni.

Globalizaciju možemo prepoznati i po **efektima** kao što su:

- podsticanje zemalja da se specijalizuju u različitim privrednim granama (ovo se naročito odnosi na države u kojima je bila na delu dogovorna ekonomija, u čijim okvirima su bile zastupljene sve privredne delatnosti, bez obzira na specifičnosti ili komparativne prednosti u pogledu raspoloživih resursa, sirovina, mogućnosti za plasman na tržištu i dr.);
- manifestujući se istovremeno kao posledica, ali i generator globalizacijskih tokova, u porastu je tehničko-tehnološko osavremenjivanje društava: industrijalizacija (izraženije kod slabije razvijenih zemalja) i naročito informatizacija društava i ekonomije koje se događaju;
- zahvaljujući primeni novih informacionih i komunikacionih tehnologija; spremnost i osposobljenost ukupnog poslovnog sistema u ovim zemljama da efikasno primeni najnovija znanja i dostignuća u oblasti informacionih tehnologija, postaju opredeljujući faktor velikim kompanijama koje posluju i plasiraju kapital u različitim delovima sveta;
- usled protivrečnih procesa povećanja kvalifikovanosti i istovremenog obaranja cene radne snage dolazi do niza promena u pogledu nove (globalne) podele rada; nerazvijene zemlje postaju privlačnije za velike svetske korporacije, ne više samo u pogledu sirovina i proširenja tržišta za plasman robe, već i u pogledu angažovanja kvalifikovane, a jeftinije radne snage; takođe, migracije radne snage poprimaju globalne razmere (sve češće i jednostavnije se u potrazi za poslom čitave porodice odlučuju na preseljenje, menjajući svoje dotadašnje okruženje za nova i neretko veoma udaljena mesta stanovanja).

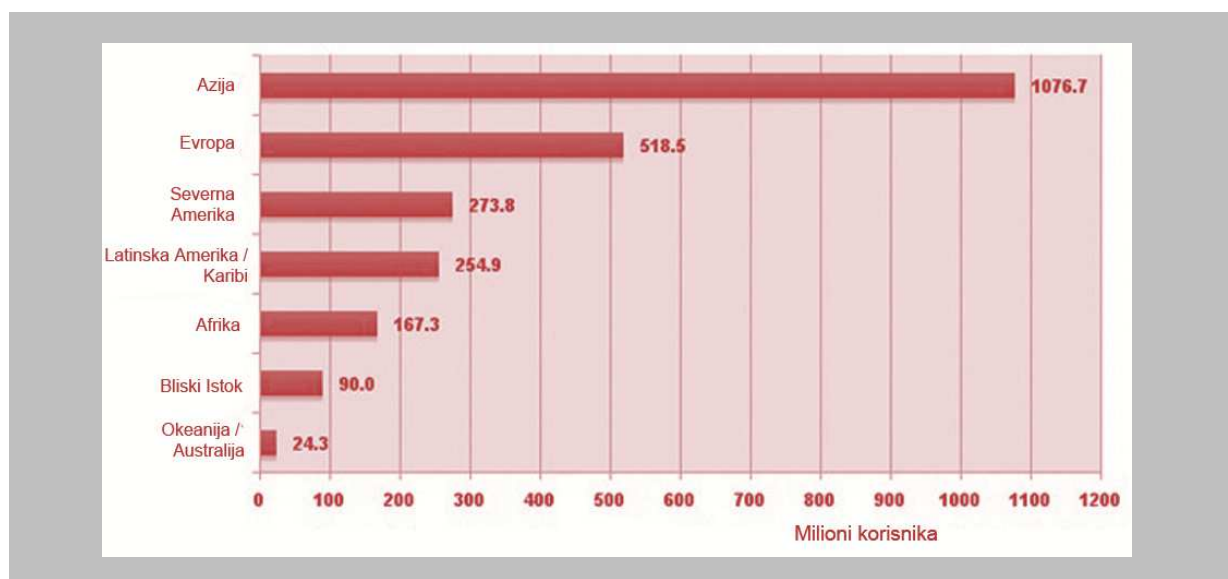
Promene koje su karakteristične za proces globalizacije u sferi ekonomije, neodvojive su od promena koje se događaju na polju međunarodnih odnosa. Ekonomske aktivnosti privrednih subjekata ostvarene uz pomoć instrumenata i mehanizama globalizacije, postale su toliko intenzivne i sveobuhvatne, da se njihovo delovanje iz sfere privrede i ekonomije prelilo i u polje političkog upravljanja i usmeravanja drugih društvenih kretanja. U savremenim uslovima koje diktira globalizacija, privredni subjekti koji posluju na svetskom tržištu, kao i vlasnici krupnog kapitala, uspeali su da postanu činioci od kojih zavisi međunarodni ekonomski i politički poredak.

Ulaskom u novi milenijum, opstanak postojećih ekonomskih performansi u poslovnom okruženju koje se brzo menja zavisice od toga kako će interni proces odlučivanja podržavati i širiti nove tehnologije i mere za poboljšanje produktivnosti. Vlada mišljenje da bi kriterijumi odlučivanja trebalo da budu zasnovani na *zdravim ekonomskim principima, na dobro osmišljenim novčanim tokovima, i na dobro definisanoj razmeni (trade-off) u okviru donetih odluka, kako velikih tako i malih*. Drugim rečima, govorimo o primeni **zdravog ekonomskog menadžmenta**.

2.2. NOVA EKONOMIJA

Početak trećeg milenijuma karakteriše sve opšta raznolikost i hiperpovezanost, gde se u takvim okolnostima poslovni svet suočava sa velikim i nepoznatim mogućnostima savremene informacione i digitalne tehnologije. Primenom te tehnologije menjaju se svi elementi poslovnih aktivnosti, ali i ukupan način života i rada ljudi. Novo doba ili era informacione tehnologije afirmiše potpuno drugačiji pristup poslovanju i stvara nove poslovne prioritete. Poslovni procesi se menjaju i prilagođavaju tržišnim prilikama, poslovanje se globalizuje i ubrzava, konkurencija postaje intenzivnija, a glavni resursi novog ekonomskog sveta postaju *informacija, znanje i intelektualni kapital kompanije*. Menadžment kompanija u svim granama, mora da shvati brojne prednosti korišćenja savremenih tehnologija u kreiranju novih poslovnih rešenja u cilju kreiranja novih proizvoda i usluga, koje će plasirati na tržištu radi proširenja izbora svojim potencijalnim kupcima, sniženja troškova i, na taj način, ostvarenja uslova za brži i efikasniji rast svojih nacionalnih ekonomija.

Svet se iz dosadašnjeg tradicionalnog tržišta transformiše u virtuelni tržišni prostor, gde nastajanjem novog doba nosi sa sobom i nova pitanja koja utiču na neophodnost promene filosofije poslovanja. Dakle, doba nove ekonomije počiva na ekonomski produktivnoj *povezanosti informacije, komunikacije i kreacije*.



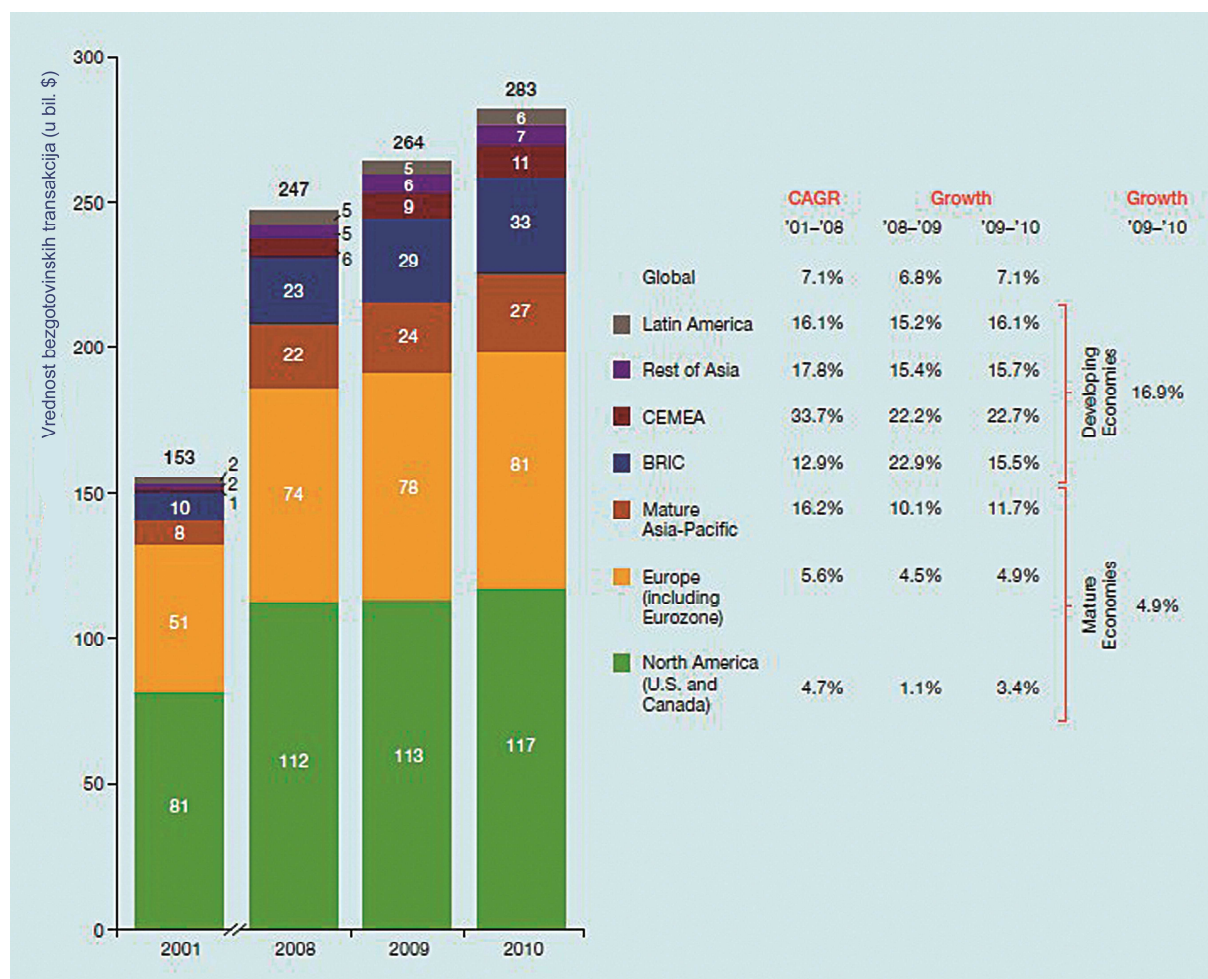
Slika 4. Broj korisnika interneta u svetu (po regionima u 2012. god.)

Izvor: <http://www.internetworldstats.com/stats.htm> (Posećeno 05.04.2013)

Elektronsko poslovanje (e-poslovanje, ili e-biznis) predstavlja novi vid poslovanja koji se odvija primenom računarskih mreža, ono podrazumeva organizovanje i realizaciju razmene robe, usluga i informacija, različite marketinške aktivnosti, procese odlučivanja i upravljanja i dr., za čije se obavljanje koristi najveća globalna računarska mreža internet, ali i drugi mrežni sistemi (intranet i ekstranet), koji imaju pomoćnu ulogu. Elektronsko poslovanje se odvija u nekoliko najvažnijih vidova i to: elektronska trgovina, elektronsko komuniciranje, elektronska proizvodnja i elektronska distribucija.

- Elektronska trgovina zavisno od subjekata koji u njoj učestvuju, može se obavljati kao: B2B (firma firma), B2C (firma potrošač/kupac), B2E (firma zaposleni), B2G (firma javni sektor/vlada), G2G (vlada vlada), G2C (vlada građani), ili C2C (kupac kupac). Kako elektronsko poslovanje postaje sve rasprostranjenije, u budućnosti se mogu očekivati novi subjekti i novi tipovi elektronski uspostavljenih relacija. U okviru e-trgovine posebno je razvijena oblast elektronskog plaćanja koje obuhvata transfere novca u funkciji plaćanja neke robe ili usluge prilikom kojih se koriste računarske i mrežne tehnologije. Plaćanje uz pomoć informaciono-komunikacionih tehnologija iznedrilo je i elektronski novac kao elektronski uskladištene vrednosti koje se kreiraju radi korišćenja u prodajnim i drugim transakcijama elektronskog poslovanja. E-novac se danas rasprostranjeno koristi za različita bezgotovinska plaćanja u međunarodnoj trgovini, međunarodne bankarske transakcije i dr. (slika 5.).
- Elektronsko komuniciranje obuhvata firme, kompanije, preduzeća kao aktivne subjekte, ali i ukupni prostor tržišta (potrošače i druge privredne subjekte, različite organizacije, institucije i slično).
- Elektronska proizvodnja podrazumeva proizvodnju (robe ili usluga) koji funkcionišu u elektronskom obliku. To su najčešće različiti kompjuterski programi, filmovi, muzika, kompjuterske igrice, knjige i drugi multimedijalni sadržaji pretočeni u elektronsku fonnu. Takođe, različite vrste usluga mogu se smatrati elektronskim proizvodima (usluge iz oblasti bankarstva, obrazovanje, konsalting, marketing i drugo).
- Elektronska distribucija razvija se kao poseban vid elektronskog poslovanja i u neposrednoj je vezi sa elektronskom proizvodnjom, a tiče se dopremanja kupljene robe ili usluge kupcima putem sredstava elektronske komunikacije.

Sistemi elektronskog poslovanja koji se oslanjaju na nove tehnološke mogućnosti, omogućavaju trenutnu razmenu neke robe, usluga, novca ili informacija. U ovoj oblasti oni polako preuzimaju vodeću poziciju zahvaljujući svojim prednostima: smanjenje troškova, skraćivanje vremena operacija, povećana produktivnost i efikasnost i globalna dostupnost.



Slika 5. Broj bezgotovinskih transakcija u svetu, po regionima 2001, 2008-2010. godina (Bilioni \$)

Izvor: http://www.it.capgemini.com/sites/default/files/resource/pdf/The_8th_Annual_World_Payments_Report_2012.pdf
(Posećeno 8.4.2013.)

Međutim, osim pozitivnih strana, poslovanje uz pomoć interneta ispoljilo je i svoje loše strane. Jedan od glavnih problema tiče se bezbednosti ovakvog načina prenosa informacija, novca ili robe. Izazov finansijskoj bezbednosti predstavljaju moguće zloupotrebe platnih ili kreditnih kartica koje se u tom prometu koriste. Ugrožavanje bezbednosti na internetu moguće je i u slučaju narušavanja privatnosti ili krađe identiteta (kad je reč o fizičkim licima, kupcima), odnosno opasnosti upada u računarske sisteme firmi u kojima su pohranjene poverljive ekonomske informacije (poslovne tajne i slično).

2.2.1. EKONOMIJA ZNANJA

Globalizacija, kao završna integracija svetskog tržišta i informatička revolucija, kao njena tehnološka platforma uticali su na promenu moći na tržištu, od proizvođača ka potrošaču. Zbog toga, jedna od osnovnih osobina današnjeg sveta jeste mogućnost bilo koje inovativne organizacije da preko noći ugrozi tradicionalne „velike” organizacije i preuzme njihovu lidersku poziciju na tržištu. Činjenica da globalno poslovanje nije ograničeno društvenim nasleđem i geografskim lokacijama, zapravo pruža najveću prednost radnicima znanja čije su osobine, visoka stručna kvalifikovanost, fleksibilnost obavljanja posla i posvećenost konceptu neprestanog učenja (usavršavanja). (J. Đorđević Boljanović i dr., 2013)

Informacije i znanje postaju moćni faktori, najznačajniji za društveni i privredni razvoj i proizvodne procese, od posebnog značaja za obezbeđenje ekonomskog rasta nacije i za pojedince da obezbede veštine neophodne za pronalaženje zaposlenja ili pak da postignu uspeh kao samozaposleni. U doba informacija, značaj tehnologije, obrazovanja i institucionalne fleksibilnosti raste, dok značaj geografije, populacije i sirovina opada.

Znanje postaje ključni resurs, koji se nasuprot svim drugim resursima korišćenjem ne troši već, naprotiv, uvećava. Osnovna strateška prednost jedne organizacije, regiona i države u odnosu na druge je upravo u sposobnosti korišćenja i razvijanja znanja. Razlike u znanju i njegovoj tehnološkoj primeni postaju glavni faktori koji dele razvijene zemlje od nerazvijenih, bogate od siromašnih, visoki životni standard od niskog. Tehnološki napredak, znanje, obrazovanje, stručno osposobljavanje, slobodno kretanje rada i kapitala kao i drugi faktori kvaliteta postali su generatori rasta koji dovodi do razvoja i poboljšanja konkurentne prednosti.

	Ekonomija	Zanimanja	Tehnologije	Princip
Predindustrijsko društvo	Agrikultura, Rudarstvo, Šumarstvo	Seljak Nekvalifikovani radnik	Dobijanje sirovina	Tradicija
Industrijsko društvo	Proizvodnja, Prerada	Polukvalifikovani radnik Inženjer	Kontrola energije	Ekonomski rast
Postindustrijsko društvo	<i>Uloge: transport, javno snabdevanje, trgovina, osiguranje, finansije, zdravstvo, obrazovanje, istraživanje</i>	<i>Menadžer, Stručnjak, Ekspert, Naučnik</i>	<i>Raspolaganje informacijama</i>	<i>Nauka i znanje</i>

Tabela 3. Indikatori najznačajnijih društveno-ekonomskih promena

Izvor: Albijanić, M. (2011) *Intelektualni kapital: uticaj na konkurentnost i ekonomski rast*, Službeni glasnik, Beograd, str. 97.

Razvoj ekonomije, krajem prošlog veka, potpuno se menja i prelaskom iz industrijske u postindustrijsku ekonomiju, glavni resursi nisu više materijalna dobra već resursi zasnovani na primeni znanja. Svetska iskustva su pokazala da je znanje resurs budućnosti i da kompanije koje žele opstati na globalnom tržištu moraju neprekidno i brzo usvajati nova znanja. Uz primenu novih informaciono-komunikacionih tehnologija, širenje i usvajanje znanja mora se odvijati u svim segmentima kompanije i to ne samo na nivou menadžmenta već i od strane svih zaposlenih.

Današnje uspješne privredne grane se konstantno prilagođavaju postojećim tržištima i konkurenciji, gdje se sa promenom tržišta menjaju i uslovi konkurisanja. Shodno tome privredne grane takođe moraju da se menjaju kako bi ostale uspješne posebno u uslovima revolucije znanja koja donosi promene još veće brzine. U budućnosti, postizanje konkurentnosti privrede je nemoguće zamisliti bez konstantne tehnološke inovacije, izgradnje novih mreža i odgovarajućih sistema znanja, pri čemu dugoročna strategija razvoja treba da bude oslonac uspješne kompanije.

Upravljanje znanjem, kao fenomen savremenog poslovanja, predstavlja proces identifikovanja, organizovanja, implementacije i razvoja znanja u kompanijama; upravljanja aktivnostima znanja u kompanijama; identifikovanja i usaglašavanja kolektivnog znanja koje obezbeđuje konkurentnost; način za postizanje organizacionih ciljeva putem generisanja, stvaranja, sintetizovanja i primene informacija, utisaka, mišljenja i iskustva; disciplina usredsređena na sistemske i inovativne metode, iskustva i alate u procesu generisanja, razmene, zaštite i distribucije znanja, intelektualnog kapitala i neopipljive svojine.

Kreativan pristup upravljanju znanjem može rezultirati poboljšanom efikasnošću, visokom produktivnošću i povećanim prihodom u svakoj poslovnoj funkciji. Međutim, sve informacije nemaju isti značaj i uticaj na poslovnu efikasnost. Iz tog razloga je potrebno da preduzeće utvrdi koja informacija ili sredstvo je bazirano na znanju. U literaturi je prisutna uopštena podela intelektualnih i sredstva baziranih na znanju u dve kategorije poznate pod nazivom: eksplicitna i tacit sredstva. U prvu grupu spadaju sredstva kao što su patent, robne marke, biznis planovi, markentiška istraživanja i liste klijenata. Generalno, eksplicitno znanje se sastoji od svega što se može dokumentovati, arhivirati i kodifikovati, često pomoću informatičke tehnologije. Mnogo teži za shvatanje je koncept *tacit znanja*², ili know-how koji se nalazi u svesti ljudi. Važan izozov u vezi sa tacit znanjem je da se shvati kako ga prepoznati, stvarati, deliti i upravljati njime. Dok informacione tehnologije u obliku e-mail, grupnog povezivanja (*groupware*), *instant messaging* i sličnih tehnologija pomaže u raspodeli (distribuciji) tacit znanja, za većinu organizacija najveću poteškoću predstavlja, prvenstveno, samo identifikovanje tacit znanja.

S obzirom da je korporativno znanje sačinjeno od implicitnog i eksplicitnog znanja, sadržaj upravljanja znanjem mora biti tako formulisan da omogućava njegovu što jednostavniju formalizaciju, tj. mora podržavati ceo ciklus spirale znanja od stvaranja, formulisanja, prenosa i kombinovanja, pa sve do usvajanja znanja. Sadržaj upravljanja znanjem mora pratiti internu organizaciju kompanije što znači da se mora prilagođavati specifičnim zajednicama (grupama, projektnim timovima i sl.) koje potom integriše u jedinstvenu celinu čime se omogućava prenos znanja unutar kompanije. (N. Cvetković-Bogavac, 2010)

² Tacit znanje ima dve dimenzije: 1. Tehnička – obuhvata neformalne, teško iskazive sposobnosti i veštine – “*know-how*” i 2. Kognitivna – sastoji se od šema, mentalnih modela, koristi i percepcija koje želimo da zadržimo – ona reflektuje našu sliku realnosti (*šta jeste*) i našu viziju budućnosti (*šta će biti*).

2.2.2. ORGANIZACIJA KOJA UČI

Koncept organizacije koja uči, popularizovan je zahvaljujući Peteru Sengeu i njegovoj knjizi *Peta disciplina*. U vreme kada svet postaje povezaniji i kada su poslovi dinamičniji i složeniji, po mišljenju Sengea više nije dovoljno da u organizaciji postoji jedan veliki znalac ili strateg, osoba koja uči za čitavu organizaciju i u ime svih zaposlenih, na čije odluke se čeka da bi se one kasnije izvršile bez pogovora. U budućnosti mogu da prosperiraju one organizacije koje će uspeti da pokrenu sve svoje zaposlene, na svim nivoima organizacije, da uče i maksimalno iskoriste sve svoje potencijale. Ono što je ključno kod tog koncepta nije šta i koliko pojedinci u organizaciji uče, već da li se to njihovo znanje efikasno prenosi na organizaciju kao celinu i da li na osnovu tog znanja i drugi zaposleni u organizaciji mogu da steknu znanje neophodno za efektivno i efikasno postizanje ciljeva organizacije. Dakle, organizacija koja uči bila bi organizacija u kojoj ljudi stalno razvijaju sposobnosti kreiranja rezultata koje zaista žele, neguju nove obrasce ponašanja, slobodno postavljaju kolektivne aspiracije i kontinuirano uče kako zajedno steći znanje. U dimenzije koje razdvajaju „organizaciju koja uči” od tradicionalne organizacije spada pet disciplina (J. Đorđević-Boljanović, 2009):

- sistemsko razmišljanje,
- lično usavršavanje,
- mentalni modeli,
- zajednička vizija i
- timsko učenje.

Savremene korporacije svoju konkurentsku prednost sve više zasnivaju na neopipljivoj imovini koju čini: iskustvo, informacije i sposobnost njihove obrade, *know-how*, sposobnost menadžmenta, brend, imidž, reputacija, organizaciona kultura, lojalnost potrošača, poverenje, preferencije potrošača, i sl.

Ukoliko je sposobna da uči, korporacija, odnosno organizacija u širem smislu, adaptira se promenama i inicira promene u svojoj sredini. U takvoj organizaciji, svi zaposleni su uključeni u identifikovanje i rešavanje problema, dok time omogućavaju organizaciji kontinualno eksperimentisanje, poboljšanje i povećanje njenih sposobnosti. *Suštinska vrednost kompanije koja uči je rešavanje problema, za razliku od tradicionalne organizacije koja je projektovana za efikasnost.*

Dugoročno gledano, zadatak kompanija će se promeniti tako što će prioritet postati organizovanje, a ne više zapošljavanje, gde organizator nudi prilike, ne poslove. On nudi kreativni prostor. Organizator mora prepoznati resurse za ostvarivanje ideje koju ima, a zatim mora privući te resurse. Inspirisani organizator, dakle, pokreće „intelektualne plaćenike” da reše određeni problem. Takođe, u organizacijskoj paradigmi ništa nije jednom zauvek dato. Zadaci se mogu promeniti. To je privremena, snažna i nestabilna fuzija ideja i ljudi. Rizik, dinamičnost i konstantno stvaranje vrednosti su pokretačke sile organizovanja. Vođe moraju neprekidno stvarati uslove koji će delovati kao „magnet” za

talentovane i darovite saradnike i samim tim eliminisati zapošljavanje na bazi neodgovarajućih preporuka ili osobina kojima se još uvek služe pojedinci, a to je potčinjenost i lažna lojalnost.

Dalji progres organizacije koja uči se zasniva na činjenici da zaposleni doprinose unapređenju strateških pravaca razvoja organizacije. Zaposleni identifikuju potrebe potrošača, signaliziraju nova saznanja menadžmentu koji potom unapređuje strategiju korporacije. Organizacija koja uči odgovara mreži u kojoj se različiti delovi organizacije adaptiraju i menjaju nezavisno, dok se u isto vreme doprinosi misiji kompanije. Za razliku od tradicionalne hijerarhijske strukture nova organizaciona struktura korporacije je horizontalno ustrojena. Njene glavne komponente su: iskusni lideri (rukovodstvo), zaposleni koji imaju ovlašćenja, sposobnost kreiranja strategije, visoka korporacijska kultura, razmena informacija i horizontalna struktura. Organizacija koja uči zahteva iskusne vođe koji razumeju organizaciju i mogu drugima da pomognu u uspehu. Kreiranje procesa učenja koje oni unapređuju i razumeju zahteva inicijativu lidera.

U organizaciji koja uči, lideri znaju da su ljudi po prirodi radoznali i da im učenje pričinjava radost, tako da teže da razviju motivaciju i radoznalost, što može da dovede do unapređenja posla. U organizacijama koje uče, menadžeri ne usmeravaju, koliko potpomažu zaposlene da primenjuju nove informacije i uče iz njihovog iskustva. Menadžeri obezbeđuju vreme za razmenu povratnih informacija, istraživanje i razmišljanje o povratnoj sprezi, i zatim postižu saglasnost o pravcu delovanja. Korporacija koja uči je preplavljena informacijama, kako bi se se identifikovale potrebe i rešili problemi, ljudi treba da su svesni toga šta se dešava (formalni podaci o budžetima, profitima i troškovima sektora su dostupni svima). Svaki pojedinac je slobodan da razmenjuje informacije sa ostalima u kompaniji.

U organizacijama koje uče, formalna vertikalna struktura koja je stvorila distancu između menadžera i radnika je napuštena, time menadžment sa članovima tima preuzimaju odgovornost za obuku, raspored odmora, nabavku i donošenju odluka oko posla i plata. Granice između sektora su redukovane ili eliminisane. Granice između organizacija postepeno nestaju. Kompanije sarađuju na neočekivane načine. Mrežna organizacija i virtuelna organizacija sadrže grupe kompanija koje se udružuju da bi se postigli određeni ciljevi ili istražile specifične prilike. Ove nove strukture obezbeđuju fleksibilnost neophodnu za adaptiranje na brze promene konkurentskih uslova.

Može se zaključiti da kao što nacionalne države prolaze kroz težak proces ekonomske rekonstrukcije, tako se i gigantske korporacije reorganizuju, raspadaju ili gube na značaju. Javljaju se nove koje zauzimaju njihova mesta: male jedinice svih vrsta koje se umnožavaju i formiraju privremene saveze i konzorcijume, presecajući društva uzduž i popreko „uključiti-isključiti” modularnim organizacijama, dok se tržišta dele na sve manje i manje segmente.

U tom vrtlogu ideja i interesa *znanje* ostaje jedina „konstanta” koja će odrediti kako budućnost organizacija tako i svet oko njih.

2.2.3. IT PODRŠKA U SAVREMENOM POSLOVNOM ODLUČIVANJU

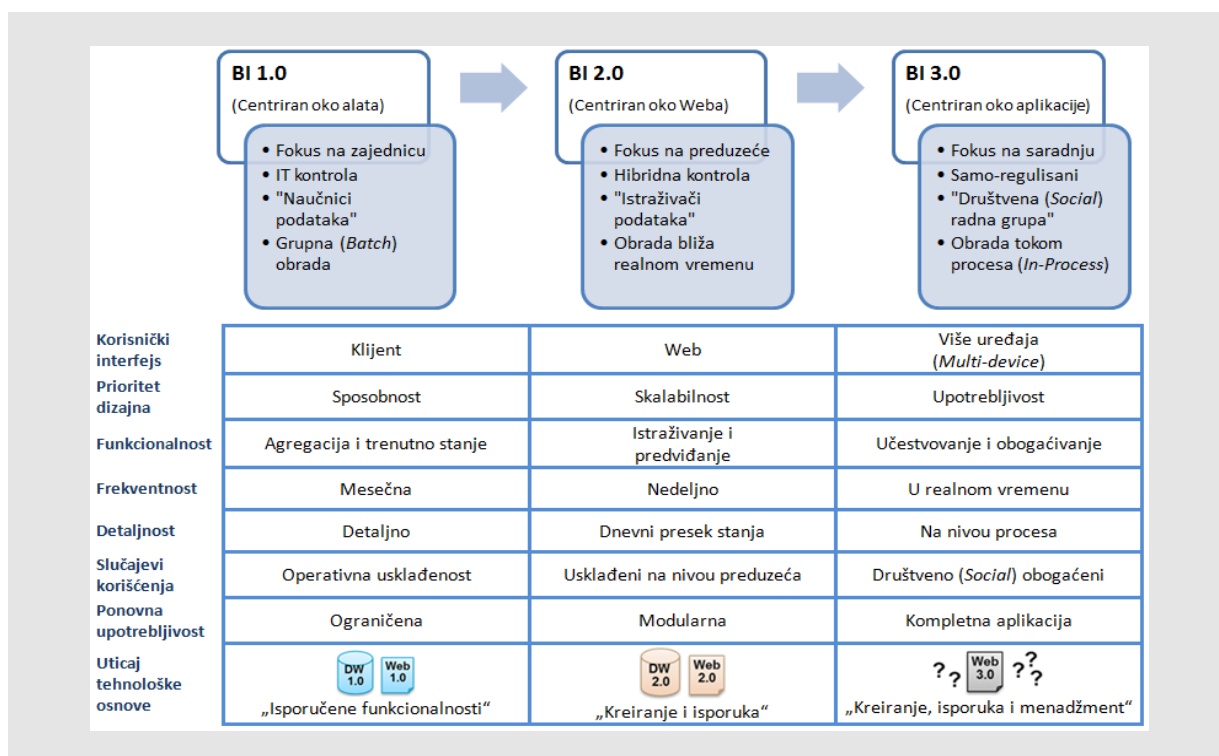
Primena savremenih tehnologija znatno olakšava svakodnevno poslovanje, a posebno kada je u pitanju donošenje strateških odluka. Inteligentni poslovni sistemi (*Business Intelligence*, BI) su namenjeni donosiocima odluka na svim nivoima menadžmenta. Menadžment na operativnom nivou koristi Menadžment informacione sisteme koji im pružaju predefinisane izveštaje kroz tzv. OLAP kocke koje podržavaju većinu operativnih odluka. Menadžment na taktičkom nivou uglavnom koristi Sisteme za podršku odlučivanju čija najveća snaga leži u primeni *data mining* algoritama nad ogromnom količinom podataka. Menadžment na strateškom nivou koristi Izvršne (*Executive*) informacione sisteme koji obrađuju kritične informacije za top menadžment, analizirajući ključne faktore uspeha (*Critical Success Factors*, CFS) kroz primenu liste balansiranih rezultata (*Balanced ScoreCard*, BSC) (A. Njeguš, 2011).

Inteligentni poslovni sistemi su danas nezaobilazni alat za menadžere na strateškom nivou jer im omogućava integrisani pogled na poslovanje, otkrivanje novih vrednosti kroz prikupljanje i sintezu informacija iz različitih izvora, olakšava predviđanje budućih trendova, analizu poslovanja u realnom vremenu kako bi mogli brzo da reaguju i bolje razumeju prioritete klijenata i mnoge druge prednosti. U današnje vreme se često upotrebljava termin Pametno poslovanje (*Smart Busines*) ili Pamente kompanije (*Smart Companies*) i sl. što ukazuje na novi vid rada i poslovanja kroz upotrebu inteligentnih informacionih tehnologija (A. Njeguš, 2010).

Najveća snaga BI sistema leži u njihovoj integraciji sa Internet servisima od kojih najveći rast doživljava World Wide Web (ili kraće Web). Poslednju generaciju Weba 3.0 karakterišu semantički Web, inteligentni pretraživači, georeferencirane Web aplikacije (G. Grubor i dr., 2010). Integracija servisa Web 3.0 generacije sa BI sistemima se naziva BI 3.0 (Slika 6.).

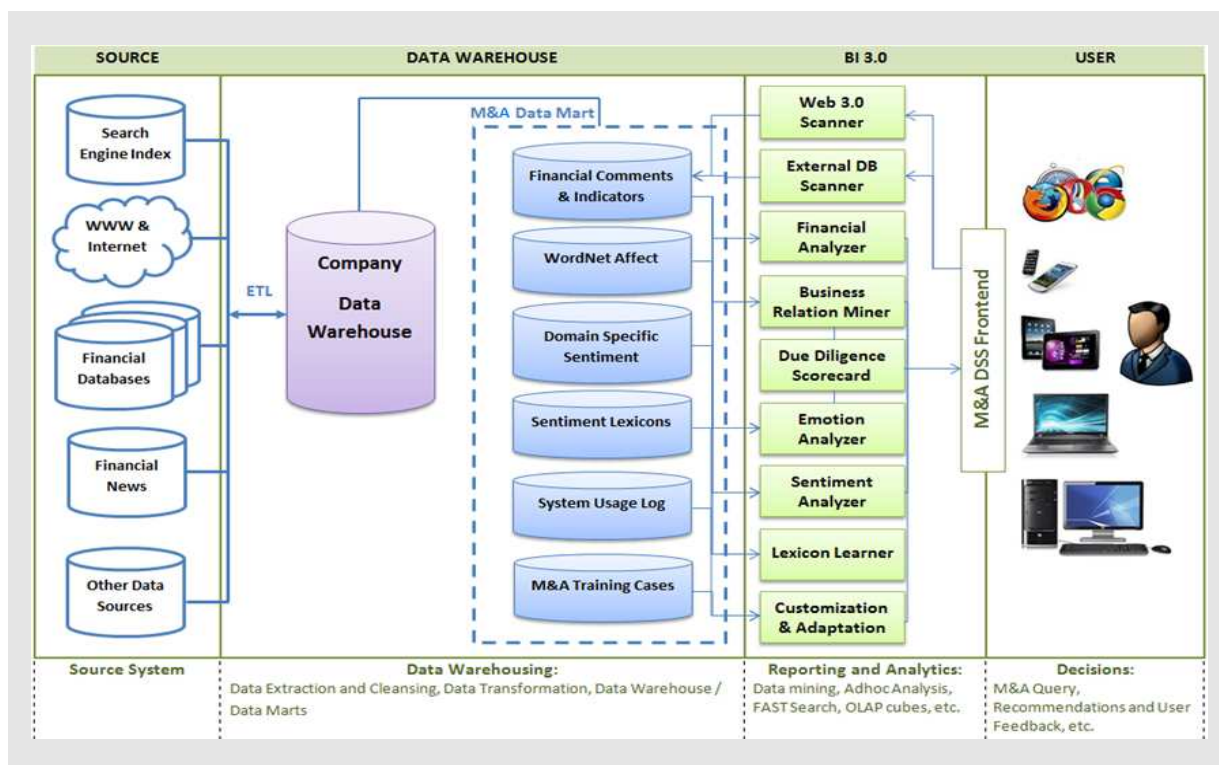
Primena inteligentnih poslovnih rešenja BI 3.0 su ključna kada je u pitanju stretegijsko poslovno odlučivanje (npr. M&A odluke). Dosadašnja istraživanja pokazuju da više od 60 posto M&A nije ostvarilo predviđene finansijske ciljeve, a razlog tome se navodi nedostatak top menadžmenta da sagleda socio-kulturne, političko-ekonomske i druge nefinansijske aspekte M&A. Upotreba BI 3.0 sistema pomažu u efikasnom i efektivnom skeniranju tih aspekata i donošenju odluka u procesu M&A.

Jedan od ključnih koraka u M&A procesu je skeniranje okruženja (*Environmental Scanning*). Skeniranje okruženja je proces analize i primene informacija o događajima (npr. sociokulturnim pitanjima M&A), trendovima i odnosima. Te informacije se prethodno ekstrakuju iz raznih izvora u spoljnom okruženju organizacije i ETL alatima pune u skladište podataka (*Data Warehouse*, DW) koji predstavlja osnovnu bazu podataka BI sistema. Ručno izvršavanje skeniranja okruženja od strane top menadžmenta nije ni malo praktično s obzirom na ogromnu količinu dostupnih podataka na Internetu. S druge strane, on-line skeniranje okruženja potpomognuto BI alatima olakšava top izvršiocima i M&A konsultantima identifikovanje sociokulturnih i političko-ekonomskih pitanja koja su ključna prilikom analize post-akvizicionih problema integracije (Lau, R.Y.K. i Liao S.S.Y., 2012).



Slika 6. Poređenje inteligentnih poslovnih sistema (S.J. Gratton, 2012)

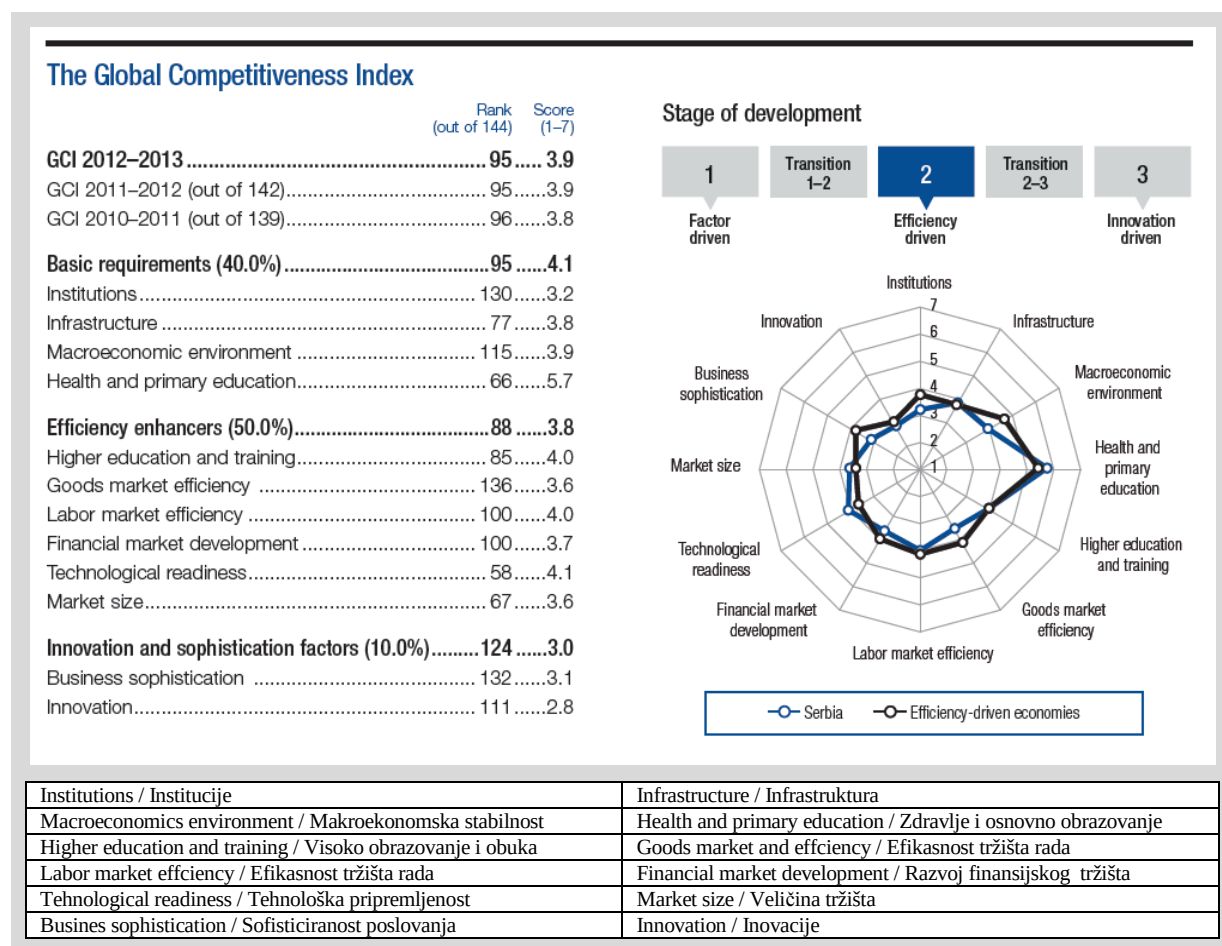
BI 3.0 tehnologije takođe podržavaju analizu sentimenta i afekta (*Sentiment and Affect Analysis*), vizuelizaciju nestruktuiranih podataka u realnom vremenu, otkrivanje skrivenih poslovnih veza iz finansijskih tekstualnih podataka i druge aktivnosti koje su značajne za donošenje M&A odluka u realnom vremenu. Na slici 7. prikazujemo jednu studiju slučaja opšte arhitekture BI sistema.



Slika 7. Studija slučaja jedne opšte arhitekture BI sistema: ABIMA (R.Y.K. Lau i S.S.Y. Liao, 2012)

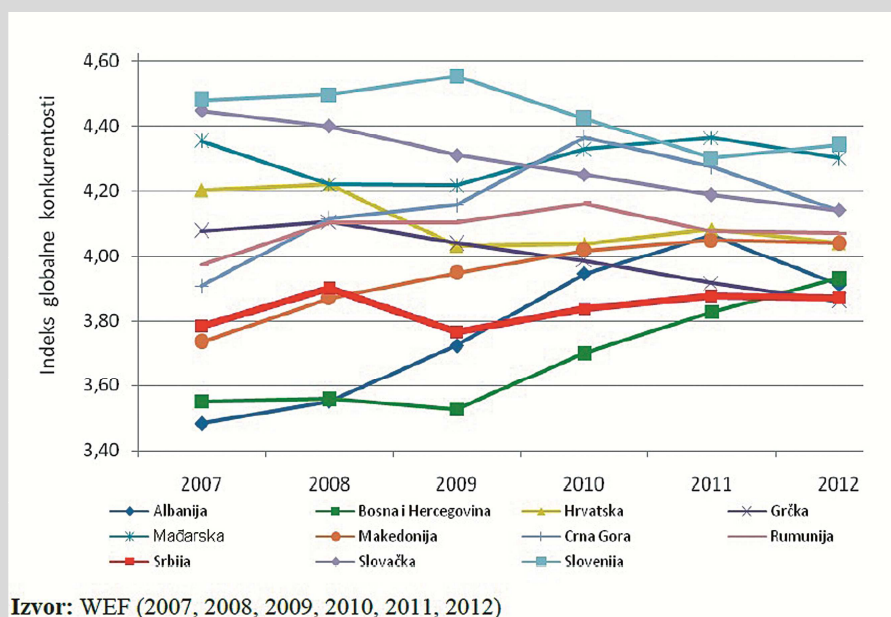
2.3. KONKURENTNOST PRIVREDE REPUBLIKE SRBIJE U USLOVIMA EKONOMSKE GLOBALIZACIJE

Globalizacija je prisutna u celom svetu uključujući i područje na kome mi živimo. Jednostavno rečeno globalizacija i tranzicija su međusobno povezani, tim pre što se putem tranzicije oživljava tržište i privatno vlasništvo kao preduslov demokratizacije društva. Tranzicija, kao karika međunarodne ekonomije, podrazumeva da se u svetskoj privredi i međunarodnoj ekonomiji stalno vrše dinamične promene, u cilju napretka zemalja. Te promene se vrše i u najrazvijenijim zemljama (privatizacija, jačanje tržišnih elemenata, postizanje i povećanje konkurentnosti). Tranzicija bivših socijalističkih zemalja i njihov povratak u kapitalizam kroz uvođenje tržišne privrede, pretvaranje društvene i državne u privatnu svojinu, te stvaranje uslova za makro, a paralelno i mikro privrednu stabilizaciju, radi postizanja trajnog razvoja demokratije i privredne konkurentnosti.



Slika 8. Analiza globalnog indeksa konkurentnosti za Srbiju 2012/2013. godine

Izvor: http://www3.weforum.org/docs/WEF_GlobalCompetitivenessReport_2012-13.pdf



Slika 9. Kretanje Indeksa globalne konkurentnosti (2007-2012) država u regionu
(B. Ristić i S. Tanasković, 2013)

Prema Indeksu globalne konkurentnosti Srbija zauzima 95 mesto za 2012. godinu.

Preporuke za njeno poboljšanje su (N. Savić i dr., 2010):

- poboljšanju infrastrukture, institucija i obrazovanja,
- stvaranju uslova za razvoj tržišne privrede i slobodno nadmetanje i
- razvoj menadžmenta.

Sastavni delovi tranzicionog procesa prema MMF-u su:

- *Liberalizacija* proces koji omogućava da se mnoge cene formiraju na tržištu, da se snižavanjem trgovinskih barijera omogući pravi uvid u strukturu svetskih cena.
- *Makroekonomska stabilizacija* stavlja se inflacija pod kontrolu, snižavanjem postepeno, posle početnog skoka zbog liberalizacije i potisnute tražnje. Ovaj proces zahteva disciplinu u vezi budžeta, kao i rasta novca i kredita (tj. disciplina u fiskalnoj i monetarnoj politici) i napredak po pitanju održivog platnog bilansa.
- *Restruktuiranje i privatizacija* stvaranje održivog finansijskog sektora i reforma preduzeća kako bi bila osposobljena za proizvodnju roba koja mogu biti prodana na slobodnim tržištima, kao i da se njihovo vlasništvo transferiše u privatni sektor.
- *Reforma propisa i institucija* redefinisane uloge države, ojačana uloga zakona i uvođenje odgovarajuće politike konkurencije.

Evropska banka za obnovu i razvoj (EBRD) je razvila set indikatora kojima se meri napredak u procesu tranzicije. Zajednički tranzicioni indikatori su sledeći:

- masovna privatizacija,
- ograničena privatizacija,

- restrukturiranje države i preduzeća,
- liberalizacija cena,
- trgovinski i sistem deviznog kursa,
- politika konkurencije,
- reforme banaka i liberalizacija kamatnih stopa,
- tržišta hartija od vrednosti i nebankarske finansijske institucije i
- reforma infrastrukture.

	Korporativni sektor				Energija			Infrastruktura				Finansijski sektor				
	Agri-business	General industry	Real estate	Telecommunications	Natural resources	Sustainable energy	Electric power	Water and waste-water	Urban transport	Roads	Railways	Banking	Insurance and other financial services	MSME finance	Private equity	Capital markets
Central Europe and the Baltic states																
Croatia	3	3+	3+	4	4-	3-	3	3+	3+	3+†	3-	3+	3	3-	2+	3
Estonia	3+	4+	4+	4	4	3-	4	4	4-	3	4	4-	3+	3	3-	3
Hungary	4	4-	4-	4	4-†	3	4-	4	3+	4-	3+	3+	3	3	3	3+
Latvia	3	4-	4-	3+	3+	3+	3+	3+	4-	3	4-	3+	3+	3	3-	3
Lithuania	3+	4-	4-	4-	3+	3+	3+	3+	4-	3	3	3+	3+	3	2+	3
Poland	3+	4-	4-	4	3	3	3+	4-	4-	4-	4	4-†	4-	3	3+	4†
Slovak Republic	3+	4+	4	4-	3+	3	4	3+	3+	3-	3+	4-	3+	3+	2+	3
Slovenia	4-	3+	4	3+	3+	3+	3	3+	3+	3	3	3	3	3	3-†	3
South-eastern Europe																
Albania	3-	2+	3-	3+	3-	3+	3	2+	3-	3-	2	3-	2	2+	1	2-
Bosnia and Herzegovina	3-	2	2-	2+	2	2	2+	2	2+	3	3+	3-	2+	2+	2-	2-
Bulgaria	3	3+	3+	4-	3+	3-	3+†	3	3+	3-	3+	3	3+	3-	3-	3
FYR Macedonia	3-	3	3-	4-	2+	2+	3	2+	3-	3-	3-	3	3-†	2+	1	2-
Montenegro	2+	2+	2+	3+	3+	2	2+	2	3	2+	2+	3-	2+	2+	1	2+†
Romania	3†	3+	3+	3+	4-	3+	3+†	3+	3+	3	3+	3	3+	3-	3-†	3
Serbia	3-	3-	3-	3	2	2+†	2+	2+	3-	3-	3	3-	3	3†	2-	3-
Turkey	3-	3	3+	3+	3+	3†	3+	3	3+	3-	3-	3+	3†	3-	3-†	4-
Eastern Europe and Caucasus																
Armenia	3-	3	3-	3	3-	3-	3+	3-	2+	3-	2+	2+	2	2+	1	2
Azerbaijan	2+	2	2	2-	2+	2+†	2+	2-	2	2+	2+	2	2	2	1	2-
Belarus	2+†	2	2	2	1	2	1	2-	2	2	1	2	2	2	1	2-
Georgia	3-	3-	3-	3-	2	3-	3+	2	2+	2+	3	3-	2	3-†	1	2-
Moldova	3-	2-	2+	3	3	2+	3	2	3-	3-	2	2+	2+†	2	2-	2+
Ukraine	3-	2+	3-	3-	2-	2+	3	2+	3-	3-	2+†	3-	2+†	2	2	3-
Russia	3-	3-	3-	3+	2	2	3+	3†	3	3-	4-†	3-	3-	2	2+	4-
Central Asia																
Kazakhstan	3-	2	3	3	2-	2-†	3†	2+	2+	2+	3	3-	2+	2	2-	3
Kyrgyz Republic	2+	2	2+	3	2+	2	2+	2-	2	2-	1	2	2-	2-	1	2-
Mongolia	3-	2+	2	3	2	2	2+	2	2	2-	3-	2+	2	2	2-	2+
Tajikistan	2	2-	2-	2+	1	2+	2	2	2	2-	1	2	2-	1	1	1
Turkmenistan	1	1	1	2-	1	1	1	1	1	1	1	1	2-	1	1	1
Uzbekistan	2	1	2	2	1	2-	2+	2-	2	1	3-	1	2	1	1	1
Southern and eastern Mediterranean																
Egypt	2	2	2+	3	1	2+	2+	1	2	2+	2-	2+	2+	2-	2	2+
Jordan	2	2+	3-	3+	2+	2+	3	2-	2+	3-	2	3	3-	2+	2	3-
Morocco	2+	3-	3-	3+	2-	3	2	2+	3	3-	2	3-	3-	2+	2+	3-
Tunisia	3-	3+	3-	3	2	3-	2	2	2+	2+	2+	2+	2+	2	2-	2+

Source: EBRD.

Slika 10. Sektorska analiza tranzicionih indikatora za 2012 god. (Izvor: EBRD)

Konkurentnost na međunarodnom planu zahteva od kompanija da domaće pozicije pretvore u međunarodne, odnosno da imaju globalnu strategiju nastupa. Strategija nastupa na inostranim tržištima kao osnovu treba da ima sistem prikupljanja, obrade i distribucije informacija o izvoznim tržištima, odnosno metode selekcije tržišta i proizvoda za data tržišta. Kompanija treba da u strategiju nastupa ugradi informacije o pojedinim tržištima i strukturi tražnje na njima (uz odgovore na pitanja koji proizvodi traže promociju u odnosu na plasman na određenom tržištu i na koja tržišta mogu i treba da se izvoze njihovi proizvodi). (D. Vesić, 2010)

Pregovaračka moć kompanija i njeno povećanje na tržištu, jedan je od osnovnih specifičnosti prilagođavanja kompanija tržišnom ambijentu. Kompanija može kroz dugoročnu saradnju da poveća svoju stabilnost i uticaj na tržištu i to putem povećanja nivoa zadovoljavanja potreba velikih kupaca, stvaranjem zajedničkog imidža, statusa i većeg učešća na tržištu.

Brojni tipovi inostranog biznisa i strateški nastupi njihove implementacije su se već afirmisali, dok modaliteta u ovom domenu ima onoliko, koliko ima mašte u glavama inventivnih preduzetnika. Većina njih se može grupisati u jednom od tri bazična strategijska pristupa, a to su:

- *strategija spoljnotrgovinske razmene (uvoza i/ili izvoza),*
- *strategija kooperacije sa inostranim partnerom/partnerima i*
- *strategija proizvodnih, prometnih ili finansijskih ulaganja u inostranstvu.*

Svaki stepen internacionalizacije biznisa predstavlja i označava neku formu razvojnog napretka i menadžmenta i firme. Tipičan pravac zdravog razvoja mnogih kompanija polazi od lokalnog ka nacionalnom (zemaljskom); od nacionalnog ka inostranom (međunarodnom), od međunarodnog ka globalnom. Preduzetničke kompanije koje uspeju da prevaziđu početne-uslovljene ili nametnute pragove razvoja koje im nameće poslovanje na inostranom tržištu, dolaze u situaciju da svoj biznis stabilizuju i ustale, i da potom po osnovu prostorne diversifikacije i ekonomije obima koje ostvaruju obezbede rentabilno poslovanje sa trajno rastućim prinosima. Poslovanje na inostranim tržištima nosi brojne šanse, ali takođe nosi i brojne opasnosti (rizike), koje u svakom pojedinačnom slučaju i pojedinačnoj situaciji treba uočiti (identifikovati) i detaljno proučiti.

Osvajanje inostranog tržišta za mnoge velike kompanije procesnog (industrijskog i sličnog) karaktera jedino je rešenje jer se ukoliko žele razvoj, ponekad samo penetracijom (prodiranjem) inostranog tržišta mogu stvoriti neophodni uslovi za prevazilaženje ekonomskih, tehnoloških, tržišnih i/ili drugih pragova razvoja sa kojima se suočavaju. Bez savlađivanja tih pragova ove firme ne bi mogle da posluju uspešno i da se razvijaju.

Brojne firme iz raznih grana poslovanja čak *najveći deo svojih prihoda, svoga profita i/ili zaposlenosti ostvaruju na strani* u zemljama u kojima otvaraju svoje poslovne punktove različitog tipa, ili pak u zemljama u kojima, kroz razne vidove poslovne kooperacije sa domaćim (lokalnim) kompanijama obavljaju i razvijaju određeni biznis.

Od presudne važnosti za saticanje konkuretske prednosti je kvalitet menadžmenta koji mora biti dugoročno, a ne kratkoročno orijentisan tj. mora da *anticipira inovaciju proizvoda, procesa i marketing*

metoda, da se sprema na prihvatanje podnošljivih rizika, kao i da je spreman na poslovnu saradnju sa kompanijama iz drugih zemalja. U granama koje imaju globalni karakter, konkurentska prednost će sve više zavisiti od sposobnosti menadžmenta, a ne kao što je do sada bio slučaj od rada i kapitala, kao i raspoloživih prirodnih faktora.

U međunarodnoj ekonomiji, sve kompanije se suočavaju sa nekom vrstom ograničenja. Inovativno orijentisan menadžment će tražiti i nalaziti nove tehnologije, uočavati potrebe za nekim proizvodima i uslugama, sagledavati mogućnosti za novim izvorima i institutima proizvodnje i sl. Stepen inovativnosti, u dobroj meri zavisi od konkurentnosti privrede. Zaštićene grane i preduzeća od inostrane konkurencije nemaju sklonost ka inovaciji.

Ni Srbija ne može biti isključena iz procesa globalizacije, čiji je slučaj pun kontraverzi. Razlozi za kašnjenje, su vezani pre svega za ostatke komandne ekonomije i ne do kraja sprovedene privatizacije društvenog sektora privrede. S druge strane postoje objektivna ograničenja koja su uslovljena dugogodišnjom izolacijom privrede u svetskim društvenim i ekonomskim tokovima. Uključivanje u međunarodne privredne tokove i međunarodnu podelu rada je suštinski deo strategije privrednog razvoja Srbije, gde susedne zemlje imaju poseban značaj. Zemlje jugoistočne Evrope, a među njima i Srbija, se nalaze u fazi radikalnih društvenih i ekonomskih reformi, i u meri ostvarivanja tih reformi ostvarivaće se i ovi ciljevi, najpre preko Pakta za stabilnost jugoistočne Evrope, do punopravnog članstvu u EU.

Posebnu pažnju zaslužuje regionalna saradnja zemalja jugoistočne Evrope, gde postoji opšta saglasnost da će dugoročni održiv ekonomski razvoj u jugoistočnoj Evropi biti moguć, jedino ako se zemlje ovog regiona efikasno integrišu u evropsku i svetsku privredu. Brojne inicijative i programi EU bile su za „traženje rešenja problema na mestu njihovog nastanka”, dakle u određenom regionu. U stvari, inicijativama i programima EU, sa svoje strane, podstiče saradnju među zemljama jugoistočne Evrope, kako bi se te zemlje približile nivou razvijenosti u EU. Na ovaj način je dokazana druga posebna hipoteza.

3. STRATEGIJE POSLOVANJA SAVREMENIH KORPORACIJA

K. Andrews ističe da je „*korporacijska strategija obrazac odlučivanja, obrazac koji utvrđuje i otkriva ciljeve preduzeća, generiše osnovnu politiku i planove za postizanje tih ciljeva, definiše dijapazon poslova kojima kompanija treba da se bavi, vrstu ekonomske i ljudske organizacije koju kompanija predstavlja ili kakva namerava da bude i prirodu ekonomskih i neekonomskih doprinosa koje kompanija namerava da ostvari za svoje akcionare, zaposlene, klijente i društvenu zajednicu...*” (H. Mintzberg and J.B. Quinn, 1991).

Proizlazi da je usvojeni obrazac rezultat niza navedenih odluka kojima se utiče na ponašanje preduzeća, definiše njegov karakter i imidž. Suština navedene definicije korporacijske strategije je međuzavistan odnos ciljeva, politika i organizacione akcije da bi se obezbedila konkurentska prednost.

3.1. FORMULISANJE I VRSTE KORPORACIJSKE STRATEGIJE POSLOVANJA

Korporacijske strategije uglavnom su karakteristične za složene, diversifikovane, kompanije sa čitavim spektrom raznorodnih poslovnih aktivnosti, a utvrđuju glavne oblasti poslovanja u kojima kompanija namerava da konkuriše. Tipične odluke koje se donose na ovom nivou su razvoj novog posla, gašenje pojedinih poslova, razvojni projekti za nove oblasti poslovanja, zajednička ulaganja i sl. Preduzeće koje se bavi samo jednim poslom neće imati korporacijsku strategiju, osim u slučaju da je ona usmerena na eliminisanje konkurencije u određenoj oblasti poslovanja i obezbeđivanje potrebnih resursa. Formulisanje korporacijske strategije sprovodimo kroz sledeće analize:

- identifikovanje prilika i rizika u okruženju,
- utvrđivanje i identifikovanje korporacijskih kompetencija i resursa,
- promena sistema vrednosti.

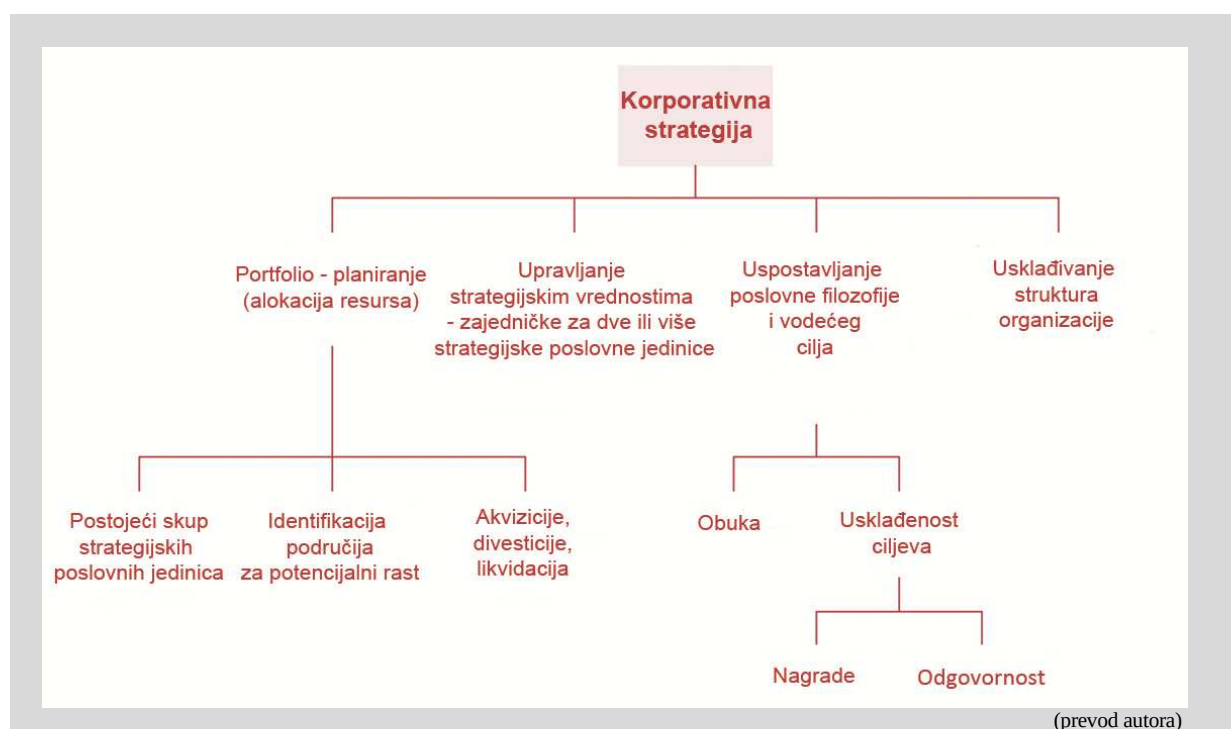
Utvrđivanje korporacijske strategije za kompaniju započinje **identifikovanjem**, tj. analizom povoljnih prilika i rizika u njenom okruženju. Promene u okruženju zahtevaju ponovno definisanje poslovanja preduzeća, kako ne bi došlo do zaostajanja u odnosu na konkurenciju i postojeću poziciju. Pošto je formulisanje strategije okrenuto ka budućnosti, neophodna je analiza onih aspekata okruženja koji su podložni promeni, a to su: tehnologija, ekologija, ekonomija, industrija, društvo i politika. Promene u tehnologiji najbrže i najdalekosežnije utiču na širenje ili zatvaranje povoljnih prilika za preduzeće. U novije vreme, fizičko okruženje je postalo veoma osetljivo na uticaj industrijske aktivnosti, pa je od suštinskog značaja i razmatanje uticaja poslovanja preduzeća na ekološke faktore, jednom rečju, na kvalitet života uopšte. Poslovanje preduzeća je, takođe, povezano i sa ukupnim svetskim ekonomskim trendovima, tako da ih je neophodno konstantno pratiti. Industrijsko okruženje nosi sa sobom povoljne prilike i rizike koji se moraju pratiti i otkrivati. Elementi društvenog sistema koji utiču na formulisanje strategije su: zahtevi za jednakošću manjinskih grupa, fleksibilne šeme

radnog i slobodnog vremena, porast kriminala i sl. I na kraju, političke sile koje su od značaja za poslovanje preduzeća su promenljivi odnosi između Istoka i Zapada, između bogatih i siromašnih zemalja, između privatnog preduzetništva i Vlade i uticaj nacionalnog na korporativno planiranje.

Sledeći korak u formulisanju korporacijske strategije je **identifikovanje korporacijske kompetencije i resursa**, tj. utvrđivanje da li preduzeće ima kapacitet koji će mu omogućiti da uspešno iskoristi povoljnu mogućnost ukoliko se ona pojavi. Pri tome se pod kapacitetom podrazumeva mogućnost da se postigne postavljeni cilj nezavisno od ograničenja koja postavlja okruženje ili situacije u kojoj se nalazi konkurencija. Budući da svako preduzeće ima stvarne i potencijalne snage i slabosti, veoma je važno nastojati da se snage maksimalno uvećaju, a slabosti ograniče, odnosno umanje. Snagu ili moć preduzeća čine njeni resursi koji joj omogućavaju rast i diversifikaciju i potiču prvenstveno iz iskustva u proizvodnji i prodaji određenih proizvoda ili pružanju usluga. Pravi način da se suzi niz alternativa jeste da se spoje povoljne prilike i kompetencije na taj način da se napravi kombinacija koja će maksimalno smanjiti slabosti preduzeća, s jedne i uvećati njegove snage, s druge strane.

Na kraju **promene sistema vrednosti** vode do različitih očekivanja vezanih za ulogu koju preduzeće treba da ispuni. Treba imati u vidu i lične sisteme vrednosti, aspiracije i ideale rukovodećeg osoblja, kao i etički aspekt prilikom formulisanja strategije.

Na taj način, kombinovanje karakterističnih kompetencija, organizacionih resursa i vrednosti organizacije daje jedinstven rezultat koji se transformiše u adekvatnu stratezijsku alternativu preduzeća, čime se zatvara proces formulisanja strategije (H. Mintzberg and J.B. Quinn, 1991).



Slika 11. Glavni aspekti korporativne strategije

Izvor: Arnold, G. (2005) *Handbook of corporate finance*, Pearson Education, Harlow, str. 147.

Uloga menadžmenta kompanije, čiji je osnovni cilj stvaranje vrednosti za akcionare, obuhvata četiri glavna aspekta (G. Arnold, 2005):

1. *Portfolio* - **Planiranje portfolija** raspoređivanje sredstava na one stratezijske poslovne jedinice i one proizvode i/ili potrošače koji nude najviši stepen stvaranja vrednosti, uz istovremeno povlačenje kapitala iz onih oblasti koje vrednost uništavaju.
2. *Manage strategic value* - **Upravljanje pokretačima stratezijske vrednosti koji su zajednički za dve ili više stratezijskih poslovnih jedinica** može se desiti da bude potrebno da se ovim ključnim vanrednim resursima, koji obezbeđuju konkurentsku prednost firme, upravlja centralno ili bar u koordinaciji centra radi postizanja najvišeg nivoa koristi.
3. *Provide pervading philosophy* - **Uspostavljanje prevashodne poslovne filozofije i vodećeg cilja** obuka, postavljanje ciljeva, nagrade zaposlenima i kreiranje opredeljenja sve se to usredsređuje na akcionarsku vrednost. Potreban je snažan top menadžment da bi se izbegli sukobi, lutanja i neodređenosti.
4. *Structure* - **Usklađivanje struktura organizacije** sa tržišnim okruženjem i projektovanje u cilju stvaranja vrednosti. Uloge i odgovornosti se jasno definišu, uz nedvosmisleni odgovornost za stvaranje vrednosti.

Prilikom formulisanja strategije korporacije mora se voditi računa o promenama u okruženju, elementima društvenog sistema, kao i svim ostalim nosiocima stratezijske aktivnosti (materijalni, tehnički, finansijski i menadžment resursi).

Pored ovih, nesumljivo ključnih zahteva, kreiranje korporacijske strategije uključuje i sledeće inicijative:

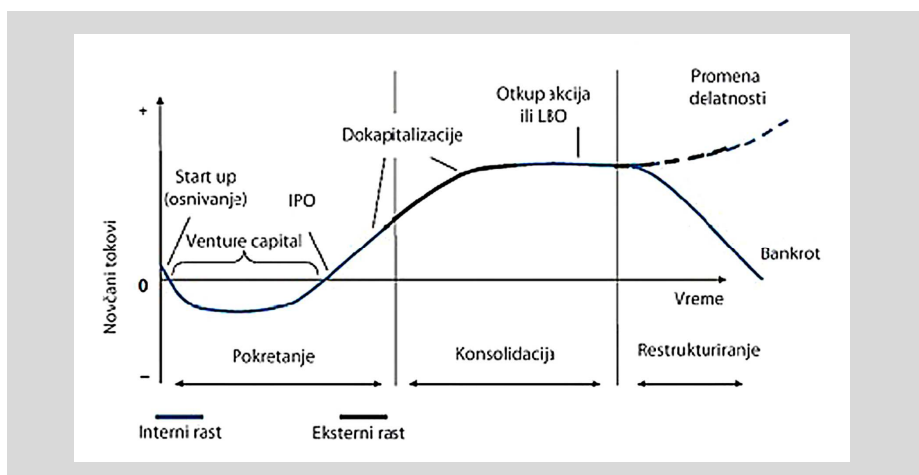
- Poteze koje treba izvesti da se *postigne diversifikacija, u smislu utvrđivanja sadržaja poslovnog portfolija*, naročito kroz odluke o tome koje poslove razvijati, što je moguće postići ili otpočinjanjem novog posla ili pripajanjem sa kompanijom koja je već u toj industriji.
- Iniciranje akcija koje će razviti kombinovano izvršenje poslova u koje je preduzeće ušlo diversifikacijom. Korporativna strategija se koncentriše tako da se poboljša dugoročna konkurentska pozicija i profitabilnost posla u koji je korporacija investirala novac. Pri tome je neophodno upravljati grupom raznorodnih (diversifikovanih) poslova, što obično uključuje praćenje strategija brzog rasta u poslovima koji najviše obećavaju, održavanje drugih važnih poslova zdravim, iniciranjem napora da se napravi zaokret u poslovima sa slabim izvršenjem, ali čiji potencijal omogućuje takav zaokret i gašenje poslova koji više nisu privlačni.
- *Nalaženje načina da se postigne sinergija* između srodnih poslovnih jedinica i da se ona pretvori u kompetitivnu prednost.
- *Određivanje investicionih prioriteta* i usmeravanje resursa korporacije u one poslovne jedinice koje su najatraktivnije.

Navedene inicijative treba inkorporirati u proces formulisanja strategije savremenog preduzeća tako da omoguće efektno i efikasno dolaženje do strategijske opcije. Pri tome, mora se imati u vidu da se izabrana strategija uklapa sa internim mogućnostima, snagom preduzeća i interesima stejkholdera.

VRSTE KORPORACIJSKIH STRATEGIJA

Strategija savremenog preduzeća ima za cilj da pronade željeni portfolio poslova koji omogućava da se maksimizira prinos na vlasništvo, kao i da obezbedi ne samo usmerenje, već i ostvarivanje definisane misije i ciljeva. U tom smislu preduzeću stoji na raspolaganju čitav spektar strategijskih alternativa, pri čemu je, šire gledano, na nivou složenog, diversifikovanog preduzeća moguće govoriti o sledećim vrstama korporacijske strategije (N. Cvetković-Bogavac, 2010):

- strategiji rasta,
- strategiji stabilnosti i
- strategiji redukcije ili ograničenja.



Slika 12. Životni ciklus kompanija

Izvor: Vernimmen P. (2009) *Corporate finance: theory and practice*, John Wiley and Sons, str. 879.

STRATEGIJA RASTA

Savremena preduzeća koja primenjuju **strategiju rasta** treba da rezultiraju povećanjem prodaje ili dela tržišta samo ako je rast očekivan kao rezultat povećanja stope profita i ukoliko nastoje da izbegnu opasnost od cenovne konkurencije. Strategija rasta traži proširenje proizvodnog programa koji se zasniva na uvođenju novih proizvoda, osvajanju novih tržišta, korišćenju novih proizvodnih procesa i poboljšanju već postojećih proizvoda. Strategije rasta su izuzetno atraktivne, jer se rast preduzeća, uglavnom, poistovećuje sa poslovnim uspehom. Ove strategije omogućavaju preduzeću da ostvari tržišnu, tj. konkurentsku dominaciju i pomažu da se očuva organizaciona kultura. Međutim, primena strategije rasta nekada može da ima i negativne posledice, jer je brz rast skopčan sa neefikasnošću koja, pak, izaziva negativne efekte na dugi rok.

“Nije vrlina za preduzeće da postane veće. Pravi cilj je postati bolji. Rast zvuči dobro i može biti rezultat bavljenja pravim poslovima, ali može biti i stvar sujete.” P. Drucker

U nastojanju da razvije i poveća svoje kapacitete korporacija može primeniti internu ili eksternu ekspanziju.

- **Interna ekspanzija** savremenih preduzeća, kao alternativni pravac rasta, je povezana sa ulaganjem u nove ili proširenje postojećih kapaciteta što se može postići:
 - proširenjem postojećeg proizvodnog asortimana i tehničkih karakteristika sopstvenih proizvoda na već postojećem tržištu;
 - vertikalnom integracijom nesrodnih poslova tj. širenjem firme u okviru istog tržišta ali na različitom nivou proizvodnje;
 - konglomeratskom diversifikacijom tj. proširenjem preduzeća van granica svog postojećeg proizvodnog lanca uz istovremeno osvajanje novih tržišta.
- Rast putem **eksterne ekspanzije** je povezan sa činjenicom da kompanija ne stvara već kupuje proizvodne objekte na tržištu. U tom kontekstu su posebno značajne tri vrste udruživanja („merđžovanja”):
 - *Horizontalni merđžer* se dešava kada se ujedine dve firme koje se nalaze na istom proizvodnom nivou u okviru neke industrije.
 - *Vertikalni merđžer* nastaje u uslovima spajanja firme na različitim proizvodnim nivoima ali u okviru iste industrije. Ovde razlikujemo integraciju „ka napred” i „ka nazad” za svaku od firmi uključenih u proces spajanja.
 - *Konglomerat* je vezan za spajanje firmi iz potpuno nepovezanih industrijskih grana.

Mnogo je razloga koji motivišu kompanije da se šire putem vertikalne ekspanzije. Među njima posebno dominiraju oni koji se odnose na: povećanje efikasnosti, smanjenje nesigurnosti, sticanju monopolističke moći kao i podizanje prepreka za ulazak na tržište potencijalnoj konkurenciji.

Veća efikasnost putem vertikalne integracije se može postići smanjenjem troškova i to kroz različite oblike ušteda od kojih se najčešće primenjuju sledeće:

- Uštede vezane za proizvodni sistem kada jedna kompanija putem integracije snižava troškove tako što komplementarne proizvodne faze izvodi u jednoj kompaniji. Za većinu firmi izvođenje više od jedne proizvodne faze u okviru istog prostora donosi uštedu na troškovima prevoza, pošto u tom slučaju polugotovi proizvodi ne mora da se premeštaju iz jedne fabrike u drugu.
- Uštede kroz koordinaciju nastaju iz interne strukture preduzeća i njegove sposobnosti da premešta međuproizvode od jednog proizvodnog odeljenja do drugog. Kompanija je na ovaj način u stanju da izbegne neke troškove prodaje i kupovine, uključujući troškove u vezi sa marketingom i oglašavanjem proizvoda.
- Menadžerske uštede vezane su za uštede kroz jedinstveni izvor nadgledanja iako svaka proizvodna faza ili odeljenje mogu da imaju svoje rukovodstvo ili administrativni tim.
- Finansijske uštede kod vertikalno integrisanih kompanija se mogu postići na razne načine. Kad se u obzir uzme veza između vertikalne integracije i veličine preduzeća, može se zaključiti da

takve kompanije imaju bolje prilike da postignu povoljnije poslovne varijante od nekih vodećih snabdevača i da obezbede niže kamate na pozajmljena sredstva sa finansijskih tržišta.

Diversifikacija je proces gde se kompanija preorijentiše sa proizvodnje samo jednog proizvoda na multiproizvodnju (proizvodi ne moraju da pokrivaju slične aktivnosti). Uopšteno govoreći, veća je verovatnoća da se diversifikacija primenjuje u uslovima u kojima kompanije mogu da koriste i prilagođavaju postojeću tehnologiju i znanje sopstvenim potrebama i u svoju korist. Diversifikacija se obično dešava u uslovima kada je kompanija stabilna, kada nastoji da održi profitabilnost tako što će se diversifikacijom proširi na neke druge proizvodne linije locirane na dinamičnim tržištima koja se šire, i kada je na postojećem tržištu limitiran ne samo profit već i rast prodaje.

Rast kroz spajanje („merđžovanje” ili pripajanje) se dešava u uslovima kada dve firme na bazi obostranog dogovora odluče da spoje svoje poslovne operacije. Pripajanje ili udruživanje, kao oblik dobrovoljnog povezivanja dva preduzeća, ima dugoročne posledice, koje utiču na njegovu proizvodnu i operativnu efikasnost, veličinu, tržišno učešće, poziciju na tržištu i sl. Kroz porast opšteg nivoa efikasnosti, pripajanje doprinosi povećanju blagostanja vlasnika preduzeća, rastu preduzeća, ulasku na nova tržišta, diversifikaciji, operativnoj efikasnosti i profitabilnosti.

U ekonomskoj literaturi se pominje izuzetno veliki broj motiva, razloga i ciljeva za rast putem pripajanja i udruživanja. Mnogi od njih imaju duboku ekonomsku opravdanost i uglavnom se kreću oko sledećih objašnjenja: rast i razvoj, korišćenje različitih ekonomija (obima, širine itd.), povećanje prihoda po akciji, jačanje tržišne snage i sl. Postojanje ovako velikog broja ciljeva, razloga i motiva može samo da pomogne preduzeću u traženju načina za ostvarivanje svog najvišeg cilja, prvenstveno kroz rast efikasnosti i efektivnosti poslovanja. Rastom kroz pripajanja i udruživanja preduzeća mogu da se reše mnogi problemi vezani za nabavku sirovina, repromaterijala i opreme, otvaranje novih kanala distribucije i sl. Takođe, ovim rastom preduzeća mogu da ostvaruju mnoge koristi efekte različitih ekonomija: obima, širine, tehničko-tehnološke; povećanje tržišnog učešća; veću kontrolu tržišta itd. Merđžeri uopšteno govoreći imaju efekat povećanja tržišne moći svih kompanija koje u pripajanju učestvuju što može da dovede do smanjenja izbora i povećanja cena za potrošače.

Kupovine i preuzimanja („akvizicije”) su takođe u funkciji rasta i razvoja preduzeća i predstavljaju još jedan od alternativnih načina za ostvarivanje metoda eksternog rasta. Preuzimanje se dešava kada jedna firma pokušava da se domogne akcija druge firme i to veoma često protiv volje menadžmenta firme koja je meta. Na ovaj način jedna firma stiče drugu.

I pored niza dodirnih tačaka i sličnosti sa pripajanjem i udruživanjem, suštinska razlika se sastoji u načinu njihove realizacije. Obe grupe strategija podrazumevaju ostvarivanje metoda eksternog rasta, čija je jedna od osnovnih karakteristika brz tempo rasta. To se ogleda u brzom okrupnjavanju kompanije, radikalnim promenama organizacione strukture, tržišne pozicije, stila upravljanja itd. Međutim, način i mehanizam ostvarivanja tih promena predstavlja ključnu tačku koja razdvaja ove dve grupe strategija u funkciji realizacije rasta i razvoja.

Strategije akvizicije imaju veliki značaj za preduzeće koje ih realizuje, za stejkholdere oba preduzeća i nacionalnu ekonomiju. Značaj ovih strategija za preduzeće ogleda se pre svega u tome što one predstavljaju jedan od najefikasnijih načina za ostvarivanje cilja kreiranja vrednosti (bogatstva) za vlasnike. Da bi se to ostvarilo, preduzeće se opredeljuje za rast i razvoj, pa ove strategije doprinose ostvarivanju velikog broja razvojnih ciljeva. Što se tiče ostalih stejkholdera, oni bi takođe trebali da imaju koristi od realizacije ove strategije, i to: kreditori pošto se povećava izvesnost naplate njihovih potraživanja; kupci, jer mogu očekivati bolji kvalitet proizvoda i usluga, dobavljači, kroz veću sigurnost u pogledu plaćanja, veće isporuke itd.

Savremena preduzeća, dakle, u uslovima globalizacije tržišta, brzog razvoja tehnologije i izmenjenih zahteva potrošača razvijaju strukture koje su manje, decentralizovane i bazirane na strategijama saradnje i horizontalnim vezama sa drugim preduzećima. Korak prema „fleksibilnim proizvodnim sistemima” doveo je do pojave raznovrsnih mreža, alijansi, zajedničkih ulaganja i sl. U tom smislu, poslovne alijanse predstavljaju moćne alternative i vertikalnoj integraciji i diversifikaciji, te mogu služiti kao važna pokretačka snaga rasta, promena i smanjenja rizika na globalnom tržištu.

Stvaranje **strategijskih alijansi** predstavlja izvanredan način da se proдре na nova tržišta, da se steknu određene veštine, tehnologija ili proizvodi, itd. Preduzeće na taj način može ostvariti skoro iste ciljeve rasta kao i realizacijom drugih strategija.

Danas su savezi svih vrsta sve uobičajeniji, naročito u međunarodnom poslovanju: zajednička ulaganja, manjinska učešća u akcijama, unakrsno licenciranje i dogovori o razmeni znanja. U strategiju zajedničkih ulaganja preduzeće obično ulazi kada nije u stanju samostalno da ostvaruje željene ciljeve. Navedeni trendovi (stvaranje saveza svih vrsta) imaju izgleda da se ubrzaju, prvenstveno kroz mehanizme razmene ideja, iskustva i sposobnosti. Razvija se „strategija u odnosu na zemlje i tržište proizvoda koji su shvaćeni kao međusobni rast entiteta koji postaju u sve većoj meri integrisani širom sveta. Pažnja se fokusira na optimalno investiciono usmeravanje širom zemalja, poslova, proizvoda, tržišnih segmenata i poslovnih funkcija, a u cilju maksimiziranja profita i to pre na globalnom planu nego na bazi „zemlja po zemlja”. Na taj način, kroz globalno razmišljanje o tržištima i mogućnostima optimalne alokacije resursa, jača razvojni potencijal preduzeća.

Postoje razne vrste saveza među kompanijama od kojih su najčešći: zajednički poduhvati, konzorcijumi, franšize, licenciranje, podugovaranje, pravljenje mreža itd. Zajednički poduhvat je kad dve ili više kompanija odluče da osnuju i postanu zajednički vlasnici nad jednom novom, nezavisnom organizacijom.

U proteklih dvadesetak godina strateški savezi su se jako razvijali i postali su ključna strategija rasta za kompanije kako na domaćem tako i na međunarodnom tržištu. Na njih se gleda kao na brz način proširenja poslovnih operacija koji je pri tom lišen poteškoća koje su prisutne pri agresivnijem pristupu karakterističnom za preuzimanje ili dugotrajnom procesu merđžovanja.

STRATEGIJA STABILNOSTI

Strategiju stabilnosti (strategija stabilnog rasta) obično primenjuju preduzeća koja su zadovoljna ostvarenim nivoom razvoja i kod kojih je moguće sa velikom preciznošću predvideti promene u okruženju, koje se ionako dešavaju dosta retko (preduzeća sa monopolom). Karakteristika ovih preduzeća je da se, uglavnom, drže dosadašnjeg poslovnog portfolija, kanala distribucije i tržišnih segmenata. Strategija stabilnosti ne znači da preduzeće ne radi ništa, iako je primenjuju preduzeća koja su zadovoljna ostvarenim poslovnim rezultatima i koja zadržavaju postojeći poslovni kurs. Naprotiv, primenom ove strategije preduzeće nastoji da poboljša svoju efikasnost i konkurentsku prednost. Strategije stabilnog rasta su niskorizične strategije i efikasne u okruženju koje se ne menja. Primenjuju se kod preduzeća koja relativno dobro posluju, kad je važno što manje rizikovati.

Bitna komponenta strategije preduzeća jeste njegov stav u pogledu preciziranja tačaka na kojima će graditi ili čuvati svoju konkurentsku poziciju, imajući u vidu izabrani pravac rasta. Od toga zavisi da li će izabranu strategiju stabilnog rasta bazirati na: strategiji inkrementalnog rasta, strategiji ostvarenja profita, strategiji pauziranja ili strategiji uzdržanog rasta.

STRATEGIJA REDUKCIJE

U situacijama kada preduzeća nemaju zadovoljavajuću poziciju na tržištu, javlja se strategijska dilema da li slediti **strategiju redukcije (ograničenja)**. Naime, opredeljivanje za ovu soluciju uključuje uslove recesije na domaćem i međunarodnom tržištu, kao i period kada preduzeće ima teškoća u pribavljanju resursa kao i siromašan i slab finansijski potencijal. U ovakvim okolnostima preduzeća tragaju za strategijama koje će omogućiti eliminisanje neprofitabilnih proizvoda, smanjenje obima poslovanja i radne snage, tj. koje će dovesti do preorijentacije u poslovanju. Ove strategije se primenjuju na kratak rok, sa sledećim alternativama:

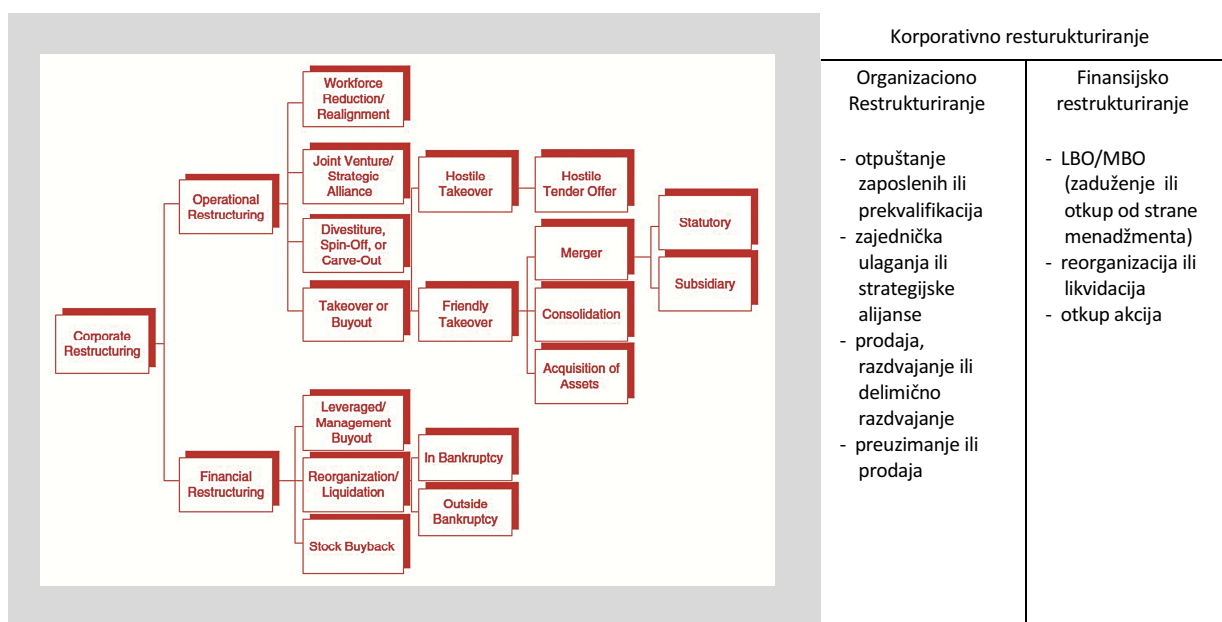
- *strategija zaokreta* primenjuje se kada se preduzeće nalazi u visokoatraktivnoj i rentabilnoj grani, ali počinju da ga prožimaju problemi koji još uvek nisu kritični, te se preduzimaju aktivnosti kao što su: promena kompletnog rukovodstva preduzeća, redukcija troškova poslovanja, centralizacija procesa odlučivanja u cilju potpune kontrole troškova, odbacivanje neprofitabilnih proizvoda, preispitivanje postojećeg kadrovskog potencijala, kao i traženje drugih načina za povećanje efektivnosti;
- *strategija dezinvestiranja* koristi se kada strategija zaokreta ne postigne uspeh, tj. u slučajevima kada preduzeće ne može da ostvari povoljno tržišno učešće, ili ne može da pokrene investicioni ciklus, pa se problemi pokušavaju razrešiti osamostaljivanjem, prodajom ili zatvaranjem pojedinih poslovnih jedinica;
- *strategija „zarobljavanja”* slična je strategiji dezinvestiranja, ali umesto prodaje proizvodne linije preduzeće ustupa neke svoje poslovne i operativne aktivnosti i na taj način postaje „zarobljeno” od strane drugog preduzeća;

- *strategija likvidacije* najneatraktivnija strategija za preduzeće, ostvaruje se prodajom imovine ili obustavljanjem celokupnog poslovanja.

Pomenute strategije moguće je primenjivati pojedinačno ili kombinovano što implicira drugačije strateške inpute da bi se obezbedio stvarni rast preduzeća. Očigledno, akcenat je na iznalaženju strategije kojom će se razvijati, očuvati postojeće tržište i povećati učešće u njemu.

3.2. RESTRUKTURIRANJE SAVREMENIH KORPORACIJA

Restrukturiranje predstavlja kompleksan, višeslojan i izuzetno heterogen fenomen, i zbog toga postoji visok nivo razlika u teorijskim postavkama i istraživačkim ciljevima u oblasti korporativnog restrukturiranja. Neki autori ga objašnjavaju kroz proširivanje delatnosti, neki kroz kontrakciju, a neki pod restrukturiranjem podrazumevaju sve promene u kompaniji nezavisno od toga da li dolazi do proširivanja, kontrakcije ili promene vlasničke strukture. Sprovodi se u situacijama kada trenutna struktura kompanije ne doprinosi njenom rastu u skladu sa kretanjima na tržištu ili očekivanjima uprave.



Slika 13. Šema korporativnog restrukturiranja

Izvor: DePamphilis D. (2010) *Mergers, acquisitions and other restructuring activities*, Academic Press/Eslevier, str. 20.

Struktura svakog preduzeća se oblikuje od strane internih snaga, a pod uticajem eksternog okruženja. Bazične strukture preduzeća predstavljaju sredstva, kapital, upravljanje i menadžment, troškovi i organizacija, i one zajednički determinišu performanse preduzeća. Strukture kao stabilni odnosi među elementima, uvode i definišu ograničenja sa kojima se preduzeća redovno suočavaju u svakodnevnom poslovanju. Veoma često poslovanje preduzeća dovodi do promena strukture, koje su blagog intenziteta, spontane i kontinuelne. Takve promene strukture ne mogu se podvesti pod termin restrukturiranja, jer nakon njih strukture ostaju najčešće onakve kako su inicijalno postavljene. Promene koje se dešavaju

kao rezultat restrukturiranja nisu spontane i kontinuelne, već su izazvane i diskontinuelne, i za njihov ishod su značajne promene u jednoj ili više bazičnih struktura preduzeća. U cilju održavanja profitabilnosti u promenljivom ekonomskom okruženju, rapidnim tehnološkim promenama i intenziviranoj konkurenciji, savremena preduzeća su prinuđena da vrše kontinuirano restrukturiranje jer ono rezultira većom produktivnosti i ekonomskim rastom.

Početne godine tranzicije u državama centralne i istočne Evrope obeležene su značajnom smanjenjem tražnje i cenovnim šokovima. Tražnja za njihovim proizvodima iz bivših socijalističkih država se smanjila i one su bile prinuđene da traže nova tržišta u državama zapadne Evrope koje imaju više standarde kvaliteta proizvoda i usluga. Smanjenje trgovinskih barijera, izložilo je ova preduzeća konkurenciji uvoznih proizvoda na domaćem tržištu. Sve tranzicione države imale su ozbiljnu ekonomsku recesiju koja je prouzrokovala smanjenje domaće tražnje.

Ovi eksterni uslovi doveli su do toga da mnoga preduzeća u tranzicionim državama postanu neprofitabilna. U nekim slučajevima, njihovi prihodi od prodaje su bili manji od obaveza prema dobavljačima. Ako ne izvrše neophodna restrukturiranja mala je verovatnoća da će preživeti. *Osnovno merilo restrukturiranja je da li su preduzeća sposobna da postanu profitabilna u novom ekonomskom okruženju.*

Restrukturiranje se izvodi iz filozofije i poslovne kulture preduzeća, a doprinosi ostvarivanju misije i realizaciji ciljeva preduzeća. Ono ima strateški značaj, pošto odluke i akcije koje ga čine imaju strateške karakteristike:

- one pogađaju sposobnost preduzeća da generiše gotovinu i profit,
- odnose se na preduzeće kao celinu,
- poduprte su od strane najviših (top) menadžera u preduzeću,
- uglavnom imaju dugoročne posledice i često se javljaju neregularno,
- odražavaju vrednosti top menadžera i u skladu su sa važećom filozofijom i kulturom preduzeća.

3.2.1. FORMULISANJE STRATEGIJE RESTRUKTURIRANJA

Prilikom formulisanja strategija restrukturiranja pred preduzećem se postavlja više pitanja, na koje je potrebno naći prave odgovore. Neka od njih su:

- Kako će svaka pojedinačna strateška alternativa pogađati vrednost vlasnika?
- Koja strategija će kreirati najviše vrednosti?
- Kako su izabrane strategije osetljive na interne i eksterne faktore?
- Koje će organizacione jedinice kreirati najviše vrednosti?
- Koja će kombinacija strategija generisati najveću vrednost?
- Koliko je sredstava neophodno za finansiranje tih alternativa?

Adekvatan proces formulisanja strategije restrukturiranja mora pomoći u traženju odgovora na ova pitanja. Mnogi radovi iz te oblasti sadrže različite modele tog procesa i preporuke za formulisanje strategije. Vodeći računa o specifičnostima procesa restrukturiranja i njegovih strategija, proces formulisanja strategije restrukturiranja može se posmatrati u pet faza (N. Cvetković-Bogavac, 2010):

- I. Analiza profila poslovanja,
- II. Razvoj vizije preduzeća,
- III. Rangiranje organizacionih jedinica,
- IV. Određivanje strategija, tj. glavnih pokreta i
- V. Sprovođenje, primena i kontrola strategije.



I Prvi korak u procesu formulisanja strategije restrukturiranja sastoji se u **analizi profila poslovanja**. U ovoj fazi preduzeće treba da definiše svoje poslovne jedinice. One se analiziraju odvojeno u zavisnosti od veličine, proizvodno/ tržišnih potencijala, tržišnog segmenta i slično.

U ovoj fazi se analiziraju, pre svega, interni faktori preduzeća, tj. slabe i jake strane svakog organizacionog dela. Za svaku jedinicu se analiziraju tržišne perspektive, snage, istražuju tržišne niše (segmenti), profit, cash flow, konkurentska pozicija, tehnologija, perspektive, istraživačko-razvojni potencijali, itd. U okviru ove faze najdirektnije dolazi do povezivanja strategijske analize sa analizom vrednosti vlasnika. To se posebno ogleda u procesu finansijskog predviđanja budućeg novčanog toka i oceni profitnih marži i stopa rasta prodaje za svaku organizacionu jedinicu. Kasnije se ta predviđanja i podaci sumiraju za celo preduzeće i predstavljaju važne inpute u korišćenju koncepta kreiranja vrednosti.

Takođe, vrši se poređenje različitih organizacionih jedinica u smislu donošenja odluka o tome u koje dalje investirati, koje dezinvestirati ili prodati, za koje preduzeti korake ozdravljenja ili gde menjati kontrolu ili strukturu vlasništva.

II Sledeću fazu predstavlja **razvoj vizije preduzeća**. Ovo je po svojoj suštini najkreativnija faza procesa formulisanja svake strategije, pa i strategije restrukturiranja. U ovoj fazi je neophodno ponovo preispitati misiju i generalne ciljeve preduzeća. Ova faza podrazumeva kreiranje slike preduzeća u slučaju idealne budućnosti za period 3, 5 ili 10 godina. Ova faza mora da pruži odgovore na neka bitna pitanja, kao što su:

- Koje ciljeve želimo da ostvarimo?
- Koje će delatnosti dominirati - istorijsko jezgro ili periferija?
- Koje će biti ciljno tržište?
- Kakvo će biti konkurentsko okruženje?
- Šta učiniti da se uspe na tržištu?

Za uspeh ove faze potrebno je uključiti veći broj subjekata u definisanje vizije vlasnike, menadžere (na svim nivoima), pa i zaposlene. S obzirom na veliki značaj ova faza bi morala prethoditi ili ići paralelno sa ranije pobrojanim fazama.

III Rangiranje organizacionih jedinica (SBU, divizija) se logično nameće kao sledeći korak u formulisanju strategije restrukturiranja, posle definisanja vizije, ocene profila poslovanja i analize vrednosti vlasnika. U ovoj fazi se primenjuje kriterijum kreiranja vrednosti kao osnova za ocenu organizacionih jedinica. U zavisnosti od doprinosa kreiranju vrednosti organizacione jedinice se mogu rangirati ocenama od 1 do 5 ili „visoko, srednje ili nisko” atraktivne. Kada se formira rang lista organizacionih jedinica, korišćenjem kriterijuma kreiranja vrednosti, dobija se svojevrsan spisak ili tabela atraktivnosti i perspektiva pojedinih organizacionih delova preduzeća. Ta rang lista može biti sastavljena i detaljnije, sa više objašnjenja i tada ona predstavlja vrlo značajnu informativnu osnovu za donošenje budućih odluka u formulisanju strategije restrukturiranja. Kako će organizacione jedinice biti rangirane zavisi u velikoj meri od rezultata analize internog i eksternog okruženja, tj. interakcije strategijske analize. Broj jedinica koje će biti svrstane u svaku kategoriju zavisiće od dve velike grupe faktora;

- iznosa sredstava koja stoje preduzeću na raspolaganju za investicije, pri čemu treba voditi računa o održanju tekuće likvidnosti, servisiranju duga i odbranama od preuzimanja, i
- očekivanja preduzeća u pogledu cash flow-a (tokova sredstava) koja će generisati svaka organizaciona jedinica. Ukoliko preduzeće ima jedinice koje će generisati gotovinu može se ići u formulisanje strategije restrukturiranja koja je više orijentisana ka trošenju sredstava i ekspanziji poslovanja.

IV Sledeći korak analize je samo **definisanje strategije restrukturiranja**, u smislu načina za ostvarivanje ciljeva preduzeća. Strategija treba da sadrži okvir za akcije i aktivnosti koje treba preduzeti na promeni postojeće strukture, strategije i/ili pozicije preduzeća, a u cilju povećanja efikasnosti i efektivnosti poslovanja. Definisanje strategije restrukturiranja sledi nakon sastavljanja vremenskog (nekad je moguće i projektnog) plana restrukturiranja.

Strategija restrukturiranja odražava misiju, viziju, ciljeve preduzeća i njegovih organizacionih jedinica. Ona je takode prožeta finansijskim predviđanjima i očekivanjima u pogledu budućih finansijskih rezultata za svaki organizacioni deo i celinu preduzeća. Naravno, najveći deo strategije restrukturiranja sadrži opis konkretne akcije za celo preduzeće i posebno za svaki organizacioni deo.

V Poslednja faza je povezana sa implementacijom strategije restrukturiranja tj. podrazumeva **preduzimanje akcije i kontrolu**. Ovo je faza u kojoj primenjujemo formulisanu strategiju restrukturiranja. Dokaz uspešnosti svake strategije je njena implementacija. U ovoj fazi je izuzetno značajna uloga menadžera na svim nivoima. Oni moraju osigurati sprovođenje zamišljenog, fleksibilnost, brzine akcije, obezbeđivanje resursa, praćenje i kontrola rezultata, itd.

Postoje različite strategije koje preduzeća realizuju u procesima svog restrukturiranja. Po klasifikaciji strategija restrukturiranja koja se najčešće primenjuje postoje četiri osnovne grupe strategija restrukturiranja i to su:

1. ekspanzija,
2. prodaja,
3. promena kontrole nad preduzećem i
4. promena u strukturi vlasništva.

STRATEGIJE EKSPANZIJE

Pod ekspanzijom se ne podrazumeva pravac rasta sa varijantama penetracije tržišta, razvoja proizvoda i razvoja tržišta. Umesto toga, pojam ekspanzije se vezuje za proširenje poslovanja, tj. uopšteno za rast i razvoj. Ekspanzijom se vrši kombinovanje i rekombinovanje realne aktive.

Prilikom identifikovanja strategija ekspanzije često ne postoje precizni kriterijumi. U praksi, one su najčešće stvar konkretnih dogovora. U svakom slučaju, neki pojmovi kao što su merdžeri, akvizicije, preuzimanja mogu se obuhvatiti širim pojmom „poslovne kombinacije”.

One nastaju kao rezultat upravljačkih odluka. Između njih postoje razlike u pogledu mehanizama realizacije, računovodstvenog i poreskog tretmana, obračuna amortizacije, evidentiranja profita i slično.

U ovu grupu strategija restrukturiranja možemo uključiti sledeće strategije:

- Merdžere i akvizicije (*Mergers&Acquisitions – M&A*) predstavljaju strategije restrukturiranja koje podrazumevaju pripajanja ili udruživanja u jednu ekonomsku jedinicu prethodnih dve ili više jedinica. Postoji više tipova merdžera: horizontalni, vertikalni i konglomeratski. Ciljevi ove strategije mogu biti vrlo različiti, kao npr: postizanje proizvodne ekspanzije širenjem proizvodnih linija i obuhvatanjem novih proizvoda; ostvarivanje geografske ekspanzije pokrivanjem novih teritorija; ostvarivanje sinergije; prevazilaženje različitih barijera i slično. Merdžeri predstavljaju vrstu dobrovoljnog udruživanja.
- „Nežna ponuda” (*tender offer*) predstavlja jedan od načina nasilnog preuzimanja kontrole nad drugim preduzećem. To je specifičan oblik kupovine drugog preduzeća, gde se objavljuje javna ponuda za otkupom akcija tog preduzeća.
- Zajednička ulaganja predstavljaju poslovnu kombinaciju kojom se angažuje određeni obim aktive preduzeća u saradnji sa drugim preduzećima na određeni period vremena (npr. 10-15 godina), a radi ostvarivanja zajedničkih ciljeva.
- I konačno, mere kontrakcije delatnosti, dezinvestiranja i redukcije poslovanja mogu predstavljati prelazno rešenje za preduzeća koja napuštaju određene poslove, smanjuju obim poslovanja i broj zaposlenih. Međutim, paralelno sa gašenjem pojedinih proizvodnih pogona potrebno je ispitati mogućnost privlačenja stranih partnera za aktiviranje programa kojima bi se popunili

novonastali gepovi u privrednoj strukturi. U tom cilju potrebno je razmišljati i delovati u pravcu stvaranja strategijskih alijansi sa stranim partnerima.

Korišćenje strategija eksternog rasta (merdžera i akvizicija), iako opterećeno velikim rizicima i teškoćama, može pomoći prevazilaženju stanja „akutne krize” u kojoj se nalazi neko od preduzeća. Naime, mogućnost njihove implementacije dovodi do pitanja: *Mogu li merdžeri i akvizicije biti osnova strategije transformacije preduzeća?*

Pripajanja i udruživanja (merdžeri) dovode do promene veličine preduzeća, izmena njegovih organizacionih struktura, promene tržišnih pozicija i preispitivanja dotadašnjih strategija. Na taj način nastalo preduzeće se može suočiti sa određenim problemima (pojava uskih grla i potreba njihovog eliminisanja, usklađivanje proizvodno-tehničkih funkcija i operacija, itd.) za čije rešavanje su potrebne investicije u osnovna sredstva. Budući da pripajanja i udruživanja deluju kao značajan podsticaj ne samo za rast i razvoj već i na mogućnost ozdravljenja preduzeća, neophodno je razvijati prave stimulanse za ove procese, i to prvenstveno u vidu razvijanja tržišne infrastrukture, finansijskih institucija, mera antimonopolskog zakonodavstva i definisanja vlasničkih odnosa. Time će se omogućiti da i u domaćoj privredi ove strategije dobijaju sve više na značaju, naročito kroz oblike međunarodnog pripajanja, udruživanja i zajedničkih ulaganja domaćih i inostranih preduzeća.

Realizacija strategija preuzimanja i kupovine drugih preduzeća pomaže efikasnijoj alokaciji resursa jedne nacionalne ekonomije i rastu ukupne društvene efikasnosti. Alokativna preuzimanja su usmerena ka povećanju efikasnosti kako preduzeća tako i nacionalne ekonomije, jer podrazumevaju transfer resursa sa subjekata koji neefikasno upravljaju i time ostvaruju nisku produktivnost, u korist subjekata koji će efikasnije upravljati i na toj osnovi ostvarivati veću produktivnost.

STRATEGIJE PRODAJE

Postoji više strategijskih mogućnosti restrukturiranja u okviru ove grupe strategija. Dve su najpoznatije: razdvajanje (*spinoff*) i prodaja (*divestitures*).

- **Razdvajanjem ili podelom** nastaje nov pravni oblik od jednog dela postojećeg preduzeća. Akcije tog novog, razdvojenog preduzeća se distribuiraju postojećim akcionarima preduzeća-roditelja srazmerno njihovom učešću u vlasništvu. Kod razdvajanja dolazi do odvajanje kontrole od preduzeća-roditelja, što implicira da novo preduzeće počinje samostalno da donosi svoje poslovne odluke, koje se mogu razlikovati od odluka prethodnog preduzeća. Za razdvajanje je karakteristično da ne postoji transfer gotovog novca između preduzeća-roditelja i novih pravnih oblika, već se samo transferišu i razmenjuju hartije od vrednosti. Razdvajanje ima dve podvarijante: *split-off* i *split-up*. *Split-off* je takav oblik razdvajanja gde postojeći akcionari dobijaju akcije novog preduzeća u zamenu za akcije preduzeća roditelja. *Split-up* je druga varijanta razdvajanja u kojoj se preduzeće-roditelj raspada u seriji razdvajanja i podela, tako da vremenom prestaje da postoji.

- **Prodaja** obuhvata grupu strategija restrukturiranja koje se sastoje u prodaji jednog dela preduzeća ili njegovih organizacionih delova trećim licima. Ove strategije imaju za posledicu smanjenje aktive preduzeća i priliv svežeg novca. Kao kupci se obično pojavljuju već postojeća preduzeća, tako da prodaja nema za posledicu kreiranje novih pravnih oblika. Za preduzeća kupce, kupovina je oblik ekspanzije poslovanja.
Varijanta je i tzv. *strategija equity carve* (ECO), koja podrazumeva prodaju dela preduzeća javno kroz ponudu akcija spoljnim investitorima. Nove akcije, kojima raspolažu spoljni vlasnici, daju im deo vlasništva nad postojećim preduzećem.

STRATEGIJE PROMENE KONTROLE NAD PREDUZEĆEM

U ovoj grupi strategija restrukturiranja postoji više strategijskih mogućnosti. Sve su povezane sa pitanjima kontrole i upravljanja nad preduzećem. Naime, mogućnosti koje se najčešće javljaju u ovoj grupi strategija su:

- Otkup akcija uz premiju (*greenmail, premium payback*) predstavlja strategiju restrukturiranja gde preduzeće otkupljuje značajan procenat svojih akcija uz premiju iznad tržišnih cena. Jedan od najčešćih razloga zašto se ide u ovu strategiju restrukturiranja je odbrana od neprijateljskih preuzimanja.
- *Standstill agreement* često se povezuje sa prethodnom strategijom. To je dobrovoljni sporazum, u kome se vlasnici akcija koji su stekli određeni procenat vlasništva nad nekim preduzećem, obavezuju da u određenom roku više neće investirati u akcije tog preduzeća. Reč je o svojevrsnom obećanju u pismenoj formi grupe vlasnika da neće dalje povećavati svoje učešće u vlasništvu i time ugroziti kontrolu preduzeća.

Amandmani o nepreuzimanju (*antitakeover amendments*) predstavljaju izmene u internim aktima preduzeća kako bi se akvizicija ili preuzimanje učinilo što težim i skupljim. Ovi amandmani uključuju više mogućnosti:

- odbredbe o supervećinskom glasanju (*supermajority voting provisions*), gde se zahteva visok procenat (npr. 80% i više) glasova vlasnika akcija da bi se odobrio merđžer.
- „uslovi posrtanja” (*staggered terms*), koji se odnose na direktore i druge top menadžere, čime im se daje mogućnost odlaganja promena u kontroli za nekoliko godina unapred.
- zlatni padobran (*golden parachutes*), koji podrazumeva davanje velikih nagrada postojećem menadžerskom timu ukoliko se kontrola promeni i upravljanje ograniči.
- odredba o „otrovnoj piluli” (*poison pill*), koja daje pravo postojećim akcionarima da kupe akcije preduzeća uz veliki diskont kako bi se izbeglo neprijateljsko preuzimanje. Ovom strategijom se preuzimanje otežava i čini skupljim.
- Borba (preko) zastupnika (*proxy contest*) predstavlja pokušaj preuzimanja kontrole nad preduzećem od strane grupe vlasnika koji dolaze „spolja”, tj. izvan preduzeća. Ova grupa se

često naziva „disidenti”. Oni pokušavaju da pridobiju za sebe glasove akcionara, kako bi smanjili kontrolnu poziciju dosadašnjeg upravnog odbora i kako bi uspostavili nov sistem upravljanja u preduzeću. U okviru ove strategije se vode pravi ratovi i bitke za svaki glas vlasnika akcija.

PROMENE U STRUKTURI VLASNIŠTVA

U okviru ove grupe strategija restrukturiranja razlikujemo četiri pojedinačne strategije:

- Ponuda razmene (*exchange offers*) predstavlja mogućnost zamene hartija od vrednosti instrumenata duga (obveznica) ili preferencijalnih akcija za obične akcije preduzeća. Na ovaj način je moguće vršiti promene u visini finansijskog leveridža i vršiti izmene u strukturi vlasništva.
- Otkup akcija (*share repurchase*) strategija restrukturiranja gde preduzeće kupuje deo sopstvenih akcija koje je ranije emitovalo. Za ovu potrebu može se organizovati „javna (nežna) ponuda”.
- Privatizacija (*going private*) grupa strategija restrukturiranja gde se ranije javno preduzeće prodaje privatnim investitorima. U privatizaciju se vrlo često uključuju članovi menadžerskog tima. Ukoliko su oni uključeni, takav oblik privatizacije se naziva *management buy-out* (MBO).
- *Leveraged buy-out* (LBO) predstavlja oblik MBO operacije, ali uz finansiranje putem kredita i zaduženja.

3.2.2. RESTUKTURIRANJE KAO FAKTOR OZDRAVLJENJA KOMPANIJE

Jedan od čestih razloga za preduzimanje aktivnosti restrukturiranja je stanje krize u kome se preduzeće može naći. Kako kriza i krizna stanja imaju svoja ishodišta, tako se ona može identifikovati na području: vlasničkih odnosa, upravljačke (menadžerske) funkcije, razvoja, tržišta, kadrova, finansija, proizvodnje itd. Otklanjanje krize i kriznih stanja zahteva planski i koordinirani pristup uticaja na pojedine segmente poslovnog sistema i tokova u njemu.

Veliki je broj uzroka i simptoma krize, a najtipičniji su: gubitak tržišta, pad prodaje, pad profita, nepoverenje potrošača, finansijski gubitak, pad prinosa na investicije, pad morala zaposlenih itd. Stanje krize je usko povezano sa neuspehom u upravljanju i poslovanju preduzeća.

Kod velikog broja domaćih preduzeća izuzetno su izraženi simptomi bolesti i krize. Potrebno ih je identifikovati i na sistemu uzorka, analizom računovodstvenih i finansijskih podataka odabranih preduzeća, rangirati po učestalosti ispoljavanja. *Identifikacija* odnosno dijagnostika *simptoma bolesti i krize* je preduslov za utvrđivanje njenih *uzroka*. Od prepoznavanja i definisanja uzroka krize zavisi sadržaj elemenata strategije ozdravljenja tj. mere i akcije koje treba preduzeti.

Preduzeće ne može iz svih kriznih situacija uspešno da izađe. Neuspeh može dovesti preduzeće u dve osnovne grupe situacija:

- 1) situacije u kojima postoji mogućnost za obezbeđivanje opstanka tj. preživljavanja preduzeća, ili situacije u kojima je moguće potpuno ozdravljenje i
- 2) situacije u kojima nema nade za preduzeće.

Strategije ozdravljenja su specifične, jedinstvene i neponovljive što otežava posao ka njihovom grupisanju. U zavisnosti od dubine krize i obima preduzetih mera ozdravljenja potrebno je izvršiti selekciju stratezijskih opcija ozdravljenja. Radi se o istraživanju uslova za korišćenje strategija koje su usmerene u pravcu smanjenja troškova, smanjivanja aktive, povećanja prihoda ili njihovim kombinacijama uz nastojanje da se poboljša *Cash-Flow*.

Uspešna strategija ozdravljenja mora da sadrži više *elemenata i mera* kojima se utiče na *otklanjanje uzroka krize*. Istraživanjem je potrebno utvrditi mere za odgovarajuće grupe neuspešnih preduzeća kao što su: promena upravljanja, organizacione promene, smanjenje troškova, promena finansijske strategije, poboljšanje marketinga, fokusiranje na nove proizvode i usluge, investicije, strategije eksternog rasta i sl.

Uzroci krize privrede Republike Srbije su duboki jer se naša zemlja u poslednjih petnaest godina našla pod uticajem političkih, ekonomskih, finansijskih, tehnoloških, pravnih i socijalnih sila sa nekontrolisanim i dramatičnim delovanjem. Kao posledica navedenih uticaja došlo je do rapidnog slabljenja ekonomskog položaja zemlje. Niska produktivnost rada, pre svega u proizvodnji, neracionalno poslovanje i izrazita neefikasnost investicija nisu mogli da obezbede potrebnu potrošnju i akumulaciju za dalji razvoj, tako da se išlo na preterano zaduživanje prema inostranstvu. Sve veći broj preduzeća je zapadao u zonu gubljenja kapitala. Jedan od uslova da bi se u preduzeću pokrenuo proces restrukturiranja je njegova nesolventnost.

Za izlazak iz ekonomske krize neophodne su velike promene na globalnom planu (*restrukturiranje privrede*) i promene unutar preduzeća (*restrukturiranje preduzeća*). Primenom navedenih strategija restrukturiranja na makro i mikro planu moguće je obezbediti adekvatna alternativna rešenja za prevazilaženje krize.

3.3. ULOGA DRŽAVE U PROCESIMA RESTRUKTURIRANJA I ANALIZA EFEKTA DOSADAŠNJEG TOKA PRIVATIZACIJE U REPUBLICI SRBIJI

Uloga države u restrukturiranju kompanija tj. uspešnom prevazilaženju kriznih stanja, svodi se na kreiranje ambijenta kroz aktiviranje odgovarajućih mera kao što su:

- zakonski ili pravni okvir za restrukturiranje preduzeća,
- poreski sistem i
- znanje potrebno za restrukturiranje.

Naravno, primena odgovarajućih mera se moraju prilagoditi okolnostima i uslovima u određenoj zemlji. Mere koje su prihvatljive u uređenom društvu neće biti od prevelike koristi u zemlji gde je zakonska regulativa neefikasna.

Pravni okvir za restrukturiranje preduzeća

Pravni okvir za rešavanje pitanja stečaja kompanija treba da bude jasan a sankcije za njegovo nepoštovanje oštre što uključuje poboljšanje zakona, obuku osoblja suda i podizanje efikasnosti administrativnog sistema. Fikasan režim rešavanja pitanja nelikvidnosti je preduslov uspešnog restrukturiranja preduzeća i banaka. Ciljevi režima nelikvidnosti treba da smanje pravnu i finansijsku nesigurnost, unaprede efikasnost i obezbede fer i jednak tretman vlasnika akcija u nelikvidnoj firmi.

Veliki broj stečaja u periodu posle nastanka kriza, zajedno sa neefikasnim sudstvom ima za posledicu održavanje pojave procesa vanskudskog poravnjanja. Ovaj proces je potreban za rešavanje sporova između dužnika i kreditora.

S druge strane, vanskudski postupci, koji su bitni za mnoge zemlje u krizi mogu, ipak, produžiti rok i povećati nesigurnost u okolnostima kada to nije u interesu većine akcionara. Postupak vanskudskog restrukturiranja (*out-of-court restructuring*) podrazumeva:

- Dogovorno restrukturiranje preduzeća između domaćih i međunarodnih kreditora koje obavezuje sve kreditore i predviđa obavezujuće rokove.
- Pouzdane mehanizme za rešavanje razlika među kreditorima, tj. razumni prag za ispunjenje ugovora i rokova.
- Koordinacioni komitet koji bi arbitrirao u slučaju različitih stanovišta kod kreditora, i čije odluke bi bile obavezujuće za sve kreditore.

Poreska pitanja

Iskustva zemalja u razvoju ukazuju da u okviru poreskog sistema postoje razni vidovi obstrukcija koje otežavaju restrukturiranje kompanija i mogu dovesti do zastoja ovog procesa. Neki tipovi poreskih opstrukcija su: a) poreski tretman dugova može onemogućiti kreditore da traže smanjenje poreza za dug koji je otpisan, smatrajući zaboravljeni dug poreskim prihodom dužnika, b) u nekim zemljama merdžeri i akvizicije mogu proizvesti oporezivanje (npr. korporacija koja kupuje ne može preuzeti poreske gubitke). Zato je poželjno da poreska politika bude neutralna u procesu restrukturiranja preduzeća.

Veštine i sposobnosti

Zemlje koje imaju profesionalce kao što su istraživači i eksperti za rešavanje problema nelikvidnosti u stanju su da reaguju mnogo brže u slučaju krize od zemalja koje nemaju odgovarajuće eksperte. To se odnosi i na zemlje sa velikim ulaganjima koje poseduju odgovarajuće mehanizme za upravljanje rizičnim ulaganjima uključujući sekundarno tržište za dugove, fondove za finansijsko restrukturiranje preduzeća, investicione fondove nekretnina i hartija od vrednosti. Međutim razvoj i primena ovih instrumenata zahteva solidnu osnovu znanja uključujući eksperte, istraživače, finansijske analitičare i revizore. Iskustvo je pokazalo značaj snaženja privatnog finansijskog sektora kroz međunarodne standarde u najvažnijim profesijama, kao i poboljšanja u obrazovnim institucijama. Pokazalo se da nedostaju važne profesije kao

što su stručnjaci za nelikvidnost, advokati, računovođe, istraživači, finansijski analitičari i revizori. Efikasna regulativa može povećati stvaranje ovih profesija formiranjem standarda za kvalitet u ovoj sferi obrazovanja. Vlada, takođe, u sličnim slučajevima motiviše razvoj konsultanskih znanja u ovoj oblasti u čemu uloga stranih konsultanata iz razvijenih zemalja može biti od posebne koristi.

3.3.1. PRIVREDA REPUBLIKE SRBIJE – PRESEK STANJA

Postojeća ekonomska kriza je prouzrokovala makroekonomsku nestabilnost, gubitak tržišta i izolaciju od tehnološkog napredka. Proces restrukturiranja domaćih preduzeća je dugotrajan. Kod najvećeg broja preduzeća osnovni razlog ulaska u krizu je prezaduženost, pa se postavlja pitanje da li je reč o kandidatima za restrukturiranje ili stečaj. Prateći pozitivna i negativna iskustva zemalja u tranziciji moguće je zaključiti da Srbija ne može unaprediti svoju privredu na dugi rok bez temeljnog restrukturiranja preduzeća i banaka. Za razliku od drugih zemalja u tranziciji Srbija je krenula prvo u restrukturiranje banka čiji je proces u finansijskoj fazi. Međutim, najveći problem u Srbiji predstavlja restrukturiranje javnih preduzeća koji su ključni nosioci nelikvidnosti srpske privrede.

Ovakav proces ne može dati valjane rezultate jer proces restrukturiranja banaka i preduzeća nije sinhronizovan. Proces restrukturiranja je u velikom zakašnjenju što je rezultiralo neznatnim brojem preduzeća u kojima je okončano restrukturiranje. Dalje odugovlačenje i nedostatak strategije i konkretnih rešenja u procesu restrukturiranja kompanija će imati nesagledive posledice. Osim toga, sadašnje stanje u oblasti restrukturiranja je posledica nepostojanja fondova iz kojih bi se ovaj proces intenzivnije finansirao.

Nakon deset godina tranzicije, u Srbiji i dalje postoji veliki broj pod državnom kontrolom preduzeća (nepostoji jedinstven registar), gde spadaju preduzeća koja su još uvek u procesu privatizacije, velika javna preduzeća i lokalna javna preduzeća. Visoko učešće ovih preduzeća u BDP-u, društvenom bogatstvu i zaposlenosti negativno utiče na ekonomsku efikasnost, podstiče finansijsku nedisciplinu, korupciju i dr. Sa fiskalnog stanovišta, preduzeća pod državnom kontrolom dobijaju znatne direktne budžetske subvencije i na taj način doprinose povećanju javne potrošnje i fiskalnog deficita. Osim toga, ova preduzeća dobijaju različite oblike indirektnih subvencija kao što su državne garancije za kredite, tolerisanje neplaćanja poreza, „povezivanje radnog staža”, koji imaju za posledicu povećanje sadašnjih i budućih javnih rashoda i smanjenje javnih prihoda. Ozbiljan program reformi vezan za ova preduzeća doveo bi do fiskalnih ušteda, ali i ukupnog povećanja efikasnosti domaće privrede. Prioriteti bi trebalo da budu sledeći (M. Arsić, 2012):

- za preduzeća koja su još uvek u nadležnosti Agencije za privatizaciju - završiti proces privatizacije u naredne dve godine, pre svega problematičnih preduzeća koja su u statusu restrukturiranja;
- za velika javna i državna preduzeća - unaprediti efikasnost i odgovornost u upravljanju, što će dovesti do smanjivanja direktnih i indirektnih subvencija, kao i privatizovati neka od velikih državnih preduzeća koja posluju u konkurentskim uslovima;

- za lokalna javna preduzeća - povećati unaprediti poslovanje čime bi se smanjila potreba za značajnim direktnim subvencijama koja ova preduzeća dobijaju od lokalnih samouprava.

Procenjuje se da trenutno posluje oko 1.300 preduzeća koja su pod državnom kontrolom, bilo po osnovu većinskog državnog vlasništva ili po osnovu efektivne upravljačke kontrole (preduzeća u restrukturiranju), sa oko 280 hiljada zaposlenih, tj. preko 15% od ukupnog broja formalno zaposlenih u Srbiji. Ova preduzeća možemo podeliti u tri široke grupe (M. Arsić, 2012):

- Preduzeća u nadležnosti Agencije za privatizaciju – u ovu grupu ulazi oko 600 preduzeća sa oko 100 hiljada zaposlenih.
- Velika javna i državna preduzeća - ova grupa se dalje može podeliti na dve podgrupe:
 - o Javna preduzeća koja obavljaju usluge od opšteg značaja i posluju u okviru regulisanih tržišta pod (pretežno) monopolskim uslovima (npr. EPS, Železnice Srbije, Putevi Srbije, Srbijagas, PTT Srbija). U ovoj grupi nalazi se desetak preduzeća sa oko 80 hiljada zaposlenih.
 - o Velika državna preduzeća koja posluju u konkurentskim industrijama (npr. Telekom, Galenika, Jat, Sartid, Skijališta Srbije) i dr. U ovoj grupi je oko 40 preduzeća sa oko 33 hiljade zaposlenih.
- Lokalna javna preduzeća - u ovoj grupi je oko 650 preduzeća sa oko 70 hiljada zaposlenih, dok su najbitnija u ovoj grupi su lokalna komunalna preduzeća.

Iako je tokom prethodne decenije ostvaren znatan napredak u privatizaciji društvenih i restrukturiranju javnih preduzeća, stanje u ovoj oblasti je nezadovoljavajuće. Učešće preduzeća pod državnom kontrolom u BDP-u Srbije je vrlo visoko, što negativno utiče na ekonomsku efikasnost, podstiče finansijsku nedisciplinu, korupciju i dr. U 2010. godini, ukupni gubici svih državnih, društvenih i javnih preduzeća iznosili su oko milijardu evra (oko 3,5% BDP-a).

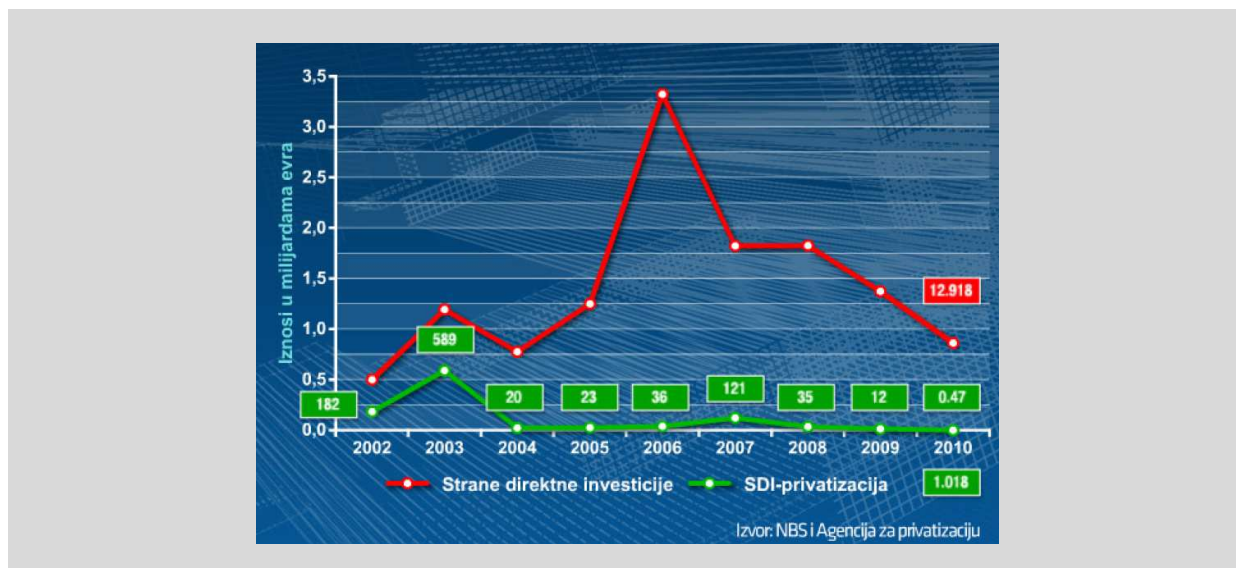
Sa fiskalnog stanovišta, relevantno je da preduzeća pod državnom kontrolom dobijaju značajne direktne budžetske subvencije i na taj način doprinose povećanju javne potrošnje i fiskalnog deficita. Osim toga, ova preduzeća dobijaju različite oblike indirektnih subvencija kao što su državne garancije za kredite, tolerisanje neplaćanja poreza, „povezivanje radnog staža”, koji imaju za posledicu povećanje sadašnjih i budućih javnih rashoda i smanjenje javnih prihoda. Ukupni novčani izdaci države za podršku ovim preduzećima - koji uključuju direktne subvencije iz republičkog budžeta i budžeta lokalnih samouprava, transfere za povezivanje radnog staža i izdatke za servisiranje garantovanog duga, iznosili su:

- oko 2,7% BDP-a u 2010. godini, a
- oko 2,3% BDP-a, u 2011. godini.

Stoga su restrukturiranje i privatizacija preduzeća pod državnom kontrolom od suštinskog značaja, ne samo za unapređenje ekonomske efikasnosti privrede nego i za uspešnu fiskalnu konsolidaciju. Dodatno, sa fiskalnog stanovišta, relevantno je da privatizacija preduzeća pod državnom kontrolom predstavlja mogućnost za direktno ili indirektno smanjenje javnog duga, ali i za rast poreskih prihoda u budućnosti.

3.3.2. Analiza efekta dosadašnjeg toka privatizacije u Republici Srbiji

Proces privatizacije društvenih preduzeća, sad već pri kraju procesa tranzicije, protekao je relativno uspešno, bez većih afera, posebno kad se ima u vidu da je privreda Srbije bila u krajnje nepovoljnom stanju usled raspada SFR Jugoslavije i uvođenja sankcija međunarodne zajednice početkom devedesetih, NATO bombardovanja krajem devedesetih, kao i posledica ekonomske politike tokom devedesetih godina.



Slika 14. Uticaj privatizacije na strane direktne investicije

Kako bi privatizovana društvena preduzeća postali nosioci rasta proizvodnje, izvoza i produktivne zaposlenosti cilj je postići zdravo jezgro privrede koga čine perspektivne kompanije. Efekti privatizacije ispoljili su se u finansijskim rezultatima sa pozitivnim trendom poslovanja preduzeća započet u 2005. dok je tokom 2008. i 2009. godine privreda Srbije ostvarila negativan neto finansijski rezultat u uslovima nerešenih strukturnih problema i nastale ekonomske krize.

Posmatrana u širem smislu, privatizacija je privukla najznačajnija strana ulaganja (Telenor, NIS, DIN, Stada), dok je privatizacija realnog sektora samo u prvim godinama tranzicije privukla značajne investicije iz inostranstva. Nakon Svetske ekonomske krize pojavljuje se interesovanje ulavnom za strateška partnerstva kroz zajedničko ulaganje (Jura, Beneton), uz značajno podsticanje iz budžeta.

Privatizacija društvenih preduzeća

Zakonom o privatizaciji iz juna 2001. utvrđen je novi model privatizacije društvenih preduzeća koji je, od 2002. do zaključno sa 2010. metodom prodaje na tenderu, aukciji i tržištu kapitala privatizovano je 2.402 društvena preduzeća, ostvaren ukupan prihod od 2,7 mlrd evra i ugovorene investicije u razvoj ovih preduzeća od 1,2 mlrd evra. Poseban značaj ima osnivanje 60.998 novih preduzeća i 236.055 preduzetničkih radnji u periodu od 2005. do zaključno sa junom 2010. godine. Formiranje novog privatnog sektora po osnovu privatizacije postojećih i osnivanje novih preduzeća od najvećeg je značaja za privredni rast i povećanje izvoza, zapošljavanje i porast životnog standarda (M. Bošnjak, 2010).

Tabela 4. Rezultati privatizacije društvenih preduzeća od 2002 do 2010 godine* (u mil. evra)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Ukupno
Broj prodatih preduzeća	211	637	237	317	279	312	275	94	40	2.402
Broj zaposlenih	37.320	76.889	38.808	58.931	45.383	44.612	27.104	9.119	2.008	340.174
u mil. evra										
Prihod od prodaje	318,8	839,7	153,9	370,9	239,4	426,0	252,8	48,8	19,0	2.669
Investicije	320,1	319,8	99,6	98,6	149,5	103,2	62,1	24,6	1,3	1.179
Socijalni program	145,8	128,3	2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	277

* Privatizacija putem tendera, aukcije i tržišta kapitala

Izvor: Agencija za privatizaciju

U periodu od 2002. do 2010. procenat neuspešnosti prodaje društvenih preduzeća na tenderima je iznosio 17,5%, a na aukcijama 23,3%. U ovom periodu raskinuta su 642 ugovora o privatizaciji, a najviše u 2009. (90) i u 2010 (127) ugovora o privatizaciji (M. Bošnjak, 2011).

Na ovaj način je dokazana prva pomoćna hipoteza.

Restrukturiranje društvenih preduzeća

Vlada republike Srbije je početkom 2001. donela odluku da restrukturiranje velikih društvenih preduzeća poveri Agenciji za privatizaciju, sa ciljem da se restrukturiraju do nivoa koji je potreban da bi se privatizovala ili da ukoliko to nije moguće idu u stečaj. U postupku restrukturiranja bilo je oko 70 velikih društvenih preduzeća sa preko 150.000 zaposlenih, sa ciljem da se ovi veliki poslovni sistemi pripreme za privatizaciju prodajom uspešnim investitorima i da se sačuva što više radnih mesta.

Razlozi zbog kojih preduzeća koja podležu restrukturiranju nisu privlačna potencijalnim kupcima su:

- prezaduženost-negativan kapital,
- veliki tehnološki viškovi radnika u kombinaciji sa niskom produktivnošću,
- neadekvatna mikro i makoro organizacija preduzeća sa nedovoljno integrisanim pogonima i delatnostima,
- tehničko-tehnološka i fizička zastarelost sredstava.

Kriterijimi za identifikaciju preduzeća za restrukturiranje su:

- nepostojanje zainteresovanih kupaca,
- makar i mala solventnost preduzeća,
- postojanje proizvodnih programa koji mogu podstaći oporavak,
- nacionalni i regionalni značaj preduzeća.

Ako bar jedan od ovih uslova nije ispunjen preduzeće ne zadovoljava kriterijume za restrukturiranje, i predstoji mu najverovatnije stečaj ili likvidacija.

Prilikom poslednje izmene Zakona o privatizaciji, kao rok za okončanje postupka restrukturiranja određen je 30. jun 2014. godine, gde akcioni plan Vlade Republike Srbije sadrži informacije o preduzećima u restrukturiranju, broju zaposlenih, kao i dinamiku okončanja tog postupka, odnosno

objavljivanja tendera, pokretanja stečajnog postupka ili pripreme programa za preduzeća koja dobro posluju, ali imaju gubitke iz prethodnog perioda. Trenutno, nivo obaveza koje država plaća umesto tih preduzeća dostigli su 750 miliona evra godišnje.

Aktuelnim postupkom restrukturiranja, preduzeća su podeljena u tri grupe:

- Prva grupa preduzeća su ona koja će ostati u državnom vlasništvu, odnosno ona koja danas dobro funkcionišu, ali je potrebno regulisati neke njihove probleme koji datiraju iz prethodnih decenija (npr. RTB Bor).
- Druga grupa su preduzeća koja će se ponuditi na tržištu i za koja postoji određeno interesovanje ulagača za imovinu, odnosno delove imovine. Za ta preduzeća ne postoji interesovanje za kapital, jer imaju značajne gubitke iznad svog kapitala.
- Poslednja grupa su preduzeća za koja se niko ne interesuje, nemaju tržišnu poziciju, nemaju proizvod za tržište i za takva preduzeća je predviđen stečaj, dok će se njihova imovina ponuditi na tržištu, kako bi mogla da ponovo bude stavljena u funkciju.

Restrukturiranje javnih preduzeća

Restrukturiranje javnih republičkih i lokalnih preduzeća koja pružaju usluge infrastrukturnog karaktera, kao što su električna energija, telekomunikacije, pošta, nafta i gas, železnica, aerodrom i avioprevoz, šume, vode, komunalne usluge i slično, nije značajno sprovedena. Nacionalna javna preduzeća i javna komunalna preduzeća na nivou lokalnih zajednica na početku tranzicije bila su u krajnje nepovoljnoj situaciji. Javna preduzeća su obavljala i delatnosti koje nisu bile od javnog interesa (niz pomoćnih i sporednih delatnosti), bila su zaštićena od konkurencije sa depresiranim cenama proizvoda i usluga, što je uslovalo visoke gubitke koji su delom pokriveni subvencijama iz budžeta, a delom su predstavljali kvazi fiskalni deficit. Ova preduzeća su ostvarivala nisku ekonomsku efikasnost, imala ogroman višak zaposlenih i velike, mahom neotplate obaveze.

Razvoj malih i srednjih preduzeća

Osnovne karakteristike malih i srednjih preduzeća i preduzetnika, pri čemu se pre svega misli na njihovu veličinu, fleksibilnost, sklonost ka inovativnim i rizičnim poduhvatima i veću mogućnost za specijalizaciju, omogućavaju ovim preduzećima da se mnogo lakše od velikih poslovnih sistema prilagode kontinuiranim promenama u zahtevima potrošača i uslovima poslovanja na globalnom tržištu. Na taj način, mala i srednja preduzeća podstiču jačanje konkurencije koja za posledicu ima unapređenje kvaliteta proizvoda i usluga i snižavanje cena, razvoj inovacija i novih tehnologija i privredni rast nacionalnih ekonomija uopšte.

U Srbiji, sektor malih i srednjih preduzeća i preduzetnika je značajno doprineo privrednom rastu ostvarenom u periodu od političkih promena 2000. godine do pojave preliivanja efekata svetske finansijske krize 2008. godine. U tom periodu, ostvaren je dinamičan rast zaposlenosti, bruto dodate

vrednosti i izvoza. Mala i srednja preduzeća su važan faktor u procesu približavanja srpske privrede razvijenim tržišnim ekonomijama, kao i na putu integracije u EU. Republika Srbija sprovodi politiku razvoja MSP u skladu sa načelima Evropske povelje o maloj privredi (*EU Charter for Small Business*).

Tabela 5. Osnovni pokazatelji za sektor MSPP u Srbiji za period od 2005. do 2009. godine.

	2005	2006	2007	2008	2009
Broj malih i srednjih preduzeća	74.736	75.596	83.511	88.630	88.586
Broj radnji	201.959	192.919	212.575	214.819	226.241
Broj zaposlenih u MSPP	810.862	870.979	906.669	940.159	872.540
Udeo MSPP u prometu, u %	65,5	67,5	67,6	66,6	67,8
Udeo MSPP u BDV, u %	54,1	56,9	58,3	59,1	57,4
Udeo MSPP u zaposlenosti, u %	59,0	63,1	65,5	67,2	66,7
Udeo MSPP u izvozu, u %	39,6	43,6	50,2	45,9	50,5
Udeo MSPP u uvozu, u %	64,0	59,2	61,7	60,5	60,9

Izvor: Republički zavod za razvoj na osnovu podataka Republičkog zavoda za statistiku

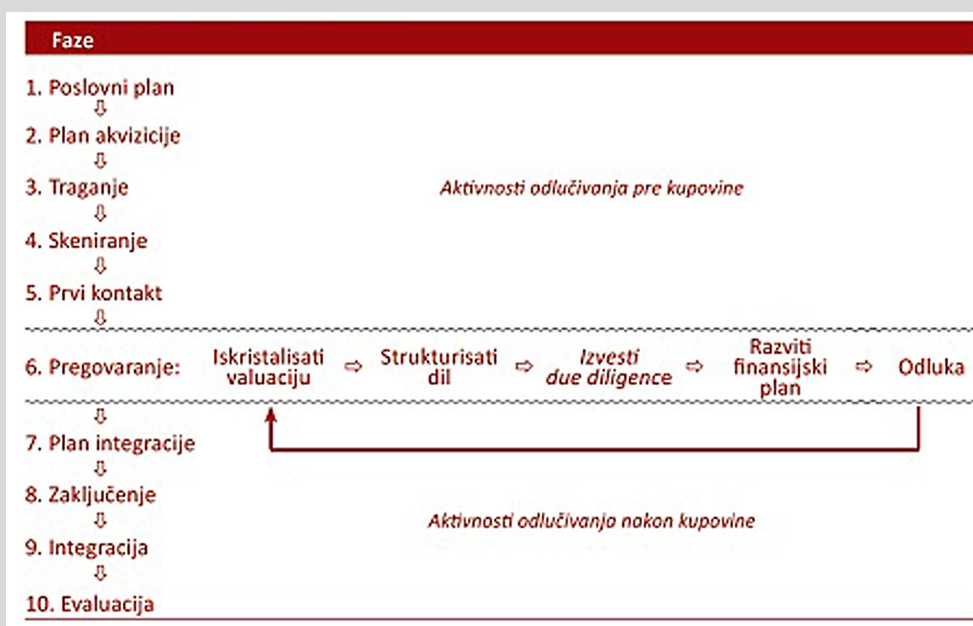
Prema podacima za 2009. osnovan je značajan broj MSP (88.589) i radnji (226.241), koja zapošljavaju 872.540 osoba. Udeo malog i srednjeg preduzetništva u BDP iznosi 57,4% u izvozu 50,5% i u zaposlenosti 66,7%.

Sektor MSPP je suočen sa skupim i dugotrajnim procedurama dobijanja dozvola za gradnju i drugih dozvola i licenci, neefikasnim i dugotrajnim rešavanjem poslovnih sporova i sa neregulisanim uslovima za korišćenje pokretne i nepokretne imovine. Pored toga, neadekvatna je kvalifikaciona struktura i nedovoljna zaštita zaposlenih u MSP. Nedovoljan je pristup MSPP raznim oblicima finansiranja na tržištu kapitala, krute su procedure javnih nabavki i previsoko postavljeni standardi zaštite životne sredine za MSPP.

4. DUE DILIGENCE I PROCENA VREDNOSTI KOMPANIJA

Usled pojačane konkurencije na tržištima, a u cilju povećanja efikasnosti i profitabilnosti poslovanja, mnoge kompanije se odlučuju na radikalno restrukturiranje. *Korporativno restrukturiranje*, se odnosi na širok spektar aktivnosti koje se u suštini razdvaja na *operativno* i *finansijsko restrukturiranje* (D. DePamphilis, 2010). Postoji širok spektar programa kojima se vrši restrukturiranje: merdžeri, akvizicije, programi dekomponovanja kompanija, LBO i MBO programi, a zajedničko im je promena u vlasničkoj strukturi, time i u korporativnoj kontroli.

Pojam merdžera i akvizicija (M&A) odnosi se na udruživanje, integrisanje, odnosno kombinovanje sredstava dva ili više preduzeća ili drugih pravnih lica. Ove transakcije predstavljaju važan oblik poslovnog restrukturiranja; preduzeće *prodavac* trpi delimičnu ili potpunu kontrakciju poslovnog portfolija - dezinvestira, dok se portfolio sredstava *kupca* uvećava, time se realizuje strategija eksternog rasta. Ključni faktor uspeha merdžer ili akvizicionog procesa je dobro dizajnirana, adekvatna poslovna strategija kao integrisanog procesa deset međusobno povezanih faza (slika 15), koja potpadaju pod dva seta aktivnosti (pre i posle odlučivanja o kupovini).



Slika 15. Faze akvizicionog procesa

Izvor: Mašić S. (2009) *Merdžeri i akvizicije u evropskom bankarstvu*, doktorska disertacija, Univerzitet Singidunum, Beograd, str. 151

Faza pregovaranja je ključna za odluku o kupovini ciljane kompanije, tokom koje se utvrđuje njena cena. Kao najkritičniji proces ove faze je sprovođenje kvalitetnog *due diligence* kako bi se došlo do adekvatne procene performansi i vrednosti od strane akvizitora. Vrednost preduzeća, temelji se na tri komponente: Šta preduzeće poseduje?, Koliko zarađuje?, Šta ga čini jedinstvenim?

4.1. OSNOVE DUE DILIGENCE-A

Due diligence (dubinsko snimanje) često se opisuje kao dosadan, skup ili vremenski zahtevan postupak, a često i kao sve troje zajedno. Kompanije često izbegavaju *due diligence* zbog toga što je to skup i dugotrajan posao, gde vreme vrlo često predstavlja limitirajući faktor.

Svrha sprovođenja *due diligence-a* je u davanju ulaznih informacija menadžmentu kompanije koje vrši otkupljivanje, i za njega je potrebno pribaviti mnoštvo podataka i to prilično stručnih u veoma kratkom vremenu, te onih informacija koje su potrebne za donošenje odluka o kandidatima i za formulisanje efikasne strategije pregovora oko otkupljivanja. To se vrlo često događa uz ne baš savršen pristup izvorima informacija. Bez obzira na verovanje mnogih, praktično to znači da *due diligence* ne možemo shvatiti kao savršen model za pružanje potrebnih informacija, nego kao alat ili pomoćno sredstvo za projekciju poslovnih odluka u budućnosti.

Iskustva sprovođenja *due diligence* na našim prostorima i u regionu su veoma mala. Većinom u dosadašnjem radu dosta se pažnje posvećivalo inostranim iskustvima i praksi koja je proizašla kao rezultat rada stranih autora. Naime, od sredine sedamdesetih godina mnoga preduzeća su zahvaćena velikim talasom otkupljivanja. Za razliku od onoga što se dešavalo šezdesetih godina, kada su, uglavnom samostalne kompanije ulazile u otkupljivanje, pokret pripajanja krajem sedamdesetih i početkom i sredinom osamdesetih godina, obuhvata i već davno priznate kolose američke industrije kao što su *Du Pont*, *General Electric* i *U.S. Steel*.

U novije vreme, popularno objašnjenje za oduševljenje u vezi sa pripajanjima je u tome da tržište *ne vrednuje dovoljno* mnoge kompanije, zbog čega je daleko jeftinija kupovina od gradnje. Povezivanjem ovog uverenja sa činjenicom da mnoge kompanije imaju relativno dobru mogućnost zaduživanja, te opšte prihvaćeno stanovište da vladini propisi i neizvesnost u vezi sa društvom dovode do toga da strategije internog rasta postaju relativno neatraktivne, može se videti zašto pripajanja i otkupljivanja postaju sve važnijim delovima strategije ukupnjavanja kompanije.

Na današnjem tržištu naročito je bitan dobro postavljen program finansijske procene koji umanjuje rizik od toga da će doći do kupovine neatraktivne kompanije, ili će se platiti suviše visoka cena za kompaniju koje jeste atraktivna.

Zbog konkurentne prirode tržišta otkupljivanja, kompanije ne samo da treba da pametno reaguju, nego veoma često treba da to učine i brzo. Sve veća nezavisnost organa upravljanja u kompanijama i njihov zahtev za boljim informisanjem koje bi im pomoglo kod donošenja strateških odluka kao što su otkupljivanja, podigli su opšti standard za analizu otkupljivanja. Konačno dobra analiza, uverljivo prenesena, može da pruži bitne prednosti u pregovorima sa rukovodstvima ciljane kompanije, ili u slučaju tenderskih ponuda sa njegovim akcionarima.

4.1.1. Pojam i definisanje *due diligence* kompanija

U literaturi je uobičajeno određenje *due diligence* kao procesa ispitivanja i istraživanja od strane potencijalnog kupca koji želi da bude siguran da kupuje ono što očekuje da kupi.

Due diligence znači proveru poslovnog i finansijskog stanja i perspektive razvoja preduzeća. *Due diligence*, u stvari, znači dubinski ili *rendgenski* snimak stanja preduzeća. Navedeno značenje *due diligence* govori o obuhvatnosti i preciznosti postupka dijagnoze stanja i procene poslovne i finansijske perspektive preduzeća. Primenjuje se u svim slučajevima vlasničkog restrukturiranja i emisije vrednosnih papira. Prvenstveno se odnosi na restrukturiranje putem spajanja (*Merger*) i preuzimanja (*Takeover*). Moglo bi se reći da se pri M&A (*Merger and Acquisition*) dešavanjima *due diligence* radi obvezno. On se obavlja i pri novim emisijama akcija posebno ako se one realiziraju u višim iznosima i javnim pozivom za upis akcija (M. Buble i dr. 2010).

Due diligence se podrazumeva i pri nekim drugim poslovnim kombinacijama kao što su zajednička ulaganja (*Joint Venture*), sporazumi o poslovno-tehničkoj suradnji sa dobavljačima i/ili kupcima, osvajanje novih tržišta i sl. Može se obavljati i kada se započinju novi poslovi koji se elaboriraju u posebnim dokumentima kao što su investicijski projekti ili biznis-planovi. Isti slučaj može biti i kada se traže veći iznosi kredita i kada potencijalni kreditor (poverilac) radi proveru zajmotražioca u vidu *due diligence-a*.

Za izradu *due diligence*, u pravilu, se angažiraju specijalističke konsultantske kuće koje se bave računovodstveno-revizijskim poslovima ili poslovima investicionog savetovanja. Praksa je pokazala da je pravi efekat koji se postiže *due diligence-om* smanjenje rizika koji nastaje kao posledica nastupanja nepovoljnog događaja koji se odnosi na donošenje pogrešne odluke o kupovini.

Kvalitetan *due diligence* program treba da se sastoji od najmanje **pet elemenata** (M. Buble i dr. 2010):

- **Verifikacija imovine i obveza**, utvrđuje se iz bilansa stanja kompanije. Bilans stanja sadrži sve potrebne informacije neophodne za sticanje uvida u stanje imovine i obveza sa presekom na tačno određeni dan.
- **Identifikacija i kvantifikacija rizika** je sastavni deo ove vrste posla. Poznavanjem i primenom različitih metoda kvantifikacije rizika moguće je ublažiti posledice koje eventualno nosi.
- Potrebna zaštita od takvih rizika mora biti postupno uklopljena u pregovore. Svaki **pregovori** u sebi sadrže komponentu rizika, pa je zbog toga je on postao sastavni deo procesa pregovaranja.
- Identifikacija koristi od sinergije, pri čemu svaka kupovina ili prodaja ima u svojoj završnici postizanje **sinergetskih** efekata. Zbog toga je neophodno izvršiti procenu tih efekata kao i eventualne koristi.
- Planiranjem nakon sklapanja posla, javlja se tendencija odgađanja ili smanjivanja važnosti samog **planiranja**. Ne postoji zamena za rano planiranje nakon sklapanja posla.

Due diligence se može raditi za sve oblike organizacija poslovnih subjekata kompanija, a najčešće pri spajanju i preuzimanju (M&A).

4.1.2. Razlozi i teškoće u sprovođenju due diligence kompanija

Sprovođenje *due diligence-a* nije neophodno, ali je poželjno. Moguće je kupiti kompaniju bez obavljenog *due diligence-a*, ali postoji nekoliko skrivenih prepreka. Prvo, informacija koju će otkriti prodavac da bi ponudio svoje garancije biće jedini službeno dostupan dokument za kupca, kojim će moći potvrditi svoju odluku o kupovini preduzeća. Nema ničeg lošeg u vezi s tim u određenim okolnostima. Uz to, radi se o prilično standardnim garancijama i odštetama koja se koriste inače za pravnu zaštitu. To i ne iznenađuje previše budući da kupac nije sproveo ispitivanje koje bi poslužilo kao temelj za pregovore o nestandardnim garancijama i odštetama ili drugim oblicima zaštite. Čak i to može biti prihvatljivo u određenim okolnostima. To je dosta uobičajeno ako je posao prilično malen u upoređenju s kupcem ili ako kupac jako dobro poznaje cilj kupovine.

Due diligence, u pravilu, radi investitor. Pod investitorom podrazumevamo kompaniju kao aktera spajanja ili preuzimanja i kupca vrednosnih papira, odnosno akcija kao načina restrukturiranja putem spajanja ili preuzimanja. *Due diligence* može raditi i kreditor najčešće banka kao depozitno-kreditna finansijska institucija. *Due diligence* u nekim slučajevima radi i prodavac kao ciljanu kompaniju, kompanija koja se preuzima ili spaja sa drugom, većom kompanijom. Ta mogućnost izrade *due diligence-a* se svakako odnosi i na zajmotražioca koji svoj kreditni zahtev obrazlaže investicijskim projektom ili biznis-planom.

Ključni cilj *due diligencea* je dobiti odgovor na pitanje svrsishodnosti i opravdanosti preduzimanja nameravanog poslovnog poduhvata. Zaključak *due diligence-a* se daje u vidu preporuke akterima odlučivanja da započnu pregovore o realizaciji poslovnog poduhvata ili da se od toga odustane. Međutim, zbog dalje navedenih razloga, oslanjanje na garancije i odštete nije dobra ideja. Za početak, zaštita koja se nudi može biti ograničena ili zakonski teško proverljiva. Isto tako, ako je prodavac nepošten, što nije nepoznata stvar, same garancije i odštete bez daljnjeg istraživanja neće moći pokriti prevaru ili drugi oblik lošeg poslovanja. *Due diligence* ponekad može identifikovati sumnjivu aktivnost.

Ako stavimo na stranu pitanje integracije, stvarna vrednost *due diligence-a*, čak i ako kupci misle da raspolažu dovoljno velikim brojem informacija, jeste ono što bismo mogli najbolje opisati kao otkrivanje problema za koje niko nije ni znao da postoje. Prodavci, što je normalno, veruju da njihova kompanija nema problema i često žive s onim što bi spoljni posmatrači nazvali *problemima*, bez štetnih posledica. To ne znači da će kupac misliti na isti način. Međutim, bez identifikacije i uočavanja veličine *problema*, kupac ne može niti imati svoje stavove.

Druga prava vrednost *due diligence-a* je ono što bismo najbolje mogli opisati kao faktor sigurnosti. Sve je u životu relativno. Revizori i advokati mogu biti skupi, ali i ne moraju biti ako ih uporedimo sa sudskim procesima. Komparativno gledajući, *due diligence* je jeftin, dok sudski spor nije. Stoga se većina kupaca sigurnije oseća ako su upoznati s problemima pre, a ne da se kasnije moraju suočiti s mogućnošću, bez obzira kako dalekom, potraživanja po garancijama ili odštetama ili podizanja tužbe

protiv prodavca nakon zaključenja. Bez obzira koliko su garancije i odštete dobri, kupac zaista ne želi pokrenuti sudski spor. Sudski spor je skup, vremenski i materijalno gledajući, a rezultat je nepredvidljiv. Ustvari, cilj kupca bi trebao biti taj da nikad više ne mora otvoriti kupoprodajni ugovor nakon što je potpisan. *Due diligence* daje kupcu znanje. Što više zna o poslovanju prodavca, kupac je bolje informisan, odnosno fizički i psihički spreman za pregovore koji slede.

Poslednje godine 20. i početak 21. veka obeležene su restrukturiranje kompanija putem spajanja i preuzimanja (M&A), a taj trend je u izvesnoj meri prisutan i kod nas. Vezan je, naravno, uz proces transformacije vlasništva, odnosno privatizaciju državne imovine i za očekivati je da će se narednih godina intenzivirati. Time se otvara prostor specifičnog profesionalnog angažovanja domaćih eksperata iz područja računovodstva, revizije i primenjenih finansija. Veća preuzimanja kod nas su realizovana u aranžmanima strateških, uglavnom stranih, partnera. To se, pre svega, odnosi na finansijski sektor: banke, osiguravajuća društva i neke kompanije iz nefinansijskog sektora.

Prilikom sprovođenja restrukturiranja kompanija putem spajanja i preuzimanja važno je doneti odluku da li i u kom stepenu izvršiti integraciju koja može biti potpuna, delimična ili minimalna:

- **Potpuna integracija** nastupa kada preduzeće koje se preuzima prihvata sve osobine preduzeća koje ga preuzima, uključujući stil poslovanja, infrastrukturu, identitet i brendove. Funkcije i divizije se stapaju u jedno.
- **Delimična integracija** nastaje kada preduzeće koje se pripaja preuzima samo neke, ali ne i sve sisteme, prakse, pravila i procedure preduzeća koje ga preuzima. Preduzeće koje preuzima može na primer obavljati računovodstvo i finansijske funkcije ostavljajući preuzetom preduzeću izvesnu slobodu u razvoju proizvoda i marketingu.
- **Minimalna integracija** događa se kada preuzeto preduzeće deluje kao samostalno portfeljno preduzeće. Preuzimatelji deluju najčešće u nekim minimalnim detaljima na preduzeće koje se preuzima.

Potpuna integracija nije uvek prikladna. U nekim slučajevima poslovanje preduzeća koje se integriše kao i njegovi ljudski potencijali toliko su različiti od drugih preduzeća da je bolje ostaviti ih netaknutima. Neke redundantne poslovne aktivnosti obično je moguće kombinovati, smanjujući time troškove, ali potpuna integracija može dovesti do velikog nereda i haosa u preduzeću i uništiti jedinstvene kvalitete preduzeća koje se preuzima. Verujemo da popriličan broj spajanja i preuzimanja propada i ne uspeva stvoriti sinergijske vrednosti zbog pokretanja integracija koje nikada nije trebalo pokrenuti.

TEŠKOĆE U OBAVLJAJU DUE DILIGENCEA KOMPANIJA

Najveća pretnja kvalitetnom *due diligence-u* su finansijske prevare i obmane, koje se definišu kao namerno nerealno (iskrivljeno) prikazivanje osnovnih elemenata finansijskih izveštaja kompanija. Kreću se od bezazlenih, umerenih promena računovodstvenih procena, do vrlo opasnih preterivanja u iskazivanju lažne dobiti. U postupku *due diligence-a* posebno treba obratiti pažnju na dve osnovne strategije manipulisanja računovodstvenim procenama (ili prezentovanim finansijskim izveštajima):

- Iskazivanje višeg iznosa, odnosno naduvavanje dobiti u tekućem periodu. Taktika kojom se to postiže odnosi se na prikazivanje prihoda višim od stvarnih prećenjivanjem prihoda i/ ili prikazivanjem troškova nižim od stvarnih u tekućem periodu *potcenjivanjem troškova*.
- Iskazivanje nižeg iznosa dobiti tekućeg perioda. To se postiže namernim prikazivanjem nižih prihoda tekućeg perioda potcenjivanjem prihoda i/ili prikazivanjem viših od stvarnih troškova tekućeg perioda *prećenjivanje troškova*.

Prva strategija je usmerena prema investitorima kojima bi analizirano kompaniju, odnosno njegove akcije mogle biti interesantne kao i potencijalnim kreditorima. Cilj ove strategije je, dakle, dopasti se investitorima i kreditorima. Za korišćenje ove strategije su zainteresovani i menadžeri posebno u slučajevima u kojima im menadžerski ugovori predviđaju nagradu (bonus) za ostvareni finansijski rezultat poslovanja (dobit). Druga strategija je ekonomski neracionalna, te nerazumljiva, a njome se tekući dobitak odlaže za kasniji period i finansijski rezultati tekućeg perioda prikazuju lošijim od stvarnih. Razlog takvog ponašanja vlasnika (akcionara) i menadžmenta mogao bi se tražiti u njihovoj želji da odvrte potencijalnog preuzimatelja (investitora) koji im ne odgovara. Donekle je nelogično da takvu strategiju prihvataju i menadžeri zbog njihovog interesa iskazivanja što više dobiti.

Dve navedene strategije finansijskih obmana i prevara se manifestuju (ostvaruju) putem sedam osnovnih formi manipulisanja računovodstvom. Tih sedam osnovnih formi se označavaju kao *sedam smrtnih grehova u računovodstvu* na koje konsultanti (finansijski analitičari, revizori, računovođe) u postupku *due diligencea* moraju obratiti posebnu pažnju. Obradio ih je Howard Schilit u knjizi *Financial Shenanigans*. Otuda su lansirani termini *kreativno* i *agresivno* računovodstvo kao okvir za *maštovite* manipulacije u računovodstvu. One su:

1. Ranije knjiženje prihoda ili knjiženje prihoda sumnjivog kvaliteta:

- prihod proknjižen, a usluga još nije izvršena,
- prihod proknjižen, a kupac nije potvrdio prijem robe,
- prihod proknjižen, mada kupac nema obvezu plaćanja,
- prodaja i fakturisanje robe filijali,
- kompenzacija neke vrednosti s kupcem i knjiženje kompenzacije kao prihoda.

2. Knjiženje lažnog prihoda:

- gotovina primljena iz kredita proknjižena kao prihod,
- prinos na investiciju proknjižen kao prihod,

- rabat dobavljača vezan za buduće kupovine proknjižen kao prihod.

3. Povećanje prinosa jednokratnim zaradama:

- povećanje profita prodajom potcenjene imovine,
- uključivanje prinosa ili zarade od investicije kao dela prihoda,
- prikazivanje prinosa ili zarade od investicije smanjenjem operativnih troškova,
- stvaranje prinosa preuređenjem pozicija u bilansu stanja.

4. Prikazivanje tekućih troškova u kasnijem ili ranijem periodu:

- razgraničenje normalnih operativnih troškova,
- promena računovodstvenih politika i iskazivanje tekućih troškova u ranijem periodu,
- veoma sporo amortizovanje troškova,
- propuštanje da se smanji vrednost ili se otpiše oštećena imovina ili imovina van upotrebe.

5. Propuštanje da se proknjiže obaveze ili njihovo neodgovarajuće smanjenje:

- propuštanje da se proknjiže troškovi i obveze koji se moraju pokriti odnosno izmiriti,
- smanjenje obveza promenom računovodstvenih pretpostavki,
- prikazivanje sumnjivih rezervi kao prinosa (prihoda),
- kreiranje lažnih rabata,
- prihod proknjižen kada je primljena gotovina mada buduće obveze ostaju.

6. Prikazivanje tekućeg prihoda u kasnijem periodu:

- stvaranje rezervi i prikazivanje kao prihoda naknadno,
- zadržavanje (nepravilno) prihoda pred zaključivanje preuzimanja.

7. Prikazivanje budućih troškova u tekućem periodu kao posebnih troškova:

- naduvavanje iznosa posebnih troškova,
- neodgovarajuće prikazivanje troškova istraživanja u vezi sa restrukturiranjem kompanije,
- neodgovarajuće prikazivanje diskrecionih troškova u tekućem periodu.

Osnovne forme računovodstvenih trikova mogu biti međusobno povezane. To se može, pre svega, zapažati na relaciji prve i pete (tretman primljenog avansa od kupca), druge i šeste, pete i sedme grupe obmana putem računovodstva. One izazivaju različite posledice po investitore i kreditore od relativno bezopasnih do vrlo opasnih posledica.

Uz navedena upozorenja u postupku *due diligence-a* pažnju treba obratiti i na sledeće:

- složeni poslovni aranžmani nisu dovoljno razumljivi i imaju malu praktičnu vrednost (namerno komplikovanje procedra i mera),
- u zadnji čas se obavljaju velike transakcije sa značajnim uticajem na periodične i godišnje finansijsko izveštavanje o prihodima,
- promena revizora zbog neslaganja sa upravom i angažovanje revizora koji će imati drugačije, pozitivno, mišljenje o finansijskim izveštajima,
- preoptimističke priče menadžmenta o budućnosti kompanije,

- finansijski rezultati su tako dobri da su malo verovatni i mnogo bolji od konkurencije,
- veoma disperzovane poslovne jedinice sa decentralizovanim upravljanjem i slabim sistemom internog izveštavanja (neke od njih i na *offshore* prostorima),
- insistiranje glavnog ili finansijskog direktora da prisustvuju svim sastancima odbora za reviziju sa internom kontrolom ili spoljnim revizorom,
- *due diligence* i procena vrednosti kompanije,
- dosledna podudarnost planiranih i ostvarenih finansijskih rezultata,
- ograničenja u direktnoj komunikaciji interne kontrole i odbora za reviziju,
- računovodstvene metode preferiraju formu u odnosu na sadržaj poslovne transakcije,
- insajderska trgovina akcijama kompanije i dr.

U realizovanju finansijskih prevara u kompanijama ključnu ulogu imaju računovođe i revizori, a oni te računovodstveno-finansijske manipulacije mogu vršiti iz ličnih razloga ili što je češći slučaj to mogu činiti pod pritiskom menadžmenta. No, ako to računovođe i revizori rade iz ličnih pobuda i u vlastitom aranžmanu, njihova odgovornost je veća i štetne posledice za struku teže. Da bi se manipulacije u računovodstvu sprečile ili svele na minimum kompanije, posebno javne, ustanovljavaju odeljenje interne kontrole i formiraju odbore za reviziju.

Interna kontrola je zakonski regulisana i važna je u svim kompanijama, posebno onim javnog karaktera. *Due diligence* će se lakše i brže obaviti u kompanijama u kojima interna kontrola bolje vrši svoju funkciju. Zbog toga je pre samog postupka *due diligence-a* ili u njegovoj prvoj fazi obavljanja potrebno proceniti stepen razvijenosti i snagu uticaja interne kontrole u upravljanju kompanijom.

Ako je rad odbora za reviziju temeljitiji i sadržajniji, posao *due diligence* će biti lakši, a njegovi nalazi pouzdaniji.

4.2. METODOLOŠKE OSNOVE DUE DILIGENCE KOMPANIJA

Finansijski, pravni i tržišni *due diligence* su tri najvažnija aspekta obavljanja *due diligence-a*. Za svakog od njih se formira poseban tim eksperata koji rade paralelno i međusobno sarađuju razmenjujući najvažnije informacije o poslovanju i perspektivi ciljne kompanije.

Područja istraživanja su međusobno vrlo povezana. To se posebno odnosi na vezu finansijskog i tržišnog *due diligence-a*. Veći dio tržišnog *due diligence-a* obuhvaćen je finansijskim *due diligence-om*.

Saradnja među timovima je neophodna. To se posebno odnosi na tim za finansijski *due diligence*, jer je on u izvesnom smislu centralna tačka ukupnog *due diligence-a*. Svaka se, naime, činjenica iz tržišnog, pravnog ili bilo kog drugog aspekta *due diligence-a* reflektuje u finansijskom *due diligenceu*. To od finansijskih eksperata zahteva da su, u određenoj meri, upoznati sa metodologijom istraživanja i sadržinom svih drugih aspekata *due diligence-a*. Obrnuto, uglavnom, ne vredi.

1. Finansijski due diligence informacije unutar preduzeća

- a. Uvod
- b. Istorija i tržišne aktivnosti
- c. Organizaciona struktura i zaposleni
- d. Računovodstvene politike i sistemi informacija
- e. Rezultati trgovanja
- f. Neto sredstva
- g. Novčani tok
- h. Oporezivanje
- i. Finansijske projekcije
- j. Ostalo (parnice, osiguravajuće pokriće)

2. Tržišni due diligence informacije izvan preduzeća sa procenom na 3-5 godina

- a. Uvod
- b. Analiza tržišta za svaki proizvod i uslugu
- c. Klijenti (po segmentu)
- d. Ciljano preduzeće
- e. Konkurenti
- f. Spoljni pogled na menadžment

3. Pravni due diligence – sadrži regulatorni okvir prethodna dva (pravna forma organizovanosti, mogući pravni sporovi, vlasništvo, imovinske odnose, prava zaposlenih)

- a. Uvod
- b. Podaci o poslovanju preduzeća
- c. Akcije
- d. Izuzetak
- e. Zaduženost
- f. Nesolventnost
- g. Imovina
- h. Intelektualno vlasništvo (autorska prava)
- i. Sporazumi (ugovori, licence, dozvole)
- j. Zapošljavanje
- k. Usklađenost
- l. Sudski spor
- m. Osiguranje

Slika 16. Faze *due diligence* procesa

Izvor: Buble M., Kulović DŽ., Kuzman S. (2010) *Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća*, Kemigrafika, Sarajevo

Kod sprovođenja postupka *due diligence-a* važno je izvršiti pripremu kako bi se postupak što bolje i kvalitetnije obavio. Naravno, veoma je važno uvažavati i poštovati postavljene rokove kako se ne bi došlo u situaciju da sa postupkom *due diligence-a* zakasni.

4.2.1. Finansijski due diligence kompanija

Finansijski *due diligence* ima najveću specifičnu težinu. Njime se, u vidu zajedničkog imenitelja, iskazuju svi faktori poslovanja kompanije. Zdravlje kompanije, kao krvna slika čoveka, manifestuje se osnovnim finansijskim izveštajima koje ona sastavlja i objavljuje. Oni služe kao osnovna podloga za

istraživanje i analizu, te postavljanje dijagnoze stanja zdravlja kompanije. U tom smislu i osnovni finansijski izveštaji pokazuju krvnu sliku kompanije koja može biti zadovoljavajuća ili inicirati neko žarište koje upućuje na potrebu dodatnih analiza njihovog poslovanja.

Finansijski *due diligence* se dominantno zasniva na finansijskim izveštajima ciljana kompanije. Iz njih se izvode osnovni pokazatelji poslovanja (*Key Performance Indicators*) putem kojih se dijagnostikuje njegova poslovna i finansijska pozicija. Ključni koeficijenti se dobijaju iz odnosa pojedinih veličina bilansa stanja (likvidnost i zaduženost), bilansa uspeha (profitabilnost), kao i ukrštanja veličina iz bilansa uspeha i bilansa stanja (efikasnost).

Finansijski *due diligence* uključuje detaljnu analizu poslovanja, uz razgovore s ključnim ljudima (*Key Staff*). Područja istraživanja konsultanta su šira nego ona relevantna za revizora, ali stepen verifikacije je značajno niži. Konsultantske procedure šire su od ispitivanja knjiga i knjigovodstvenih zapisa. One pokrivaju sve relevantne podatke područja od interesa za *due diligence* proveru.

Pristup je fleksibilan i preispituje se za vreme zadatka u skladu sa zahtevima naručioca. Važno je istaći da je pristup *due diligence-u* prilično drugačiji od onog za reviziju. Iskusni konsultanti ili analitičari će reći da ako računovođa-istražitelj želi da zna što višeda, postavlja pitanja i čeka dok ne dobije zadovoljavajući odgovor. Ako je svrha finansijskog *due diligence-a* objasniti zašto su brojke takve kakve jesu, istražitelj bi trebalo više da brine o onome što pronađe i pokuša da shvati sve što izgleda čudno, nego da se bavi brojkama koje mu dostavlja ciljana kompanija.

U većini slučajeva finansijski kao i druge vrste *due diligencea* sprovode preduzeća za finansijski konsalting. Često timovi dolaze iz revizorskih kuća, ali nema strogih pravila za to. Brojne su prednosti zapošljavanja revizora koji imaju dovoljno kadrovskih potencijala i kompetencija za sprovođenje finansijskog *due diligence-a* i dosta znaju o klijentu i njegovoj strategiji. Treba upamtiti da finansijski *due diligence* nije revizija. Nije toliko pouzdan i više se oslanja na procenu nego revizija i kao takav može zahtevati drugačiji tip finansijskog stručnog istražitelja-računovođe. Istina je da sa *due diligence-om* ima određenih sličnosti, jer se oslanja na izveštaje o poslovanju kompanija kao i druge relevantne izvore informacija.

4.2.2. Tržišni *due diligence* kompanija

Tržišni *due diligence* je proces istraživanja kompanije i njegovog tržišta. Tržišni *due diligence* je procena budućeg poslovanja. Za razliku od drugih oblika *due diligence-a*, ovaj traži informaciju izvan kompanije. Tržišni *due diligence* dolazi do informacija iz javno objavljenih izvora, i što je najvažnije, razgovorom s ljudima koji su na istom tržištu kao i kompanija. Iako je sam po sebi važna delatnost, tržišni *due diligence* može postati komplementaran i s drugim oblicima *due diligence-a*: finansijskim i pravnim.

Povezanost tržišnog sa finansijskim je od izuzetne važnosti. Smatra se da finansijski *due diligence* daje puno više informacija i analiza potrebnih za formiranje mišljenja o tržišnoj budućnosti, pa čemu napor i trošak sprovođenja tržišnog *due diligence-a*? Odgovor je što finansijski *due diligence*

usredsređen na internu organizaciju. Prikuplja informacije o tržištu i konkurentnosti od menadžmenta. To je jedan od načina postizanja procene budućeg poslovanja. Međutim, to samo po sebi često nije dovoljno. Ako menadžment kaže da njihovi proizvodi visoko kotiraju kod velikih klijenata na tržištu, *due diligence* treba da proveri kod tih klijenata istinitost navoda i hoće li tako i dalje ostati. U širem smislu, razumevanje potreba u budućnosti zahteva sagledavanje problema iz više perspektiva, odnosno obezbediti aktuelnost, razgovorima sa relevantnim ljudima koji posluju na tržištu. Finansijski i tržišni *due diligence* bi trebalo da budu komplementarni, što podrazumeva zajednički rad. Oba tima imaju pristup informacijama i izvorima koji mogu biti od koristi onom drugom. Na primer, finansijski *due diligence* ima pristup listi dužnika, koja sadrži i identitet nekadašnjih klijenata. Logično, tržišni *due diligence* tim će hteti da razgovara sa bivšim klijentima. U zamenu za to, tržišni *due diligence* može pronaći i ponuditi širi raspon procena za veličinu tržišta i buduće stope rasta, a koje finansijski *due diligence* može uključiti u svoje prognoze i scenarije, čime doprinosi formiranju mini pregleda strategije rasta buduće spojene kompanije.

Za tržišni *due diligence* je važno da bude:

- Fokusiran na mogućnost postizanja porasta prodaje nakon implementacije strateških odluka u kompaniji, odnosno na povećanje cene ili povećanje prodaje ili oboje.
- Ne treba biti koncentrisan samo na poziciju kompanije pre implementiranih strateških odluka, već bi trebalo proceniti i eventualnu stratešku poziciju nakon implementirane strateške odluke bilo da će kompanija poslovati spojeno sa drugim ili će izabrati da samostalno posluje.

Tržišni *due diligence* traje tri do četiri nedelje. Ako potraje duže, mogao bi izgubiti svoju suštinu. Može da traje i kraće, ali onda postoji rizik da neće uspeti razgovarati sa najboljim kontaktima, a to se može negativno odraziti na kvalitet analize.

Tržišni *due diligence* nije intelektualni zadatak. Izvodi zaključke na osnovu saznanja o tržištu. Pogrešno je očekivati od tržišnog *due diligence-a* da sadrži savršenu i verifikovanu analizu tržišta i poziciju kompanije unutar njega. Rezultate tržišnog *due diligence-a* moramo svesti na tri dela:

- Činjenice i analize idealno bi bilo potkrepiti argumentima, uz logičan sled, tako da korisnik dođe do istih zaključaka kao i izveštaj pre nego ih i pročita.
- Mišljenja zasnovanog na činjenicama i analizama da sprovodi neko ko to zaista zna i ko veruje u kvalitet obavljenog posla - tada je mišljenja lako pretvoriti u brojeve.
- Izveštaj bi trebalo sadržati zaključke i predloge sa rasvetljavanjem svih pitanja vezanih za predmet posla.

4.2.3. Pravni due diligence kompanija

Pravni *due diligence* sadrži regulatorni okvir finansijskog i tržišnog *due diligence-a*. U njemu se posebno tretiraju imovinski odnosi i vlasnička struktura kapitala ciljane kompanije, eventualna intelektualna prava, ugovori sa poslovnim partnerima, prava zaposlenih.

Pravni je *due diligence*, zbog toga, zahtevniji od prethodna dva. Drugim rečima, izloženost pravnim rizicima je veća nego finansijskim i tržišnim. Eventualni previdi u pravnom *due diligence-u* mogu imati teže posledice od previda koji se dese u finansijskom i tržišnom *due diligence-u*.

Pravni *due diligence* pokriva niz specijalističkih područja, uključujući i očigledna pravna područja kao što su vlasništvo, ovlašćenja i regulatorna pitanja. Uključeni stručnjaci i advokati moraju usko sarađivati, jer ono što pronađu, može biti jako bitno za buduće poslovne poteze. Iz istog razloga, čak i kad advokati pokrivaju sve *pravne* discipline, moraju usko sarađivati s ostalim savetnicima i stranim advokatima ako je potreban lokalni savet oko međunarodnih pitanja.

Između pravnog i drugih vrsta *due diligencea* postoji veoma velika sličnost. Izloženost pravnim rizicima je veća nego finansijskim što znači da mogući previdi u pravnom *due diligenceu* mogu imati teže posledice (novčane i reputacione). Zato se finansijski eksperti trebaju upoznati sa metodologijom i sadržajem istraživanja drugih aspekata *due diligence-a*.

4.3. PROCENA VREDNOSTI KOMPANIJA

Procena vrednosti kompanija predstavlja donošenje suda o vrednosti date kompanije u određenom vremenskom trenutku i zasniva se na (N. Milenković, 2004):

- razumevanje prošlih, trenutnih i budućih operacija kompanije,
- analizi ekonomskog okruženja u kom kompanija posluje,
- analizu industrije u kojoj se kompanija takmiči,
- analizi finansijskih informacija kompanije,
- primeni prigodnih metoda procene kako bi se došlo do logičnih rezultata procene vrednosti kompanije.

Procena podrazumeva primenu određene metodologije, poštovanje standarda i etičkih norim. Izbor odgovarajuće metode procene se vrši u zavisnosti od moguće svrhe procene, a one su:

- cena transakcije (kupoprodaja, spajanje, preuzimanje),
- privatizacija / post privatizacija,
- *management buyouts*,
- poreske svrhe,
- *joint venture* investicije,
- bankrotstvo, reorganizacija, restrukturiranje,
- sudski sporovi...

Određivanje tržišne vrednosti kompanija sprovodi se kroz više metoda procene, a u praksi su koncipirana tri osnovna pristupa: prinosni, tržišni i troškovni. Pregled pristupa, metode i varijante metoda procene dat je u tabeli 6, a njihova primena je predviđena u sledećim slučajevima (M. Stanišić i Lj. Stanojević, 2008):

- Primena tržišnog pristupa je najpodesnija u slučajevima postojanja sličnih kompanija, odnosno, uporedivih kupoprodajnih transakcija između kompanija, kao i odgovarajuće baza podataka.
- Primena prinosnih pristupa je najzastupljenija i najbolje investitoru ukazuje na prinosnu sposobnost preduzeća i isplativost ulaganja. Ovaj pristup je najzahvalniji u svim onim uslovima u kojima preduzeće nastavlja sa poslovanjem, kada je snaga preduzeća u poslovnim aktivnostima i kada preduzeće ima natpolovičan stepen korišćenja kapaciteta.
- Istovremena primena prinosnog i troškavnog pristupa najčešće se javlja u slučajevima kada je prinosna snaga kompanije marginalno pozitivna uz relativno lošije finansijsko stanje. Tada je preporučljivo primeniti likvidacioni metod u cilju provere opravdanosti daljeg poslovanja i investiranja u kompaniju.

Tabela 6. Pregled pristupa, metode i varijante metoda procene

Pristup	Metod	Varijante metoda
Prinosni	Kapitalizovanje ostvarenih rezultata	Kapitalizovanje dobiti
		Kapitalizovanje neto novčanog toka
		Kapitalizovanje bruto novčanog toka
	Diskontovanje budućih rezultata	Diskontovanje neto novčanog toka
		Diskontovanje dobiti
Tržišni	Multiplikatori ili transakcije	Cena akcije / dobit
		Cena akcije / dividende
		Cena akcije / bruto neto novčani tok
		Cena akcije / akcijski kapital
		Cena akcije / prihod
		Cena akcije / neto imovina
Troškovni ili supstitucionalni	Uložena sredstva	Vrednost imovine i neto imovine
		Likvidaciona vrednost
	Ostali	Višak prinosa
		Formula grane
		Noćani tok prodavca
		Specifični postupci

Tipični slučajevi za primenu prinosnog ili troškovnog pristupa i metode procene date su tabelom 7 (M. Stanišić i Lj. Stanojević, 2008):

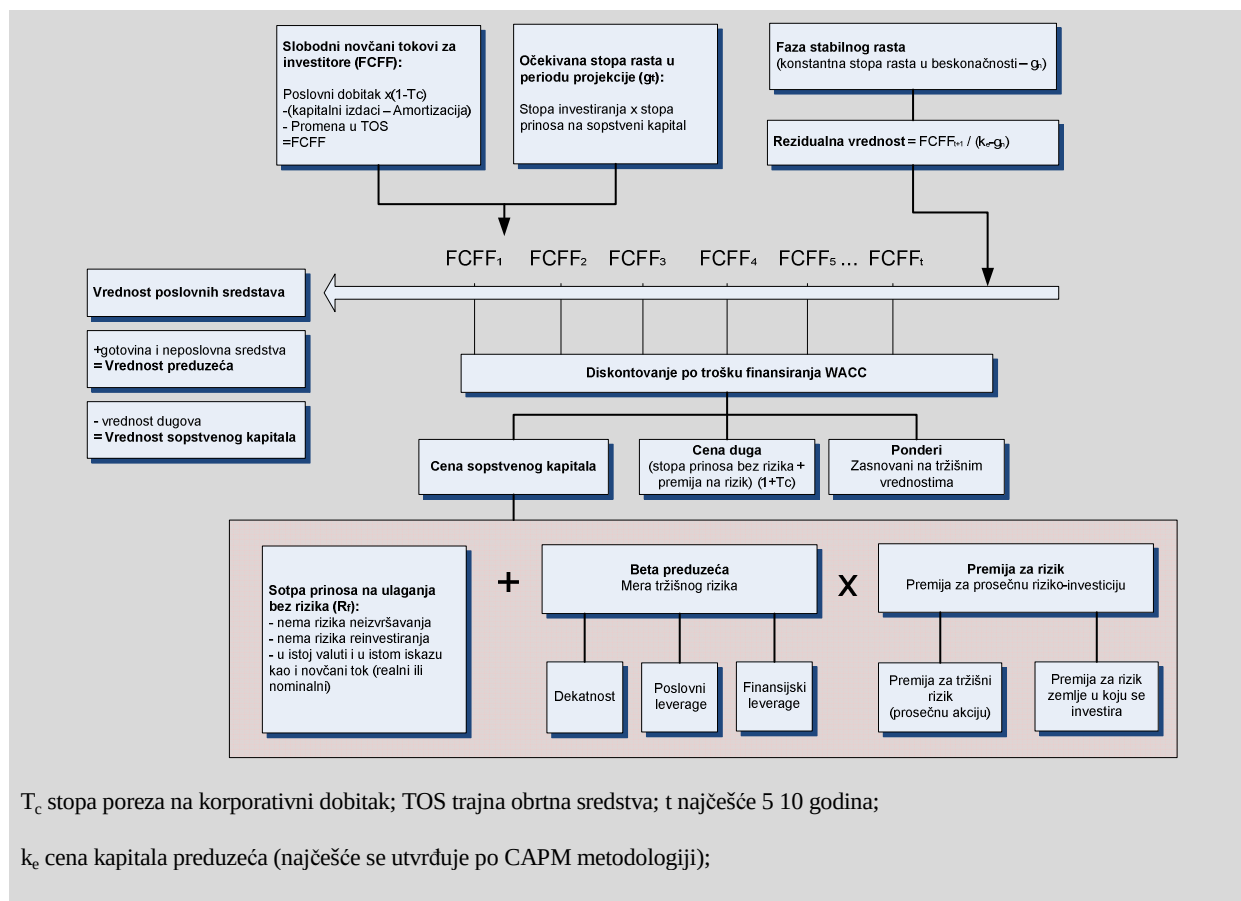
Tabela 7. Tipični slučajevi za primenu prinosnog ili troškovnog pristupa i metoda procene

Prinosni pristup / metodi procene	Troškovni pristup / metod procene
Buduće poslovanje se može realno projektovati	Preduzeće je relativno mlado, ili se poslovanje ne može pouzdano projektovati
Konzistentno, predvidljivo i stabilno tržište prodaje	Visok stepen zavisnosti od konkurentnih ugovora, specifičnih narudžbi, i nepostoji stalno tržište prodaje
Prepoznatljivi proizvodi ili usluge koji se prepoznaju kroz nematerijalnu vrednost	Nematerijalna ulaganja su od manjeg značaja ili ih preduzeće nema
Osnovna sredstva su uglavnom proizvodna oprema	Značajan deo osnovnih sredstava su likvidna sredstva (hartije od vrednosti) ili nepokretnosti
Postoje značajne barijere za ulazak u granu (na primer, uz visoka investiciona ulaganja)	Nema barijera za ulazak u industrijsku granu
Ključni ljudi su zamenljivi bez negativnog uticaja na redovno poslovanje	Gubitak ključnih ljudi bi negativno uticalo na preduzeća

4.3.1. Prinosni pristup

Najznačajnija varijanta prinosnog pristupa kod evaluacije kompanija je model diskonovanja novčanih tokova DCF (*discounted cash flow*) model, koji se bazira na proceni budućih očekivanih novčanih tokova kompanije u postakvizicionom periodu. Primena DCF modela podrazumeva da se budući očekivani benefiti diskontuju na sadašnju vrednost, gde se ustvari svaki merđžer ili akvizicija posmatra kao investicija koja investitorima treba da donese odgovarajući prinos.

Najčešće korišćen metod je DCF metod i to u varijanti diskonovanja slobodnih novčanih tokova za investitore FCFF (*free cash flow for the firm* / slobodni novčani tokovi za investitore), a prikazano je šematski na slici 17. Po ovom modelu *vrednost preuzeća jednaka je sadašnjoj vrednosti budućih novčanih tokova za investitore diskontovanih po stopi prinosa zahtevanoj od strane investitora*, kao što uočavamo sa prikaza *vrednost sopstvenog kapitala predstavlja razliku između vrednosti preduzeća i vrednosti dugova*. Dva ključna faktora za procenu vrednosti preduzeća ovom metodom su FCFF i WACC (*weighted average cost of capital* - prosečna cena kapitala preduzeća) (M. Todorović, 2010), dok se njihovom kalkulacijom nećemo baviti u ovom radu.



Slika 17. Metod diskontovanja slobodnih novčanih tokova

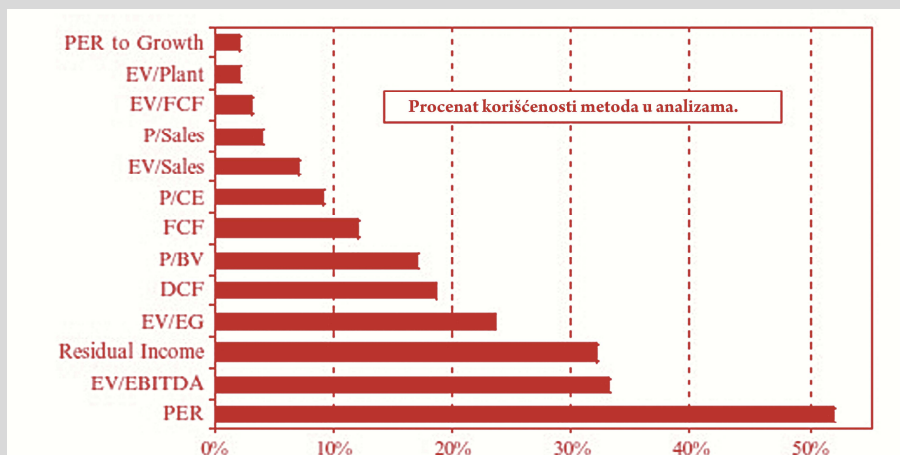
4.3.2. Tržišni pristup

Tržišni pristup procene vrednosti vrši se na bazi multiplikatora koji su najčešće berzanski (utvrđuje ih tržište kapitala), a dobijeni rezultati su „brzi” i „sirovi” i veoma često u upotrebi. U tabeli 6. dat je prikaz najčešće korišćenih multiplikatora po industrijama i podsektorima u kojima kompanije posluju.

P/E metoda (*price/earnings ratio*) se često primenjuje u praksi, a njom se sagledava odnos tržišne cene jedne akcije i prinosa po akciji koji kompanija ostvaruje na godišnjem nivou. P/E je zapravo multiplikator kojim se množi godišnji prinos po akciji (EPS *earnings per share*) da bih se dobila tržišna cena akcija dotične kompanije.

$$P = EPS \times (P/E)$$

Evaluacija neke kompanije može se sagledati tako da ukoliko se cena jedne akcije pomnoži sa ukupnom količinom akcija dobija se tržišna kapitalizacija akcija kompanije. To je akcijska vrednost kompanije koja dolazi u obzir za preuzimanje. Neposredno posle akvizicije važno je posmatrati kretanje EPS i P/E preuzimačke firme, ukoliko njihova vrednost raste projektovana akvizicija je povoljna sa finansijske tačke gledišta.



P/E, PER	Price earnings ratio	P/output	Price to output
P/CE	Price to cash earnings	EV/EBITDA	Enterprise value to EBITDA
P/S	Price to sales	EV/S	Enterprise value to sales
P/LFCF	Price to levered free cash flow	EV/FCF	Enterprise value to unlevered free cash flow
P/BV	Price to book value	EV/BV	Enterprise value to book value
P/AV	Price to asset value	PEG	Price earnings (PER) to growth
P/Customer	Price to customer	EV/EG	Enterprise value to EBITDA growth
P/units	Price to units		

P/E, PER	Odnos cene akcije i zarade po akciji	P/output	Odnos cene i proizvodnje
P/CE	Odnos cene i knjigovodstvene vrednosti	EV/EBITDA	Odnos vrednosti kompanije i EBITDA
P/S	Odnos cene i prodaje	EV/S	Odnos vrednosti kompanije i prodaje
P/LFCF	Odnos cene i slobodnih novčanih tokova	EV/FCF	Odnos vrednosti kompanije i slobodnih novčanih tokova
P/BV	Odnos cene i knjigovodstvene vrednosti	EV/BV	Odnos vrednosti kompanije i knjigovodstvene vrednosti
P/AV	Odnos cene i vrednosti imovine	PEG	Cena koja obezbeđuje rast
P/Customer	Odnos cene po klijentu	EV/EG	Odnos vrednosti kompanije i EBITDA rasta
P/units	Odnos cene i jedinice proizvoda	EBITDA - Dobit pre kamata, poreza i amortizacije	

(prevod autora)

Slika 18. Najčešće korišćeni multiplikatori u finansijskim analizama

Izvor: Fernández, P. (2002), *Valuation methods and shareholder value creation*, Academic press, str. 146.

Kao što možemo uočiti, prilikom procene vrednost kompanije najčešće se koristi multiplikator EV/EBITDA (*Enterprise Value/Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) kao alternativa P/E metode, dok se njihovom kombinacijom može utvrditi fer tržišna vrednost kompanija.

4.3.3. Knjigovodstvena i likvidaciona vrednost

Kao dodatne metode za evaluaciju kompanija, prilikom procene vrednosti, koriste se i neke tradicionalne metode, kao što su knjigovodstvena i likvidaciona vrednost kompanije.

Knjigovodstvena vrednost kompanije pokazuje iznos neto aktive, tj. razliku između vrednosti ukupne bilansne aktive i iznosa zaduženja (kao dela pasive bilansa). Neto aktiva prikazuje visinu (akcijskog) kapitala kompanije. Međutim, prisutne su i određene anomalije u tom prikazivanju:

- knjigovodstvena vrednost kapitala kompanije može da bude sporna, ukoliko pozicije na strani aktive nisu dovoljno realne (npr. sumnjiva potraživanja firme, stvarna vrednost zaliha, i dr.) Takva nerealnost u nekim pozicijama bilansa utiče na visinu neto aktive (akcijskog) kapitala kompanije.
- knjigovodstvena vrednost, izračunata na ovaj način, oslanja se isključivo na bilans stanja, nezavisno od procene buduće poslovne aktivnosti i profitabilnosti kompanije.

U tržišnim privredama glavni pristup je što realnije sagledavanje potencijala sticanja profita kompanije, što je posebno važno kod vlasničkog preuzimanja.

Likvidaciona vrednost kompanije se dobija ako bi se aktiva kompanije rasprodala po delovima i od toga oduzele isplate svih obaveza kompanije, što je posebno interesantno kod bankrotstva kompanije.

U procesu evaluacije ove dve metode su značajne kao donji vrednosni prag, uz istovremeno korišćenje drugih metoda evaluacije.

5. STUDIJA SLUČAJA

PROCES RESTRUKTURIRANJA U PRIVREDI REPUBLIKE SRBIJE

Mnoge kompanije su u post-kriznim vremenima uvidele svoju šansu za restrukturiranjem kapitala u cilju zadržavanja ili proširivanja postojeće tržišne pozicije. Veliki deo restrukturiranja dogodio se kao stratejski odgovor na novonastale promene u okruženju, a uzrokovane svetskom finansijskom krizom iz 2008. godine, konkurentski odnosi postali su sve složeniji. To je dovelo do aktiviranja mera koja se svode na snižavanje troškova u funkciji održavanja produktivnosti (zatvaranje filijala po svetu, zatvaranje kompletnih postrojenja, otpuštanje radnika, opšte snižavanje troškova), formiranje strateških partnerstva i drugo.

Veliki je broj uzroka i simptoma krize, a najtipičniji su: gubitak tržišta, pad prodaje, pad profita, nepoverenje potrošača, finansijski gubitak, pad prinosa na investicije, pad morala zaposlenih itd. Stanje krize je usko povezano sa neuspehom u upravljanju i poslovanju preduzeća.

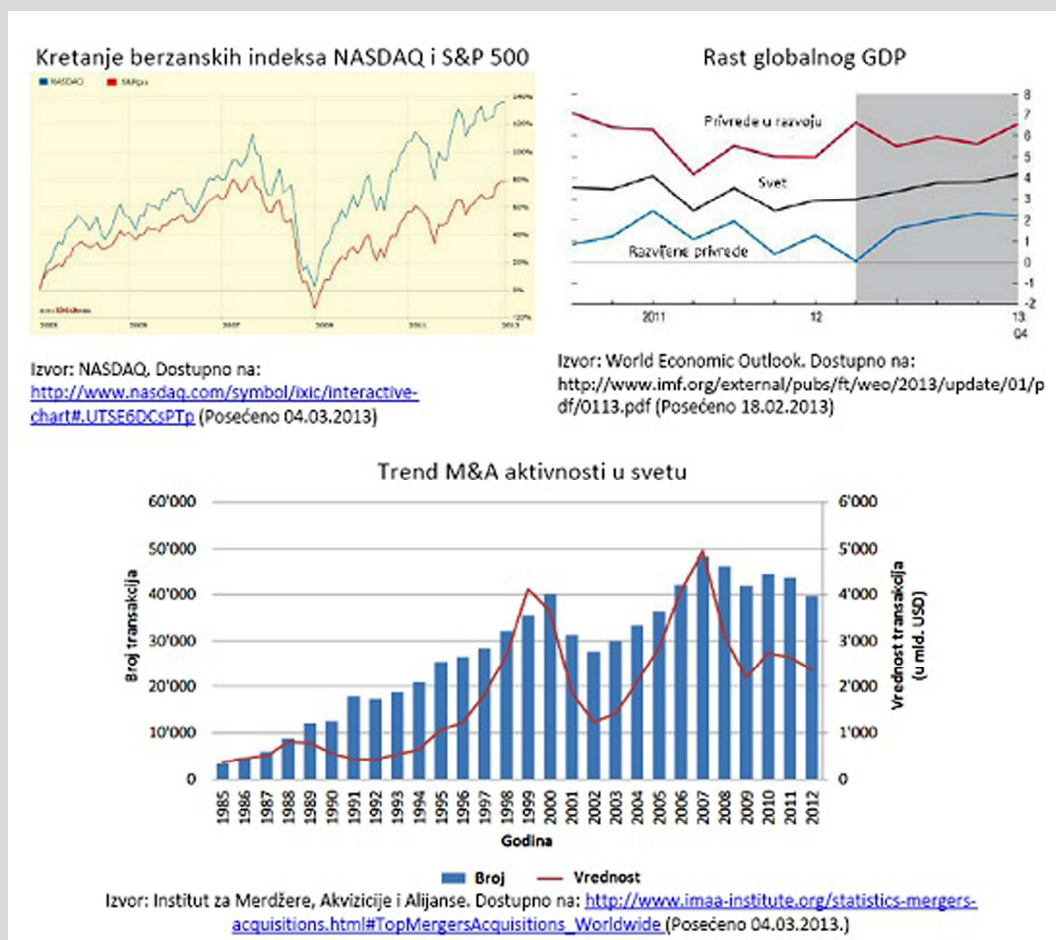
Kod velikog broja domaćih preduzeća izuzetno su izraženi simptomi bolesti i krize. *Identifikacija* odnosno dijagnostika *simptoma bolesti i krize* je preduslov za utvrđivanje njenih *uzroka*. Od prepoznavanja i definisanja uzroka krize zavisi sadržaj elemenata strategije ozdravljenja tj. mere i akcije koje treba preduzeti.

5.1. RESTRUKTURIRANJE U POST-KRIZNIM VREMENIMA

Prema pokazateljima berzanskih indeksa i globalnog rasta GDP-a (Slika 17.), može se konstatovati da se svetska ekonomija nalazi na izlasku iz recesije, prouzrokovane finansijskom krizom iz 2008 godine, najviše zahvaljujući kreiranju i primeni nove regulative finansijskog sektora u koordinaciji sa monetarnom i fiskalnom politikom, kontrolom sistemskih rizika, efikasnim upravljanjem poslovnim rizicima, kao i efikasnijom kontrolom u finansijskom sektoru. Suštinu svih anti-kriznih programa, koje su primenjivale države u najrazvijenijem delu sveta, čine tri faze:

- prva faza čini konsolidacija finansijskog sistema,
- drugu fazu karakterišu fiskalni podsticaji za realni sektor, i
- treća faza, kao ključni faktor uspeha anti-kriznih programa su *inteligentne investicije* koje dovode u sklad ekonomsku efikasnost preduzeća i ostvarenje društvenih ciljeva.

Inteligentne investicije u javnom i privatnom sektoru moraju podržavati prioritete strategije razvoja, a da bi se to uspešno sprovelo, neophodna je promena pristupa modelu ponašanja preduzeća vođen isključivo *vrednošću za vlasnike* u model tzv. „*stvaranja podeljene vrednosti*” koja se deli između vlasnika i društva. (D. Đurićin, 2011)



Slika 19. Kretanje berzanskih indeksa NASDAQ i S&P 500 (2003-2013), globalni rast GDP i trend M&A aktivnosti u svetu

Koncept podeljene vrednosti, kako ga definiše grupa autora okupljenih oko Majkla Portera (M. Porter *et al.*, 2011), je *spoj politike i praktičnih mera koje jačaju konkurentnost preduzeća uz istovremeno jačanje ekonomskih i socijalnih uslova u društvu u kome posluju*. Osnov za stvaranje vrednosti se vidi u unapređenju konkurentnosti i produktivnosti što treba da dovede do najracionalnije upotrebe resursa u celom društvu, a ne samo u privredi.

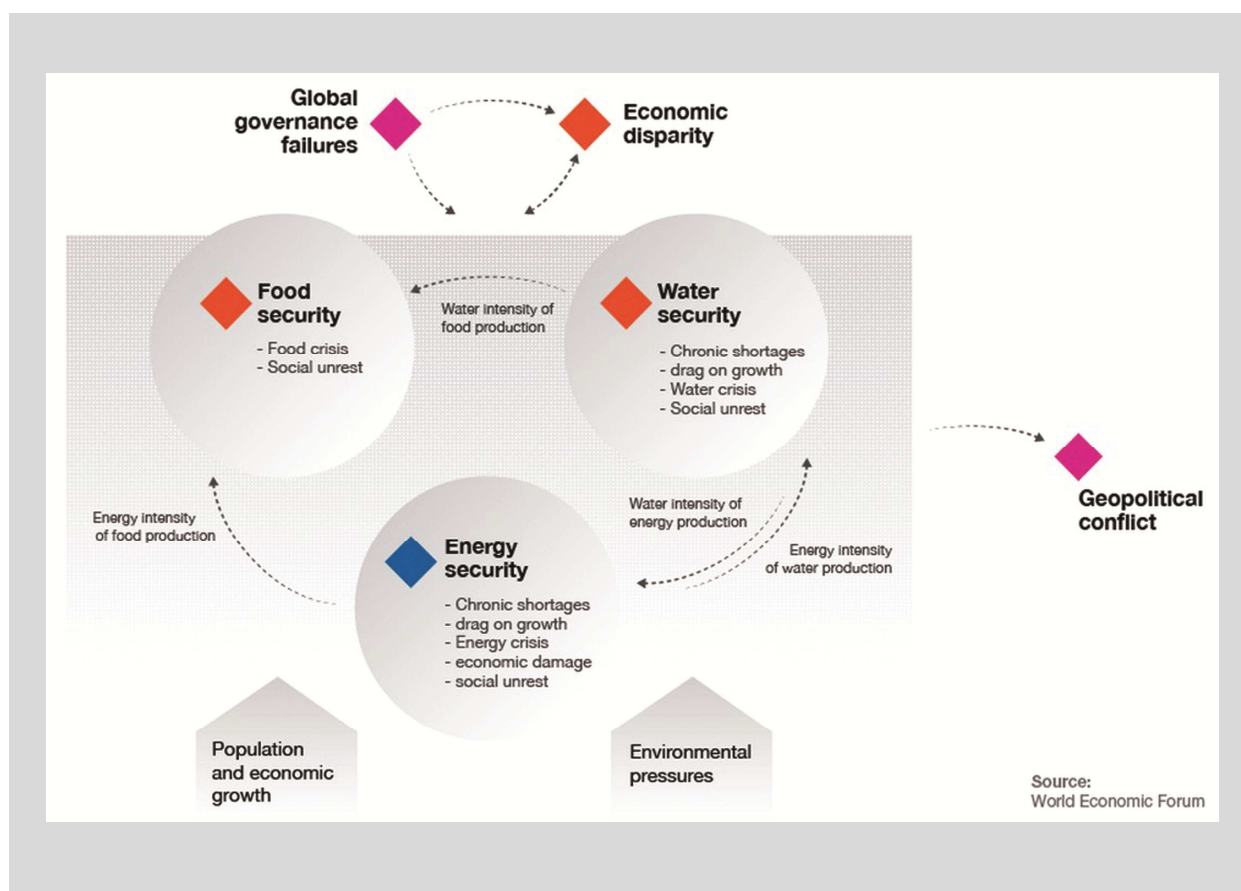
Tranzicionoj privredi Srbije, neophodan je zaokret ka značajnoj primeni ovog koncepta, kako bi što bolje iskoristila resurse i razvojne potencijale, a u cilju što bržeg izlaska iz krize. Pretpostavka za ostvarivanje ovog cilja, jeste uspostavljanje društvenog konsenzusa između političkih, poslovnih i društvenih elita, a samim tim i obnavljanje zajedničkog rada u korist zajedničkog interesa. Nizak nivo konkurentnosti, otvorenost i sa nedovoljnim nivoom ekonomske aktivnosti, kakva je privreda u Srbiji, uspeh bilo kog anti-kriznog programa je u njegovom proinvesticionom karakteru. Dok osnovu treba da čine investicije za koje kreditori imaju interesa (hrana, energija, retki metali, infrastruktura i sl.).

Investicije u ovim oblastima (hrana, energija, infrastruktura...) su uzrokovane globalnim trendovima u porastu broja stanovništva, zatim očekivanim klimatskim promenama, kao i ekonomskom progresu. Prema analizi Svetskog ekonomskog foruma (*Global Risk*, 2011) kao posledica globalne ekonomske krize, analizira se još jedan rizik tzv. *globalni rizik*, koji se deli na: hronične rizike, rizike uslovljene događajima, i rizike koji se mogu pratiti. Tabelom 8. je dat kratak pregled ključnih faktora koji čine ove rizike:

Tabela 8. Faktori globalnih rizika

GLOBALNI RIZICI		
1. Hronični rizik	2. Rizik uslovljen događajima	3. Rizici koji se mogu pratiti
- razlike u ekonomskoj razvijenosti (distribucija bogatstva), - neadekvatan globalni menadžment (slabe globalne institucije, nepotpuni sporazumi koji tretiraju globalne probleme, nefunkcionalnost mreža).	- ekonomski rizici (neravnoteža deviznih kurseva, fiskalna kriza, kolaps cena aktive raskorak između investicija i štednje), - rizici vezani za snabdevanje vodom, hranom i energijom (tražnja će do 2030 god. porasti za 30-50%), - rizici vezani za ilegalnu ekonomiju (nedozvoljena trgovina, organizovan kriminal, korupcija u 2009. god ilegalna ekonomija učestvuje sa 7-9% u svetskom GDP).	- populacioni rizik (demografske promene, koncentracija stanovništva u gradovima), - rizici snabdevanja osnovnim sirovinama (oscilacije cena vode, hrane, energenata, i sl.), - rizici zloupotrebe oružija za masovno uništenje, - rizici odustajanja od globalizacije (jačanje zemalja u razvoju ekonomski, politički i vojno).

Rizici vezani za snabdevanje vodom, hranom i energijom su posledica sve bržeg rasta stanovništva i ekonomskog progressa, a očekuje se da potražnja poraste za 30-50% do 2030. godine. Analizirajući sledeću sliku (Slika 20.) uočavamo da su problemi povezani, tj. proizvodnja hrane zahteva vodu i energiju, proizvodnja vode i njena distribucija zahtevaju energiju, proizvodnja energije zahteva vodu itd. Cena hrane je osetljiva na troškove energenata čiji se uticaj prati preko veštačkih đubriva, navodnjavanja, transporta i prerade.



Slika 20. Međuzavisnost globalnih rizika vezanih za hranu, vodu i energiju

Izvor: <http://riskreport.weforum.org/#> page 29 (Posećeno 22. februar 2012.)

Na mikro nivou, kako smatraju američki stručnjaci za restrukturiranje, mnoge kompanije, su iskoristile krizu i bankrot da bi preispitale svoje troškove, način poslovanja, investiranja i sve dotad sklopljene ugovore, a zatim restrukturiranjem nalazili rešenja za godinama nakupljane probleme. Jednostavno u kriznim vremenima su videli šansu za prekomponovanjem dotadašnjeg poslovanja.

Dugoročni održivi razvoj privrede Srbije, svakako treba pronaći u investicijama usmerenim ka eneregtskom sektoru, jer su oni ključni za ulaganje u druge privredne grane. Bez dovoljno raspoloživih kapaciteta ne može se računati ni na rast ostalih razmenljivih dobara i investicija.

5.2. ANALIZA NAJUSPEŠNIJIH KOMPANIJA U PRIVREDI REPUBLIKE SRBIJE

Dinamičke promene u okruženju zahtevaju konstantno prilagođavanje novonastalim okolnostima i najuspešnijih preduzeća u privredi republike Srbije. Analizom odgovarajućih finansijskih pokazatelja za prvih 100 kompanija po ukupnim prihodima u periodu od 2009. do 2012. godine, biće dat pregled uspešnosti poslovanja tih kompanija. Nakon svetske finansijske krize iz 2008. godine i uticaja na privredu naše zemlje (kroz izrazito smanjenje investicionih aktivnosti), bilo je neophodno brže aktivirati procese restrukturiranja, kako bi se za period od 3 do 5 godina videli očekivani pozitivni efekti. Kompanije koje ostvaruju najveće poslovne prihode ujedno imaju i dominantnu ulogu na celokupnom tržištu i kao takve opredeljuju opšta privredna kretanja, a za očekivati je da one sa najvećim neto dobitkom budu osnova zdravog ekonomskog razvoja.

Analizom odgovarajućih finansijskih pokazatelja za prvih 100 kompanija po ukupnim prihodima u periodu od 2009. do 2012. godine (na osnovu finansijskih izveštaja koji su dostupni na sajtu Agencije za privredne registre), biće dat pregled uspešnosti poslovanja tih kompanija.

S obzirom na visoku skoncentrisanost, odabrali smo prvih 20 kompanija (po neto dobitku odnosno gubitku) za period od 2009. do 2012. godine kao referentnu grupu, fokusirajući se na pokazatelje koji su najinteresantniji investitorima i finansijskim analitičarima (u prilogu ovog rada biće prikazani osnovni pokazatelji za prvih 100 kompanija). U skladu sa ciljevima analize, odgovore na relevantna pitanja dobijamo pomoću izračunavanja sledećih finansijskih pokazatelja:

1. **EBITDA** (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) – osim rashoda kamata i poreza, EBITDA neto rezultat uvećava i za troškove amortizacije. Na taj način se isključuje efekat računovodstvenih politika troškova amortizacije na profitabilnost, i ističe činjenica da trošak amortizacije ne predstavlja odliv gotovine. (G. Knežević i dr., 2013)

EBITDA = (AOP223 B. Dobitak pre oporezivanja ili AOP 224 V. Gubitak pre oporezivanja) + AOP 667 17. Rashodi kamata + AOP 661 11. Troškovi amortizacije

EBITDA marža – računa se kao procenat od prodaje.

$$\% \text{ EBITDA marža} = (\text{EBITDA} / \text{AOP 202 Prihodi od prodaje}) * 100$$

EBITDA marža se razlikuje po delatnostima:

- Trgovina (< 10%)
- Proizvodnja (10% – 20%)
- Usluge (nekada i po 40%-50%)

2. **Zaduženost** (Finansijski leveridž)

Racio zaduženosti (*Debt ratio*) stavlja u odnos pozajmljene izvore finansiranja i ukupnu imovinu.

$$\% \text{ racio zaduženja} = ((\text{AOP 111 Dugoročna rezervisanja i obaveze} + \text{AOP 123 V. Odložene poreske obaveze}) / \text{Poslovna imovina AOP022}) * 100$$

3. **Likvidnost** – sposobnost privrednog društva da redovno izmiruje svoje kratkoročne obaveze. **Neto obrtni fond** (neto obrtna sredstva) odgovara na pitanje da i privredno društvo ima više kratkoročne imovine ili kratkoročnih obaveza.

$$\text{Neto obrtni fond} = \text{AOP 012 B. Obrtna imovina} - \text{AOP 116 III. Kratkoročne obaveze}$$

Tekući racio - je oblik neto obrtnog fonda. Ukoliko je vrednost neto obrtnog fonda pozitivna, vrednost tekućeg racija će biti iznad 1, i suprotno.

$$\text{Tekući racio} = (\text{AOP012 B. Obrtna imovina} / \text{AOP116 IIII. Kratkoročne obaveze})$$

4. **Profitabilnost** – kao primarna motivacija svih investitora, daje nam odgovor na sposobnost privrednog društva da u posmatranom periodu izveštava pozitivnu razliku između prihoda i rashoda.

Neto margina – je učešće neto rezultata u poslovnim prihodima.

$$\text{Neto marža} = (\text{AOP 229 Đ. Neto dobitak ili AOP 230 E. Neto gubitak} / \text{AOP201 I. Poslovni prihodi})$$

Stopa prinosa na kapital (ROE – *Return on equity*) - odnos neto rezultata (zarada koja pripada vlasnicima privrednog društva) i sopstvenog kapitala (uloga vlasnika).

$$\text{ROE} = \text{AOP 229 Đ. Neto dobitak} / \text{AOP 101 A. Kapital}$$

Stopa prinosa na imovinu (ROA – *Return on assets*) – nije interno konzistentan pokazatelj, jer u poslovni rezultat ne ulaze prihodi ostvareni plasiranjem viška gotovine (finansijski prihodi) i rashodi nastali zbog korišćenja pozajmljenih sredstava.

$$\text{ROA} = (\text{AOP 213 III. Poslovni dobitak ili AOP214 V. Poslovni gubitak} / \text{AOP 22 G. Poslovna imovina})$$

5. **Periodi konverzije** – cilj analize je obično uočavanje eventualnih zastoja u naplati potraživanja ili plaćanja obaveza prema dobavljačima.

Period naplate potraživanja – je prosečan broj dana koji protekne od trenutka fakturisanja dobara do naplate potraživanja od kupaca.

Period naplate potraživanja = AOP 639 1. Potraživanja po osnovu prodaje (Stanje na kraju godine 639 ≤ 016) / AOP 202 1. Prihodi od prodaje × 365 / 1,18 (PDV)

Period plaćanja obaveza – je prosečan broj dana koji protekne od trenutka prijema faktura do izmiranja obaveza prema dobavljačima.

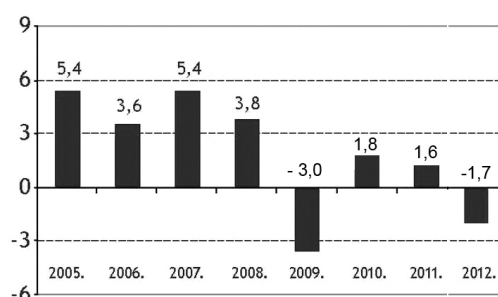
Period plaćanja obaveza = AOP 640 2. Obaveze iz poslovanja (Stanje na kraju godine 640 ≤ 119) / AOP 643 5. Obaveze iz poslovanja (potražni promet bez početnog stanja) × 365

Rezultate poslovanja prikazujemo sledećim tabelama i dijagramima:

Tabela 9. Republika Srbija (osnovni makroekonomski pokazatelji) – zbirni pregled (u milionima evra)

	BDP	Stopa rasta BDP	Stopa inflacije	Izvoz	Uvoz	Spolj.trgov. deficit	Broj zaposlenih	Kurs din./evro (prosek)
2009	28.954	-3,0	10,4	5.962	11.157	5.195	1.857.000	93,95
2010	28.006	1,8	11,5	7.393,4	12.621,9	5.228,5	1.771.000	103,04
2011	31.472	1,6	7,0	8.439,4	14.449,7	6.010,3	1.735.000	101,95
2012	29.932	-1,7	12,2	8.836,8	14.782,3	5.945,5	1.727.000	113,13

Izvor: NBS, APR (Saopštenje o rezultatima poslovanja privrede u 2009, 2010, 2011, 2012 god.)

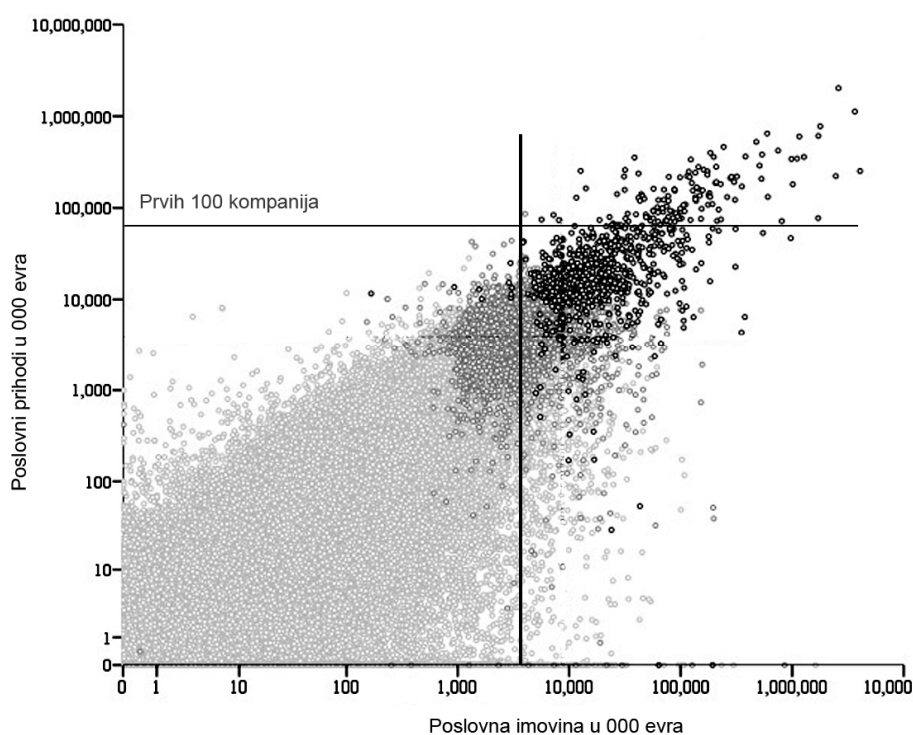


Grafikon br.1. Kretanje BDP - Srbija

Tabela 10. Privredna društva – zbirni pregled (u milionima din.)

	Broj priv. društava	Broj zaposlenih	Ukupni prihodi	Ukupni rashodi	Neto dobitak	Neto gubitak	Kurs din./evro (prosek)
2009	89.658	1.058.539	6.225.006	6.300.184	278.217	373.949	93,95
2010	90.985	1.001.913	7.116.839	7.184.563	316.548	406.246	103,04
2011	91.901	1.011.531	8.065.283	7.945.082	458.565	373.727	101,95
2012	92.157	1.004.336	8.693.447	8.747.626	432.463	495.283	113,13

Izvor: NBS, APR (Saopštenje o rezultatima poslovanja privrede u 2009, 2010, 2011 i 2012 god.)



Grafikon br. 2 Prikaz poslovnih resursa privrede Republike Srbije (Izvor: Knežević, G., i dr., 2013.)

Tabela 11. Privredna društva (prvih 100) – zbirni pregled (u milionima din)

	Poslovni prihodi (ukupan br. priv druš.)	Poslovni prihodi (prvih 100)	Poslovni prihodi (% učešća)	Broj zaposlenih (ukupan broj)	Broj zaposlenih (prvih 100)	Broj zaposlenih (% učešća)
2009	6.225.006	2.052.870	32,98	1.058.539	201.298	19,01
2010	7.116.839	2.421.517	34,02	1.001.913	196.571	19,62
2011	8.065.283	2.548.034	31,59	1.011.531	182.742	18,00
2012	8.693.447	2.679.874	30,82	1.004.336	187.740	18,69

Tabela 12. Privredna društva (prvih 100) – zbirni pregled (u milionima din)

	Neto dobitak (ukupan br. priv druš.)	Neto dobitak (prvih 100)	Neto dobitak (% učešća)	Neto gubitak (ukupan br. priv druš.)	Neto gubitak (prvih 100)	Neto gubitak (% učešća)	Ukupna aktiva (prvih 100)	Kurs din./evro (prosek)
2009	278.217	94.408	33,93	373.949	111.171	29,7	3.423.734	93,95
2010	316.548	113.073	35,7	406.246	95.688	23,55	3.408.735	103,04
2011	458.565	168.341	36,7	373.727	67.136	17,96	4.307.394	101,95
2012	432.463	136.568	31,6	495.283	119.021	24,03	4.247.875	113,13

Tabela 13. Broj privrednih društava koji su poslovali sa dobitkom i gubitkom u poslovanju (prvih 100 priv. društava)

	Neto dobitak (ukupan br. priv druš.)	Neto gubitak (ukupan br. priv druš.)	Ukupno
2009	71	29	100
2010	75	25	100
2011	78	22	100
2012	68	32	100

PRVIH 20 KOMPANIJA PO NETO DOBITKU U PERIODU OD 2009 DO 2012. GODINE

Tabela 14. Prvih 20 kompanija po neto dobitku u 2009. godini

rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto dobitak (u 000 din)	ROE %	ROA %	Net margin %	EBITDA marža %	Koef. Likvidnosti	% Racio zaduženja
28	07461429	PTT Saobraćaja Srbija	22.379.318	13,78	9,05	18,25	23,39	0,88	44,49
3	17162543	Telecom Srbija ad	15.548.716	13,74	10,28	18,07	38,65	0,69	45,70
38	08045577	Apatinska pivara doo	3.956.429	50,11	31,05	26,69	37,81	1,33	46,88
23	8010536	Hemofarm doo	3.848.536	16,17	14,39	14,85	7,04	2,64	51,80
78	8756716	Tarkett doo	3.559.715	16,91	16,43	15,03	15,19	3,19	15,10
44	06731678	Invej doo	3.546.736	26,52	4,49	19,12	4,01	1,57	65,88
15	20147229	Telenor doo	2.663.285	6,34	17,21	8,44	40,93	1,87	12,09
81	8028222	LaFarge BFC doo	2.630.821	42,39	31,83	32,61	41,21	1,28	38,94
37	17466461	Tigar Tyres doo	2.440.094	36,00	24,02	16,45	22,32	2,80	43,89
27	07319665	DIN Fabrika duvana ad (Philip Morris)	2.142.777	17,83	10,93	11,90	19,05	1,52	39,80
61	8588759	IM Matijević doo	1.864.090	18,91	14,24	16,71	17,93	2,89	14,84
4	17569171	Delta Maxi doo	1.820.857	14,31	6,08	2,78	6,28	0,77	77,81
34	07462905	Coca - Cola HBC Srbija ad	1.759.421	25,16	22,28	10,52	16,25	1,33	30,97
93	17184865	Koncern Farmakom MB doo	1.758.734	39,75	14,85	10,51	26,97	1,18	79,99
43	17164627	Tetra pak production doo	1.370.641	43,96	49,59	10,30	12,21	1,19	54,24
10	17155903	YugoRosGaz doo	1.315.169	28,81	12,14	3,83	4,44	1,50	51,88
57	07102160	Henkel Marima doo	1.196.760	16,11	13,32	11,37	15,07	4,08	18,16
21	7040628	C market ad	1.191.613	19,91	5,70	5,42	8,47	0,27	66,61
8	06886671	Mercator - S doo	1.157.538	5,39	0,00	2,80	5,97	0,85	47,36
24	17304712	NELT co. doo	1.147.032	17,16	9,95	6,13	7,40	1,34	33,43

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

Tabela 15. Prvih 20 kompanija po neto dobitku u 2010. godini

Rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto dobitak (u 000 din)	ROE %	ROA %	Net margin %	EBITDA marža %	Koef. Likvidnosti	% Racio zaduženja
33	7461429	JP PTT Srbija	25.371.842	109,78	74,58	19,68	24,32	3,24	38,63
1	20084693	NIS ad	16.484.381	35,06	14,61	9,72	13,64	1,05	73,59
3	17162543	Telekom Srbija ad	15.789.429	12,91	10,42	18,40	37,92	0,73	39,93
62	8756716	Tarkett doo	5.405.038	21,79	20,91	12,74	15,35	2,28	19,91
28	17466461	Tigar Tyres doo	3.310.962	38,94	23,33	15,80	21,23	1,72	45,10
71	8588759	IM Matijević	3.065.381	23,13	19,36	23,06	20,02	3,42	12,87
38	7462905	Coca-Cola HBC Srbija ad	2.456.652	25,90	18,58	13,42	18,93	1,98	28,77
90	8028222	LaFrange BFC doo	2.353.871	24,72	30,36	29,37	40,91	0,95	37,33
17	20147229	Telenor doo	2.122.683	5,08	36,16	6,28	38,69	0,00	14,45
8	17155903	YugoRosGaz ad	1.989.870	37,99	13,83	4,00	4,36	1,29	60,28
5	17569171	Delta MAXI doo	1.868.002	12,76	8,98	2,44	6,58	0,78	76,57
42	7319665	Philip Morris operation ad	1.857.172	15,28	10,99	10,97	17,82	1,62	40,28
2	20053658	JP EPS Beograd	1.786.618	0,65	2,11	1,58	25,46	1,13	24,09
51	17184865	Koncern Farmakom MB doo	1.758.266	30,25	13,40	5,84	9,26	1,00	81,40
61	7102160	Henkel Merima doo	1.592.030	17,64	14,18	12,98	16,92	4,45	18,67
36	7042701	Imlek ad	1.420.371	14,07	13,31	6,43	11,33	1,11	53,11
52	17079590	Beohemija doo	1.225.777	25,60	13,80	8,62	6,20	1,30	67,41
14	20105097	Victoria Logistic doo	1.172.791	71,59	9,93	3,25	4,25	1,44	91,91
37	7244851	RTB-Bor	1.061.528	0,00	3,80	6,06	18,29	0,95	101,86
99	8004617	Šećerana Crvenka ad	1.059.665	21,61	13,54	14,46	4,04	2,63	35,14

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

Tabela 16. Prvih 20 kompanija po neto dobitku u 2011. godini

rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto dobitak (u 000 din)	ROE %	ROA %	Net margin %	EBITDA marža %	Koef. Likvidnosti	% Racio zaduženja
1	20084693	NIS ad	40.601.667	46,36	17,44	21,10	26,20	1,81	62,49
3	17162543	Telekom Srbija ad	22.274.202	17,00	9,49	25,51	44,61	0,68	36,89
22	20038284	AD Železnice Srbije	12.741.317	6,37	0,00	42,67	66,90	0,25	29,97
37	07461429	JP PTT Srbija	9.868.540	38,04	4,09	46,58	21,93	3,64	32,67
96	07715226	HE Đerdap doo	8.768.152	4,21	0,01	98,48	156,97	2,63	10,17
33	20051183	Sunoko doo	6.435.249	62,38	32,08	30,14	39,40	1,78	54,04
6	07802161	TENT doo	6.121.677	3,46	2,64	8,51	23,79	1,90	20,15
17	20147229	Telenor doo	4.671.235	24,06	17,09	12,34	42,26	0,71	64,68
34	20114185	TE-KO Kostolac doo	4.608.695	4,63	1,51	21,75	48,70	0,81	23,59
63	08756716	Tarkett doo	4.425.776	16,91	19,56	8,57	14,11	2,57	20,19
57	08588759	IM Matijević doo	3.460.135	22,17	20,23	20,89	17,16	5,83	11,08
15	07152566	Elektrosrbija doo	2.828.082	2,68	0,00	7,17	21,25	1,33	19,57
26	17466461	Tigar Tyres doo	2.611.469	23,50	16,36	10,80	15,33	2,34	38,53
55	20054182	JP Elektromreža Srbije Beograd	2.409.155	5,09	3,13	16,22	40,39	2,42	30,40
47	08045577	Apatinska pivara doo	2.189.617	82,01	23,14	13,33	23,54	0,42	86,54
8	06886671	Mercator - S doo	2.163.231	8,34	0,00	4,08	8,20	0,00	48,65
36	07462905	Coca - Cola HBC - Srbija doo	2.061.074	20,35	19,43	9,34	13,35	1,31	32,49
14	07788053	RB Kolubara doo	2.010.886	1,97	1,69	4,97	22,15	0,85	28,90
41	07042701	Imlek ad	1.950.258	19,07	14,70	7,57	14,11	1,11	48,49
11	17155903	YugoRosGaz ad	1.533.758	32,08	14,43	3,32	3,63	1,25	56,10

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

Tabela 17. Prvih 20 kompanija po neto dobitku u 2012. godini

rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto dobitak (u 000 din)	ROE %	ROA %	Net margin %	EBITDA marža %	Koef. Likvidnosti	% Racio zaduženja
1	20084693	NIS ad	49.456.516	36,10	22,00	21,50	26,31	1,69	53,63
3	17162543	Telekom Srbija ad	11.251.155	11,25	9,77	12,71	15,55	0,64	50,59
12	20147229	Telenor doo	10.580.559	35,27	29,08	25,70	36,01	1,01	30,70
63	8756716	Tarkett doo	9.770.211	66,89	15,74	63,15	61,05	3,66	13,51
46	20051183	Sunoko doo	6.077.056	45,82	25,91	29,35	28,27	1,94	48,85
98	20104155	Fertil doo	3.051.771	82,48	50,36	29,98	47,85	1,67	48,07
33	8010536	Hemofarm ad	2.790.789	16,23	13,53	11,14	12,38	1,58	52,65
30	17466461	Tigar Tyres doo	2.758.621	19,89	17,14	10,56	19,03	2,62	29,65
44	7042701	Imlek ad	2.670.444	25,21	13,82	12,55	16,72	0,64	55,39
58	8588759	IM Matijević doo	2.186.944	20,30	13,60	12,44	18,54	1,83	26,30
57	7244835	RTB Bor Grupa	1.860.674	0,00	13,47	10,52	18,80	0,29	164,86
4	17569171	Delhaize Serbia doo	1.859.067	3,72	3,63	2,53	4,87	1,24	31,49
61	17164627	Tetra Pak Production doo	1.829.953	92,78	47,60	11,38	46,33	0,93	60,86
27	7462905	Coca - Cola HBC - Srbija doo	1.821.517	22,14	15,73	6,46	20,08	0,97	38,83
49	8140391	Victoriaoil ad	1.769.391	33,03	13,99	9,30	13,04	1,01	66,05
60	8000344	Dijamant ad	1.537.806	16,43	11,96	9,37	12,19	1,49	54,64
86	7593252	Agromarket doo	1.409.482	33,88	22,17	12,24	21,38	1,67	40,57
76	7102160	Henkel Srbija doo	1.343.457	23,17	17,46	9,67	20,90	2,46	27,82
41	7461429	JP PTT Srbija	1.243.341	5,17	2,98	5,71	8,38	3,15	29,68
35	8762023	Veletabak doo	1.159.315	89,09	12,27	4,68	15,05	1,08	85,41

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

PRVIH 20 KOMPANIJA PO NETO GUBITKU U PERIODU OD 2009 DO 2012. GODINE

Tabela 18. Prvih 20 kompanija po neto gubitku u 2009. godini

rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto gubitak (u 000 din)	EBITDA marža %	% Racio zaduženja	Koef. Likvidnosti	Period naplate potraživanja	Period plaćanja obaveza
1	20084693	NIS ad	37.636.111	-7,00	76,54	0,91	28,58	43,49
7	07342691	US steel Serbia doo	14.675.889	-34,10	111,51	1,65	65,99	47,84
84	20220023	VIP Mobile	11.881.973	-217,33	16,39	0,57	33,36	25,09
40	8064300	HIP - petrohemija ad.	9.510.667	-88,50	144,80	0,44	14,61	92,46
19	20038284	JP Železnice Srbije	6.685.127	-149,80	37,58	0,29	51,13	92,86
72	7130562	RTB Bor Grupa doo	5.834.471	-9,65	209,90	0,23	142,29	202,18
12	06423566	IDEA doo	2.490.589	-10,08	105,60	0,65	29,10	69,39
25	20114142	ED Jugoistok doo	2.487.280	-26,43	48,84	1,03	73,23	92,05
14	07524951	Lukoil - Beopetrol ad	2.034.774	-9,89	96,92	1,10	15,53	11,73
5	07802161	TENT doo	1.701.015	-19,70	23,26	1,69	69,14	11,16
98	17280554	SBB doo	1.656.941	-48,67	102,56	0,57	44,79	55,00
75	7244851	RTB Bor – topio. i rafinacija bakra	1.651.518	-26,25	112,38	0,79	155,76	688,19
17	20132248	JP Putevi Srbije	1.578.366	(661.513,61)	51,49	0,12	2.134,42	29,85
89	17572130	Futura plus doo - u stečaju	1.470.923	-20,96	82,71	0,20	4,43	205,56
71	7022662	GSP Beograd	1.428.025	-45,69	23,15	0,49	19,35	83,70
46	07044275	JAT Airways ad	1.394.370	-12,67	77,50	0,37	27,16	54,66
49	20114169	ED Centar doo	1.196.280	-22,10	37,36	1,04	78,80	87,68
48	17413333	EKO Serbia ad	1.034.321	-22,48	108,28	0,14	9,96	10,60
33	07020210	JKP BG Elektrane	964.081	-15,73	77,34	0,30	46,20	86,72
13	07005466	EDB doo	816.078	-12,60	15,79	1,73	61,67	36,80

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

Tabela 19. Prvih 20 kompanija po neto gubitku u 2010. godini

Rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto gubitak (u 000 din)	EBITDA marža %	% Racio zaduženja	Koef. Likvidnosti	Period naplate potraživanja	Period plaćanja obaveza
21	20038284	JP Železnice Srbije	17.285.827	-184,21	45,11	0,25	49,34	118,00
4	7342691	US Steel Srbija doo	15.011.194	-20,57	139,85	1,52	53,48	36,57
60	20481862	Velefarm-VFB doo	12.281.361	-104,08	323,23	0,31	107,27	152,72
68	20220023	VIP mobile	11.357.850	-147,60	186,95	0,73	29,64	27,16
20	8064300	HIP-Petrohemija ad	5.517.698	-26,31	148,69	0,39	6,35	69,39
18	20132248	JP Putevi Srbije	4.075.090	(150.129,50)	56,96	0,08	4.130,67	26,39
76	8053529	HIP - Azotara doo	4.041.006	-34,70	117,98	5,49	252,88	425,96
64	7044275	JAT Airways ad	3.885.598	-40,97	104,81	0,79	27,90	41,73
12	7524951	Lukoil - Beopetrol ad	3.475.709	-11,32	115,72	0,82	16,44	23,33
83	17280554	SBB doo	3.455.585	-50,42	121,66	0,63	51,02	29,85
85	7022662	GSP Beograd	2.988.648	-77,44	37,86	0,32	24,46	99,43
30	20114142	ED Jugoistok doo	2.659.990	-24,70	61,47	0,88	90,16	139,58
11	6423566	IDEA doo	2.351.223	-8,66	107,19	0,55	26,52	73,84
13	7005466	EDB doo	1.459.536	-12,75	25,93	1,41	63,33	56,39
79	7726325	Galenika ad	1.419.956	-29,53	45,42	1,75	212,53	34,07
10	8038139	Elektrovojvodina doo	1.200.854	-11,55	25,73	1,30	51,93	32,72
27	8010536	Hemofarm ad	982.484	-9,94	46,52	2,25	172,51	43,74
45	17413333	EKO Serbia ad	564.739	-10,91	108,66	0,16	9,46	9,37
58	20114169	ED Centar doo	435.434	-12,61	44,85	1,03	83,15	86,78
65	17518518	Intermol doo	428.125	-6,04	59,59	1,22	1,60	23,65

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

Tabela 20. Prvih 20 kompanija po neto gubitku u 2011. godini

rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto gubitak (u 000 din)	EBITDA marža %	% Racio zaduženja	Koef. Likvidonsti	Period naplate potraživanja	Period plaćanja obaveza
5	07342691	US Steel Srbija doo	15.639.009	-23,27	191,24	2,11	37,49	15,68
18	08064300	HIP-Petrohemija ad	11.148.685	-34,87	210,45	0,23	5,93	74,78
7	17569171	Delhaize Serbia doo	8.239.734	-17,62	31,18	1,13	36,50	81,62
77	08053529	HIP-Azotara doo	6.888.774	-99,58	128,42	0,83	179,18	565,24
2	20053658	JP EPS	4.858.022	-27,45	12,50	1,07	63,65	66,58
35	08010536	Hemofarm ad	4.582.778	-29,13	50,10	2,02	170,63	107,45
72	07044275	JAT Airways ad	3.191.180	-35,56	123,05	0,32	21,97	49,09
51	20220023	VIP mobile	2.489.655	-57,58	191,11	0,92	26,46	30,01
9	06423566	IDEA doo	1.869.739	-6,71	112,16	0,47	26,60	78,02
78	07022662	GSP Beograd	1.808.280	-50,36	45,54	0,28	19,30	98,17
32	07020210	BG Elektrane	1.335.894	-14,12	84,49	0,32	48,29	135,91
30	07244851	RTB Bor	993.746	-1,21	107,45	0,91	75,51	82,85
12	07524951	Lukoil Srbija ad	988.400	-3,78	118,92	0,55	12,70	25,26
13	07005466	EDB doo	882.893	-22,22	18,39	1,15	70,50	62,52
24	07130562	RTB Bor Grupa	800.887	-11,57	156,97	0,34	50,09	104,72
40	17413333	EKO Serbia doo	745.663	-11,53	98,96	0,24	9,35	13,01
59	17492730	JT International market. and saless	310.098	-2,46	107,33	0,92	46,76	114,82
25	07040628	C - Market ad	184.946	-27,58	85,26	0,34	2,08	87,38
27	17482700	Metro Cash and Carry doo	162.204	-3,24	50,96	1,14	2,14	39,88
92	07269609	Fabrika bakarnih cevi ad	14.862	-2,27	81,83	0,69	31,99	34,76

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

Tabela 21. Prvih 20 kompanija po neto gubitku u 2012. godini

rang po ukupnim prihodima (među prvih 100)	MB	Naziv pravnog lica	Neto gubitak (u 000 din)	EBITDA marža %	% Racio zaduženja	Koef. Likvidonsti	Period naplate potraživanja	Period plaćanja obaveza
6	20084600	JP Srbijagas	35.117.198	-27,72	98,96	0,85	61,47	151,71
32	20038284	AD Železnice Srbije	16.608.502	-6,71	24,73	0,35	1,95	155,30
74	8064300	HIP-Petrohemija ad	12.368.823	-92,45	290,64	0,17	14,96	267,39
48	20220023	VIP mobile	8.302.342	-39,19	213,50	0,85	10,38	24,20
25	20132248	JP Putevi Srbije	7.851.362	-3,81	24,64	0,02	0,00	40,74
8	6423566	IDEA doo	3.944.972	-19,76	73,44	0,77	48,56	69,11
16	7788053	RB Kolubara doo	3.889.734	-12,33	38,92	0,68	11,79	77,18
47	20114185	TE-KO Kostolac doo	3.787.027	-10,90	35,91	0,73	12,86	121,01
80	7044275	JAT Airways ad	3.680.760	-30,53	147,11	0,02	23,05	61,85
43	7342691	Železara Smd (US Steel Srbija doo)	3.214.114	-21,23	29,49	2,16	7,85	1.628,76
10	7524951	Lukoil Srbija ad	3.056.214	-17,12	135,13	1,37	27,30	21,91
13	20105097	Victoria Logistic doo	2.600.153	-15,05	106,32	1,22	115,22	28,06
2	20053658	JP EPS	2.395.375	-1,06	34,78	0,63	19,84	118,34
83	7022662	GSP Beograd	2.071.307	-16,44	34,95	0,27	3,16	90,47
5	7802161	TENT doo	1.854.850	-9,63	29,07	1,54	37,65	32,00
81	17280554	SBB doo	1.089.600	-14,24	68,74	1,23	41,78	46,66
40	20114142	ED Jugoistok doo	1.028.336	-8,71	49,44	0,80	30,07	182,13
17	7152566	Elektrosrbija doo	817.900	-7,50	26,01	1,25	21,71	27,84
92	17419323	Inperial tobacco scg doo	698.152	-9,06	92,06	24,31	182,15	15,63
93	20052694	Štampa sistem	670.323	-11,96	118,46	0,62	30,87	51,39

*sivom bojom su obeležene kompanije čije je funkcionisanje u nadležnost Republike Srbije.

(proračun autora)

Mnoge kompanije su u post-kriznim vremenima uvidele svoju šansu za restrukturiranjem kapitala u cilju zadržavanja ili proširivanja postojeće tržišne pozicije. Veliki deo restrukturiranja dogodio se kao stratejski odgovor na novonastale promene u okruženju, a uzrokovane svetskom finansijskom krizom iz 2008. godine, dok su konkurentski odnosi postali sve složeniji. To je dovelo do aktiviranja mera koja se svode na snižavanje troškova u funkciji održavanja produktivnosti, zatim formiranje strateških partnerstva i drugo.

Postoji veliki broj uzroka i simptoma krize, a najtipičniji su: gubitak tržišta, pad prodaje, pad profita, nepoverenje potrošača, finansijski gubitak, pad prinosa na investicije, pad morala zaposlenih itd. Stanje krize je usko povezano sa neuspehom u upravljanju i poslovanju preduzeća. *Osnovno merilo restrukturiranja je da li su preduzeća sposobna da postanu profitabilna u novom ekonomskom okruženju.*

Cilj ove analize je da na celovit i sveobuhvatan način sagleda finansijski položaj i profitabilnost ključnih preduzeća u srpskoj privredi. Analizirajući uzorak od prvih 20 kompanija po neto dobitku odnosno gubitku, za posmatrani period od 2009. do 2012. godine, uočavamo da veliki broj privatizovanih kompanija posluje konstantno uspešno, dok su kompanije čije je funkcionisanje u nadležnosti Republike Srbije beležile uglavnom negativne rezultate poslovanja. Učešće preduzeća pod državnom kontrolom u BDP-u Srbije je vrlo visoko, što negativno utiče na ekonomsku efikasnost, podstiče finansijsku nedisciplinu, korupciju i dr. U 2010. godini, ukupni gubici svih državnih, društvenih i javnih preduzeća iznosili su oko milijardu evra (oko 3,5% BDP-a). To su kompanije koje uglavnom obavljaju delatnosti od opšteg interesa, dok mnoge od tih aktivnosti imaju strateški značaj za razvoj srpske privrede.

Analizom finansijskih pokazatelja (tabela br. 18 – 21.), a fokusirajući se na kompanije koje su u nadležnosti republike Srbije, uočavamo da posluju sa visokim procentom ratio zaduženja, zatim sa niskim koeficijentom likvidnosti (značajno manjim od 1), kao i velikom razlikom između perioda naplate potraživanja i plaćanja obaveza. Uzroci ovakvih kriznih situacija su brojni, dok je neadekvatna cenovna politika javnih i drugih državnih preduzeća koja u sebi ima elemente socijalne politike, svakako jedan od njih. Tome treba dodati i problem nedovoljne kontrole troškova, čije se upravljanje mora voditi pažljivo i domaćinski. To se prevashodno odnosi na pojedinačno najkrupnije stavke poslovnih rashoda, reč je o troškovima zarada, troškovima materijala i nabavnoj vrednosti prodate robe.

Uspešna strategija ozdravljenja mora da sadrži više *elemenata i mera* kojima se utiče na *otklanjanje uzroka krize*. Istraživanjem je potrebno utvrditi koje mere restrukturiranja su odgovarajuće za određene grupe neuspešnih preduzeća (promena upravljanja, organizacione promene, smanjenje troškova, promena finansijske strategije, poboljšanje marketinga, fokusiranje na nove proizvode i usluge, investicije, strategije eksternog rasta i sl.), čijom primenom bi njihovo poslovanje postalo profitabilno.

Ovim istraživanjem su dokazane generalna i treća posebna hipoteza.

6. ZAKLJUČAK

Razvojem globalne ekonomije odnosno formiranjem jedinstvenog svetskog ekonomskog prostora omogućena je takva organizacija ekonomskih aktivnosti gde su privrede zemalja širom sveta postale međusobno povezane u procesima proizvodnje, razmene i korišćenja kapitala, roba i usluga. Globalizacija tržišta utiče na to da preduzeća postaju globalno orijentisana, tako što proizvodnju organizuju tamo gde su troškovi proizvodnje najjeftiniji (jeftina i obrazovana radna snaga i jeftine sirovine) po standardizovanim principima proizvodnje, a proizvode distribuiraju širom sveta uz jedinstvenu cenovnu i promotivnu strategiju.

Savremene informacione i komunikacione tehnologije su ključni infrastrukturni osnov koji omogućavaju ekspanziju nove ekonomije, pri čemu se najveći deo „zasluga” pripisuje računarskim (kompjuterskim) tehnologijama i pojavi globalne mreže, interneta. Nova ekonomija svoju visoku efikasnost ne zasniva toliko na primeni savremene mehanizacije ili automatizacije u procesu proizvodnje, kako je to bio slučaj kod „stare” ekonomije. Njen glavni oslonac su visoko sofisticirane tehnologije, znanje i inovacije, koje se razvijaju i razmenjuju zahvaljujući novoj globalnoj komunikacionoj infrastrukturi.

Konkurentnost na međunarodnom planu zahteva od kompanija da domaće pozicije pretvore u međunarodne, odnosno da imaju globalnu strategiju nastupa. Većina kompanija u svetu unapređuje svoju konkurentnost kontinuiranim aktivnostima na polju restrukturiranja, a kao jedan od najvažnijih elemenata uspeha procesa restrukturiranja je sprovođenje *due diligence* (dubinsko skeniranje) kompanije, na osnovu koga se vrši adekvatna procena i stiče što realniji uvid u vrednost kompanije. Svrha sprovođenja *due diligencea* je u davanju ulaznih informacija menadžmentu kompanije, i za njega je potrebno pribaviti mnoštvo podataka i to prilično stručnih u veoma kratkom vremenu, te onih informacija koje su potrebne za donošenje odluka o kandidatima i za formulisanje efikasne strategije pregovora oko prodaje ili otkupljivanja. Praktično proces *due diligence* ne možemo shvatiti kao savršen model za pružanje potrebnih informacija, nego kao alat ili pomoćno sredstvo za projekciju poslovnih odluka u budućnosti.

Osnovno merilo restrukturiranja je da li su preduzeća sposobna da postanu profitabilna u novom ekonomskom okruženju. Restrukturiranje se izvodi iz filozofije i poslovne kulture preduzeća, a doprinosi ostvarivanju misije i realizaciji ciljeva preduzeća. Jedan od čestih razloga za preduzimanje aktivnosti restrukturiranja je stanje krize u kome se preduzeće može naći. Kako kriza i krizna stanja imaju svoja ishodišta, tako se ona može identifikovati na području: vlasničkih odnosa, upravljačke (menadžerske) funkcije, razvoja, tržišta, kadrova, finansija, proizvodnje itd. Otklanjanje krize i kriznih stanja zahteva planski i koordinirani pristup uticaja na pojedine segmente poslovnog sistema i tokova u njemu.

Kod velikog broja domaćih preduzeća izuzetno su izraženi simptomi bolesti i krize. Potrebno ih je identifikovati i na sistemu uzorka, analizom računovodstvenih i finansijskih podataka odabranih preduzeća, rangirati po učestalosti ispoljavanja. *Identifikacija* odnosno dijagnostika *simptoma bolesti i krize* je preduslov za utvrđivanje njenih *uzroka*. Dijagnoza stanja i procene poslovne i finansijske perspektive preduzeća moguće je utvrditi primenom postupka *due diligence*.

Uspešna strategija ozdravljenja mora da sadrži više *elemenata i mera* kojima se utiče na *otklanjanje uzroka krize*. Istraživanjem je potrebno utvrditi koje mere restrukturiranja su odgovarajuće za određene grupe neuspešnih preduzeća (promena upravljanja, organizacione promene, smanjenje troškova, promena finansijske strategije, poboljšanje marketinga, fokusiranje na nove proizvode i usluge, investicije, strategije eksternog rasta i sl.), čijom primenom bi njihovo poslovanje postalo profitabilno.

U skladu sa osnovnom hipotezom, ukoliko u datim okolnostima, pojavom svetske finansijske krize i sa svim posledicama koje su iz nje proistekle, dođe do drastičnog pada investicionih i organizacionih performansi kompanija, tada se stiču uslovi za primenu procesa restrukturiranja. Kao najznačajniji zaključak sprovedene analize u ovom radu, identifikovani su negativni finansijski rezultati kod kompanija koje posluju u nadležnosti Republike Srbije, a koja su od posebnog značaja za konkurentnost cele srpske privrede, jer ona pružaju ključne inpute za sva ostala preduzeća u zemlji. Kao vlasnik, Vlada treba da osigura da ova preduzeća posluju efikasno, kao i da vodi politiku investicija koja će osigurati njihovu dugoročnu održivost. Velika javna preduzeća ostvaruju loše operativne rezultate, nemaju dovoljne podsticaje za povećavanje efikasnosti i suočena su sa pritiscima da cene usluga drže na socijalno prihvatljivom nivou; kao rezultat, nivo investicija je nizak i ugrožava dugoročnu održivost poslovanja nekih od ovih preduzeća.

U međunarodnoj ekonomiji, sve kompanije se suočavaju sa nekom vrstom ograničenja. Inovativno orijentisan menadžment će tražiti i nalaziti nove tehnologije, uočavati potrebe za nekim proizvodima i uslugama, sagledavati mogućnosti za novim izvorima i institutima proizvodnje i sl. Step en inovativnosti, u dobroj meri zavisi od konkurentnosti privrede. Zaštićene grane i preduzeća od inostrane konkurencije nemaju sklonost ka inovaciji.

Ni Srbija ne može biti isključena iz procesa globalizacije, čiji je slučaj pun kontradikcija. Razlozi za kašnjenje, su vezani pre svega za ostatke komandne ekonomije i ne do kraja sprovedene privatizacije društvenog sektora privrede. S druge strane postoje objektivna ograničenja koja su uslovljena dugogodišnjom izolacijom privrede u svetskim društvenim i ekonomskim tokovima. Uključivanje u međunarodne privredne tokove i međunarodnu podelu rada je suštinski deo strategije privrednog razvoja Srbije, gde susedne zemlje imaju poseban značaj. Zemlje Jugoistočne Evrope, a među njima i Srbija, se nalaze u fazi radikalnih društvenih i ekonomskih reformi, i u meri ostvarivanja tih reformi ostvarivaće se i ovi ciljevi, najpre preko Pakta za stabilnost Jugoistočne Evrope, do punopravnog članstva u EU. Posebnu pažnju zaslužuje Regionalna saradnja zemalja Jugoistočne Evrope, gde postoji opšta saglasnost da će dugoročni održiv ekonomski razvoj u Jugoistočnoj Evropi biti moguć, jedino ako se zemlje ovog Regiona efikasno integrišu u evropsku i svetsku privredu.

LITERATURA

- [1] Albijanić, M. (2011) *Intelektualni kapital: uticaj na konkurentnost i ekonomski rast*, Službeni glasnik, Beograd.
- [2] Arnold, G. (2005) *Handbook of Corporate finance*, Pearson edu., Harlow, England.
- [3] Arsić, M., (2012) *Reforme državnih i društvenih preduzeća*, Kvartalni monitor ekonomskih trendova i politika u Srbiji, br. 28 (januar/mart 2012), FREN, Beograd.
- [4] Banjac, M. (2012) *Budućnost energetskog sektora Srbije*, Ministarstvo za infrastrukturu i energetiku Republike Srbije, prezentacija za skup: „Životna sredina i energetika šta čeka Srbiju”, 2. mart. 2012., Hotel Hayatt, Beograd.
- [5] Bošnjak, M. (2011) *Rezultati i izazovi ekonomskih reformi u Srbiji u tranzicionom periodu 2001-2008. godina*, Studija za sajt Ministarstva finansija, Beograd.
- [6] Braili, R.A., Majers, S.K., Markus, A.J. (2007) *Osnovi korporativnih financija*, Mate, Zagreb.
- [7] Buble, M., Kulović, Dž., Kuzman, S. (2010) *Due diligence i procjena vrijednosti poduzeća*, Kemigrafika, Sarajevo.
- [8] Cvetković-Bogavac, N. (2010) *Finansijske strategije korporacija*, Megatrend Univerzitet, Beograd.
- [9] Ćirović, M. (2004) *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad.
- [10] Damodaran, A. (2010) *Damodaran o valuaciji: analiza vrijednosnica za investicijske i korporativne financije*, Mate, Zagreb.
- [11] Damodaran, A. (2007) *Korporativne finansije: teorija i praksa*, Modus, Podgorica.
- [12] Daves, P.R., Ahrhardt, M.C. and Shrieves R.E. (2004) *Corporate valuation : a guide for managers and investors*, Thomson, Mason (Ohio).
- [13] DePamphilis, D. (2011) *Mergers and Acquisitions Basics All You Need To Know*, Academic Press/Eslevier, USA.
- [14] DePamphilis, D. (2011) *Mergers and Acquisitions Basics Negotiation and Deal Structuring*, Academic Press/Eslevier, USA.
- [15] DePamphilis, D. (2012) *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press/Eslevier, USA.
- [16] Dondur, N., Radojević, S. i Veljković, Z. (2007) *Efekti privatizacije i restrukturiranja u industrijskim preduzećima u Srbiji*, Industrija, 3/2007, str. 1325.
- [17] Dušanić, J., B. (2008) *Bećarska ekonomija – Tranzicija u Srbiji*, Beogradska poslovna Škola, Beograd.
- [18] Đorđević-Boljanović, J. (2009) *Menadžment znanja*, Data status, Beograd.
- [19] Đuričin, D. i Janošević, S. (2006) *Menadžment i strategija*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd.
- [20] Đuričin, D. (2011) *Anti-krizni program u 2011. i strategija održivog razvoja (Srbija 2020)*, Ekonomika preduzeća, god. LIX, januar-februar 2011.
- [21] Ekonomski fakultet u Beogradu (2006) *Ekonomski rečnik*, Beograd.
- [22] Epstein, M. (2004) *The drivers of success in post-merger integration*, Organizational Dynamics, 33(2), str. 174-189.
- [23] Erić, D. i dr. (2012) *Finansiranje malih i srednjih preduzeća u Srbiji*, Institut ekonomskih nauka, Privredna komora Srbije, Beograd.

- [24] Fernández, P. (2002), *Valuation methods and shareholder value creation*, Academic press, San Diego.
- [25] Gratton, S.J. (2012) *BI 3.0 The Journey to Business Intelligence. What does it mean?*, Capgemini – Consulting, Technology, Outsourcing. Available at: <http://www.capgemini.com/technology-blog/2012/07/journey-business-intelligence-30-bi-30/> (accessed: 1.03.2013)
- [26] Grubor, G., Njeguš, A., Ristić, N. (2010) *Funkcionalno-bezbednostni aspekti veb 2.0 i veb 3.0*, VI. Načuni skup sa međunarodnim učešćem Sinergija 2010, Bijeljina, BIH.
- [27] Howson, P. (2006) *Due diligence*, Masmedia, Zagreb.
- [28] Ivaniš, M. i Nešić S. (2011) *Poslovne finansije*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [29] Jakopin, E. (2012) *Postkrizna alokacija faktora rasta*, Ekonomski horizonti, maj avgust 2012, god. XIV, Sveska 2, str. 77-87.
- [30] Knežević, G. (2009) *Analiza finansijskih izveštaja*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [31] Knežević, G., Stanišić, N. i Mizdraković, V., (2013) *Analiza finansijskih izveštaja: namenjeno tržištu Republike Srbije*, Univerzitet Singidunum, Beograd
- [32] Kontić, Lj. (2007) *Restrukturiranje i privatizacija velikih društvenih preduzeća u Srbiji*, Institut za evropske studije, Beograd.
- [33] Komisija za hartije od vrijednosti Crne Gore (2009) *Korporativno upravljanje – priručnik*, Podgorica.
- [34] Krasulja, D. i Ivanišević, M. (2007) *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd.
- [35] *Kriza i globalizacija*, (2009) uređivački odbor Veselin Vukotić... et al., Centar za ekonomska istraživanja Instituta društvenih nauka, Beograd.
- [36] Kulić, M. (2010) *Finansijski menadžment*, Megatrend Univerzitet, Beograd.
- [37] Lau, R.Y.K and Liao, S.S.Y (2012) *Web 2.0 Environmental Scanning and Adaptive Decision Support for Business Mergers and Acquisitions*, MIS Quarterly, Vol 36 No.4, pp.1239-1268.
- [38] Mašić, S (2009) *Merdžeri i akvizicije u evropskom bankarstvu*, doktorska disertacija, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [39] Milenković, N. (2004) *Procena vrednosti kapitala*, USAID, Banjaluka.
- [40] Mintzberg, H. and Quinn, J.B. (1991) *The strategy process: concepts, contexts, cases*, Prentice Hall, NJ.
- [41] Novaković, D. (2012) *Međunarodni odnosi i globalizacija*, Zadužbina Andrejević, Bepgrad.
- [42] Njeguš, A. (2010) *Poslovni informacioni sistemi*, Univerzitet Singidunum.
- [43] Njeguš, A. (2011) *Informacioni sistemi u turističkom poslovanju*, Univerzitet Singidunum.
- [44] Njeguš, N., Njeguš, A. (2013) *Web 3.0 tehnologije u procesima merdžera i akvizicija*, 12 međunarodni naučni skup Sinergija 2013 (str. 512-519.) Bijeljina.
- [45] Porter, M. and Kramer, M (2011), *Creating shared value: How to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, Harvard Business Review, January-February.
- [46] Popov, Đ. (2011) *Neke karakteristike ofšor poslovanja* (str. 39-57). Zbornik radova Pravnog Fakulteta u Novom Sadu 1/2011.
- [47] Popović, N. (2011) *Investicije u energetiku Srbije i održivost privrednog razvoja*, Ekonomika preduzeća, god. LIX, januar-februar 2011.
- [48] Poznanić, V. (2011) *Uloga odbora za reviziju u korporativnom upravljanju*, Revizor: časopis za teoriju i praksu : računovodstvo, poslovne finansije, poslovno pravo, menadžment, Institut za ekonomiku i finansije, Beograd.

- [49] Ristić, B. i Tanasković, S. (2013) *Konkurentska pozicija Srbije u 2012. godini prema Izveštaju Svetskog ekonomskog foruma*, FREN, Beograd.
- [50] Savić, N. i Pitić, G. (urednici) (2010) *Kuda ide konkurentnost Srbije? Savić, N.: Novi indeks konkurentnosti i rang Srbije*, FEFA, Beograd.
- [51] Savović, S. (2012) *Značaj postakvizicione integracije za kreiranje vrednosti i uspeh merdžera i akvizicija*, Ekonomski horizonti, Septembar/Decembar 2012, Godište XIV, Sveska 3, 193-205.
- [52] Schmid, A.S., Sánchez, C.M. and Goldberg, S.R. (2012) *M&A today: Great challenges, but great opportunities*, Journal of Corporate Accounting & Finance, Volume 23, Issue 2.
- [53] Stanišić, M. i Stanojević, Lj. (2008) *Evaluacija i rizik*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [54] Sudarsanam, S. (2003) *Creating Value from Mergers and Acquisitions, The Challenges, an integrated and international perspective*, Pearson education, Harlow, England.
- [55] Todorović, M. (2010) *Poslovno i finansijsko restrukturiranje preduzeća*, Ekonomski fakultet u Beogradu, Beograd.
- [56] Vernimmen P. et. al (2009) *Corporate finance, theory and practice*, John Wiley and Sons, Hoboken.
- [57] Vesić, D. (2010) *Uticaj globalizacije na privredni sistem Srbije*, Međunarodni problemi Vol. 62, No. 1, Institut za međunarodnu politiku i privredu, Beograd, str. 136-164.
- [58] Vukadinović, P. i Jović, Z. (2012) *Investicije*, Univerzitet Singidunum, Beograd.
- [59] World Economic Forum. (2011). *Global risk 2011: An initiative of the Risk Response Network* (6th ed.). Geneva, Switzerland: World Economic Forum.
[Preuzeto 22. februar 2012. sa <http://riskreport.weforum.org/#> page 29.]
- [60] *World investment report 2013: global value chains; investment and trade for development*, UN, New York and Geneva, 2013.
[Posećeno 07.10.201. sa http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2013_en.pdf]

PRILOZI

Prilog 1. Prvih 100 kompanja u privredi Republike Srbije za 2009. godinu (u hiljadama din.)

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
1	20084693	NIS ad	118.275.185	11.925		37.636.111	144.051.315	32.283.167
2	20053658	JP EPS	100.444.882	423		13.879	373.124.745	275.276.127
3	17162543	Telecom Srbija ad	86.037.503	9.594	15.548.716		210.694.114	113.169.325
4	17569171	Delta Maxi doo	65.601.483	5.536	1.820.857		57.346.438	12.726.976
5	07802161	TENT doo	57.170.858	2.621		1.701.015	107.138.910	76.688.243
6	20084600	JP Srbijagas	53.099.998	1.053	946.791		54.283.972	10.472.929
7	07342691	US steel Serbia doo	46.812.057	5.614		14.675.889	40.168.550	
8	06886671	Mercator - S doo	41.349.512	3.625	1.157.538		40.801.197	21.479.490
9	08038139	ElektroVojvodina doo	37.308.851	2.582		664.659	55.874.613	44.664.793
10	17155903	YugoRosGaz doo	34.379.287	37	1.315.169		9.485.731	4.564.295
11	07788053	RB Kolubara doo	34.177.014	10.638	219.095		88.154.204	51.666.201
12	06423566	IDEA doo	34.111.461	3.221		2.490.589	22.868.017	
13	07005466	EDB doo	33.269.546	1.777		816.078	43.994.473	35.349.719
14	07524951	Lukoil - Beopetrol ad	32.694.298	1.136		2.034.774	20.370.617	152.406
15	20147229	Telenor doo	31.545.496	1.225	2.663.285		47.800.377	42.022.385
16	07152566	ElektroSrbija doo	31.054.584	3.472	146.195		51.311.857	38.479.612
17	20132248	JP Putevi Srbije	30.113.242	1.242		1.578.366	173.564.729	84.196.000
18	17321480	OMV Srbija doo	26.824.742	40	261.957		12.859.417	3.096.210
19	20038284	JP Železnice Srbije	26.751.865	21.488		6.685.127	229.072.074	141.451.742
20	20105097	Victoria logistic doo	23.487.700	190	153.386		14.703.552	465.330
21	7040628	C market ad	21.971.435	3.284	1.191.613		17.927.771	5.985.830
22	17482700	Metro Cash and Carry doo	20.290.287	1.264	250.100		10.532.042	6.778.620
23	8010536	Hemofarm doo	25.918.503	3.038	3.848.536		41.674.445	23.805.938
24	17304712	NELT co. doo	18.713.049	991	1.147.032		10.042.374	6.684.982
25	20114142	ED Jugoistok doo	18.497.522	2.245		2.487.280	29.909.292	15.114.749
26	20114185	TE-KO Kostolac doo	18.015.471	3.567	138.167		61.079.678	39.540.714
27	07319665	DIN Fabrika duvana ad (Philip Morris)	18.009.855	797	2.142.777		19.966.053	12.019.609
28	07461429	PTT Saobraćaja Srbije	122.659.773	26.479	22.379.318		296.511.618	162.455.609
29	08762023	Veletabak doo	16.562.226	388	577.948		2.899.501	596.826
30	07042701	AD Imlek	19.121.076	1.469	754.348		17.837.882	9.825.711
31	08114072	Soja protein ad	18.818.228	732	595.521		23.136.022	10.957.754
32	17520652	Energy financing team doo	16.230.217	44	55.780		2.269.523	178.214
33	07020210	JKP BG Elektrane	16.258.666	2.335		964.081	25.827.330	5.252.868
34	07462905	Coca - Cola HBC Srbija ad	16.722.963	1.060	1.759.421		10.131.934	6.994.171
35	20481862	Velefarm - VFB doo	15.576.664	372	119.851		16.790.030	119.895
36	07617003	PTP DIS doo	14.925.850	778	612.732		6.207.760	1.947.137
37	17466461	Tigar Tyres doo	14.831.066	2.150	2.440.094		12.079.600	6.777.586
38	08045577	Apatinska pivara doo	14.825.832	899	3.956.429		14.863.642	7.895.429
39	7777663	MPC Holding Mercata doo	14.605.835	306	297.694		2.469.606	300.520
40	8064300	HIP - petrohemija ad. - u restruk.	14.078.266	1.795		9.510.667	25.032.303	
41	20236434	Delta agrar doo	13.881.399	409	161.193		18.949.726	7.163.512
42	17173006	Grand prom ad	20.197.270	766	417.769		13.080.915	6.310.333
43	17164627	Tetra pak production doo	13.312.465	134	1.370.641		6.812.940	3.117.799
44	06731678	Invej doo	18.548.475	1.991	3.546.736		40.489.021	13.375.946
45	07033982	Rudnap group ad	15.719.202	341	369.390		15.177.737	4.349.796
46	07044275	JAT Airways ad	12.193.276	1.692		1.394.370	16.856.574	3.063.661
47	20236426	Delta DMD doo	11.836.099	780	231.618		6.195.001	1.533.682
48	17413333	EKO Serbia ad	11.390.231	43		1.034.321	8.571.017	
49	20114169	ED Centar doo	11.318.499	1.061		1.196.280	17.780.428	10.740.220
50	20054182	JP Elektromreža Srbije Beograd	12.055.379	1.563	417.169		64.128.318	45.190.878
51	17252941	Direktna trgovina doo	11.080.925	162	40.003		4.717.925	54.379
52	07051751	Jugoimport - SDPR JP	11.863.739	421	852.111		21.824.539	3.578.512
53	17535439	Knez petrol doo	10.855.811	58	121.850		1.044.653	341.323
54	17480219	Jugohemija - farmacija doo	10.767.505	158	34.607		6.264.896	360.872
55	20468122	FIAT Automobili Srbija doo	10.713.078	3	175.983		34.442.104	28.989.653
56	20051183	Sunoko doo	10.580.684	639	483.627		14.993.247	4.802.998
57	07102160	Henkel Marima doo	10.521.071	365	1.196.760		9.079.697	7.430.763
58	20133295	MK commerce doo	10.495.809	41	196.115		5.487.493	1.092.823
59	08140391	Victoria oil ad	10.492.134	223	95.254		11.142.921	2.162.522

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
60	07517807	Phoenix pharma doo	10.610.005	384	364.704		7.595.833	1.573.966
61	8588759	IM Matijević doo	11.156.993	2.034	1.864.090		11.617.902	9.859.252
62	7024584	Interkomerc ad	10.305.255	152	207.591		5.590.180	1.380.939
63	8207259	Univerexport doo	13.486.460	1.645	440.595		5.176.197	2.048.232
64	8245207	Swisslion group doo	10.053.643	412	195.857		4.767.407	571.037
65	8276218	Unihemikom doo	10.016.450	241	194.538		9.929.789	1.934.036
66	17172140	CT Computers doo	9.953.964	162	37.612		3.559.530	499.312
67	7726325	Galenika ad	9.880.380	2.766	751.415		27.964.842	18.756.235
68	8000344	Dijamant ad	10.556.383	921	439.727		16.342.963	6.939.247
69	20426306	Telenor	9.936.547	141	90.440		1.187.500	102.488
70	17079590	Beohemija doo	9.834.203	592	959.197		10.397.976	3.361.956
71	7022662	GSP Beograd	9.056.274	6.645		1.428.025	13.578.302	10.435.050
72	7130562	RTB Bor Grupa doo	8.809.555	4.753		5.834.471	43.550.905	11.883.830
73	06935605	IHTM CPI doo	8.850.367	151		59.908	2.594.749	76.682
74	17492730	JT INT Marketing and Sales doo	8.686.236	135		564.807	3.076.217	133.241
75	7244851	RTB Bor - topionica i rafinacija bakra	8.675.357	1.786		1.651.518	12.181.003	
76	20052694	Štampa sistem doo	8.425.871	1.870		256.628	2.010.410	
77	7715226	HE Đerdap doo	8.385.126	1.060		200.206	123.871.224	114.136.740
78	8756716	Tarkett doo	23.685.889	2.055	3.559.715		24.803.454	21.049.753
79	17376845	BELL Pakovanja Evropa doo	8.195.014	161	630.406		7.450.299	1.385.558
80	20193816	Gen - I doo	8.118.251	3	513.759		1.886.722	590.689
81	8028222	LaFarge BFC doo	8.068.347	450	2.630.821		10.165.428	6.206.933
82	17518518	Intermol doo	8.067.860	560		443.469	8.313.155	3.686.291
83	17408933	Farmalogist doo	8.052.827	352	102.980		4.639.942	1.064.242
84	20220023	VIP Mobile	8.035.717	321		11.881.973	65.768.296	
85	07019734	SP Lasta ad	8.465.578	4.318	469.101		9.312.384	2.067.178
86	20104155	Fertil doo	7.728.559	90	490.449		8.243.270	1.497.554
87	07073151	Energoprojekt - visokogradnja ad	7.627.101	1.152	4.472		5.444.736	1.700.026
88	20298693	Lanus doo	7.560.738	55	154.993		699.771	224.889
89	17572130	Futura plus doo - u stečaju	7.484.446	3.224		1.470.923	3.856.617	
90	17338480	Pharmaswiss doo	7.427.941	272	338.959		3.859.841	444.594
91	17323873	K&K Electronics doo	7.415.074	613		537.360	3.842.068	
92	7042728	Frikom	7.466.259	1.167	119.432		9.585.652	4.187.304
93	17184865	Koncern Farmakom MB doo	16.740.389	2.156	1.758.734		22.109.607	4.424.296
94	8684928	Carlsberg Srbija doo	8.488.068	563	233.796		7.895.227	4.817.032
95	7018762	JKP BG Vodovod i kanalizacija	7.012.697	2.763	172.082		83.334.482	80.486.924
96	20213370	DelVel - pro doo	6.915.037	325		300.897	3.424.508	
97	17364723	Victoria group ad	43.538.201	1.528	771.397		43.970.365	15.758.903
98	17280554	SBB doo	7.071.711	740		1.656.941	19.194.247	3.335.691
99	8004617	Šećerana Crvenka ad	6.813.642	237	548.159		6.086.117	4.251.753
100	17150286	Gorenje doo	7.246.022	61	152.007		2.958.367	1.199.032

Prilog 2. Prvih 100 kompanja u privredi Republike Srbije za 2010. godinu (u hiljadama din.)

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
1	20084693	NIS ad	169.539.523	10.583	16.484.381		177.127.001	47.018.714
2	20053658	JP EPS Beograd	112.938.301	466	1.786.618		385.097.469	276.778.918
3	17162543	Telekom Srbija ad	85.816.686	9.472	15.789.429		209.967.384	122.294.139
4	7342691	US Steel Srbija doo	80.685.178	5.400		15.011.194	67.305.888	
5	17569171	Delta MAXI doo	76.411.848	5.814	1.868.002		62.473.362	14.636.269
6	20084600	JP Srbijagass ad	74.186.308	1.096	881.075		100.924.066	33.176.543
7	7802161	TENT doo	61.686.168	2.556	405.804		113.961.043	76.988.436
8	17155903	YugoRosGaz ad	49.747.448	34	1.989.870		13.187.464	5.238.479
9	6886671	Mercator - S doo	47.183.748	3.967	728.966		49.603.488	23.563.825
10	8038139	Elektrovojvodina doo	41.484.870	2.526		1.200.854	58.350.628	43.351.328
11	6423566	IDEA doo	40.168.288	3.579		2.351.223	25.093.277	
12	7524951	Lukoil - Beopetrol ad	37.577.981	962		3.475.709	24.471.917	
13	7005466	EDB doo	36.291.237	1.751		1.459.536	45.659.585	33.817.920
14	20105097	Victoria Logistic doo	36.064.952	252	1.172.791		20.115.394	1.638.121
15	7788053	RB Kolubara doo	35.904.604	10.147	69.989		87.954.929	50.921.226
16	7152566	Elektrosrbija doo	34.826.991	3.442	397.570		54.489.964	38.592.054
17	20147229	Telenor doo	33.809.974	1.151	2.122.683		48.727.841	41.745.068
18	20132248	JP Putevi Srbija	33.098.153	1.275		4.075.090	186.131.202	80.111.855
19	17321480	Omv Srbija doo	31.226.218	44	113.263		13.733.340	3.209.473
20	8064300	HIP-Petrohemija ad	28.937.835	1.789		5.517.698	26.312.281	
21	20038284	JP Železnice Srbije	28.380.075	20.765		17.285.827	226.370.895	249.229.942
22	7040628	C market ad	23.492.514	3.319	685.180		17.987.786	6.281.264
23	7777663	Mercata doo	22.896.232	317	711.907		5.160.891	714.943
24	17482700	Metro Cash and Carry doo	22.208.071	1.376	508.507		13.588.735	7.287.127
25	8762023	Veletabak doo	21.153.364	412	628.479		4.359.323	676.255
26	7033982	Rudnap group ad	26.612.740	458	61.633		25.439.985	4.401.068
27	8010536	Hemofarm ad	26.012.945	3.012		982.484	43.839.920	23.409.399
28	17466461	Tigar Tyres doo	20.953.561	2.067	3.310.962		15.486.884	8.502.488
29	7020210	JKP BG Elektrane	20.170.384	2.299		40.336	27.112.760	5.211.608
30	20114142	ED Jugoistok doo	20.022.676	2.193		2.659.990	31.964.819	12.314.578
31	17520652	Energy financing team doo	19.961.134	47	42.785		2.239.936	165.219
32	20114185	TE-KO Kostolac doo	19.789.857	3.403	140.760		64.393.983	39.210.210
33	7461429	JP PTT Srbija	128.940.708	28.959	25.371.842		37.660.325	23.111.587
34	17535439	Knez Petrol doo	18.821.012	121	153.735		1.867.082	473.102
35	17304712	Nelt co doo	18.496.718	1.014	746.931		11.530.940	4.705.983
36	7042701	Imlek ad	22.094.888	1.534	1.420.371		21.577.585	10.092.242
37	7244851	RTB-Bor	17.506.655	1.727	1.061.528		15.164.192	
38	7462905	Coca-Cola HBC Srbija ad	18.309.091	1.039	2.456.652		13.316.418	9.485.451
39	8245207	Swisslion group doo	17.118.929	500	248.889		4.770.635	1.675.869
40	20236434	Delta Agrar doo	16.989.593	349	66.139		21.094.957	7.248.075
41	7617003	PTP DIS doo	17.026.901	918	518.329		8.109.717	2.430.314
42	7319665	Philip Morris operation ad	16.929.302	591	1.857.172		20.354.572	12.155.288
43	7130562	RTB Bor - Grupa doo	18.389.847	4.707	27.731		53.616.480	11.883.830
44	6731678	Invej ad	16.691.456	179	126.125		30.504.672	3.561.360
45	17413333	Eko Serbia ad	16.628.394	42		564.739	8.918.896	
46	7024584	Interkomerc ad	15.956.503	148	331.090		12.071.874	4.290.888
47	8045577	Apatinska pivara doo	14.741.920	841	1.000.860		22.547.672	480.452
48	8114072	Sojaprotein ad	14.512.842	382	792.014		17.072.689	10.096.066
49	8000344	Dijamant ad	15.439.436	971	397.795		21.063.811	8.062.575
50	17252941	Direktna trgovina doo	13.791.585	98	93.904		5.726.694	108.283
51	17184865	Koncern Farmakom MB doo	30.083.565	2.724	1.758.266		31.249.783	5.812.580
52	17079590	Beohemija doo	14.228.172	762	1.225.777		15.138.226	4.787.873
53	17164627	Tetra pak production doo	13.723.857	133	915.941		5.193.852	1.058.411
54	7517807	Phonix Pharma doo	13.916.989	384	280.528		11.438.500	1.855.685
55	20468122	FIAT automobili Srbija	13.319.490	937	555.567		40.449.709	30.994.318
56	8140391	Victoriaoil ad	13.305.098	253	808.898		13.600.473	2.308.062
57	17173006	Grand prom ad	21.669.577	730	358.888		11.885.216	5.894.684
58	20114169	ED Centar doo	12.994.694	1.049		435.434	18.498.957	10.263.263
59	20054182	JP Elektromreža Srbije Beograd	12.990.576	1.583	700.173		65.650.424	45.473.415
60	20481862	Veľefarm-VFB doo	12.341.359	374		12.281.361	18.063.094	
61	7102160	Henkel Merima doo	12.268.740	352	1.592.030		11.095.512	9.024.371
62	8756716	Tarkett doo	42.430.444	2.412	5.405.038		30.983.508	24.806.007
63	17172140	CT Computers doo	11.558.804	164	119.948		4.705.381	619.875

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
64	7044275	JAT Airways ad	12.142.317	1.531		3.885.598	18.644.447	
65	17518518	Intermol doo	11.440.888	571		428.125	8.063.437	3.258.166
66	20236426	Delta DMD doo	11.346.264	695	10.311		7.665.399	1.544.332
67	17492730	JT INT Marketing and Sales doo	11.340.444	139		184.505	3.909.555	
68	20220023	VIP mobile	11.291.784	616		11.357.850	76.215.851	
69	8207259	Univerexport doo	14.689.713	1.780	361.816		7.620.954	3.524.974
70	7606265	Impol Seval ad	11.145.924	709	200.884		6.825.054	1.587.122
71	8588759	IM Matijević	13.293.905	2.034	3.065.381		15.213.151	13.255.572
72	17480219	Jugohemija-farmacija doo	10.828.510	223		129.487	5.979.713	231.385
73	20133295	MK commerce doo	10.641.343	46	296.115		6.445.464	1.190.589
74	20193816	GEN - I doo	10.349.192	3	41.732		2.064.215	118.662
75	8276218	Unihemikom doo	10.424.554	256	114.268		11.330.171	2.002.199
76	8053529	HIP - Azotara doo	10.139.561	962		4.041.006	24.795.402	528.860
77	6933327	Petrobart doo	9.679.124	25	35.629		2.039.883	229.680
78	7606273	Valjaonica bakra Sevojno ad	9.561.055	1.159	40.056		11.413.805	5.234.460
79	7726325	Galenika ad	9.979.736	2.863		1.419.956	31.122.541	16.985.769
80	7244835	RTB Bor - Grupa	9.258.541	1.926		396.627	23.361.710	
81	20104155	Fertil doo	9.232.226	106	385.639		5.861.933	1.883.193
82	17408933	Farmalogist doo	9.228.729	366	149.882		5.849.546	1.311.801
83	17280554	SBB doo	9.454.259	804		3.455.585	23.811.714	3.335.691
84	7019734	SP Lasta	9.074.292	3.863	80.364		9.926.667	2.075.569
85	7022662	GSP Beograd	9.059.712	6.438		2.988.648	15.003.086	9.323.202
86	20426306	Telenor	11.528.077	118	135.870		1.128.883	146.168
87	8046930	Koncern Farmakom MB	8.902.643	657	548.130		8.362.502	1.464.794
88	7715226	HE Đerdap doo	8.854.554	1.049	337.776		126.224.865	114.323.892
89	17376845	Ball pakovanja Evropa	8.620.677	157	697.910		9.120.708	2.083.468
90	8028222	LaFrange BFC doo	8.015.698	393	2.353.871		9.521.173	9.521.173
91	17338480	Pharmaswiss doo	7.991.157	294	899.748		4.670.856	1.275.937
92	8684928	Carlsberg Srbija doo	9.395.825	563	124.587		8.082.215	4.987.406
93	8791546	Naftachem doo	7.710.374	38	216.212		1.493.764	697.869
94	6347673	Inter Kop doo	8.083.807	1.225	181.792		10.711.066	1.312.464
95	7162936	Koncern Bambi-Banat ad	7.502.272	1.104	378.450		6.704.474	3.379.630
96	7042728	Frikom ad	7.758.733	1.070		59.073	9.790.677	4.065.180
97	7051751	Jugoimport SDPR JP	8.542.279	423	571.568		18.646.839	3.815.233
98	17150286	Gorenje doo	7.582.794	62	177.850		3.291.066	1.001.113
99	8004617	Šećerana Crvenka ad	7.329.275	217	1.059.665		7.558.266	4.902.569
100	8827893	Agroglobe doo	7.639.731	135	314.285		6.709.037	842.010

Prilog 3. Prvih 100 kompanja u privredi Republike Srbije za 2011. godinu (u hiljadama din.)

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
1	20084693	NIS ad	192.428.213	9.650	40.601.667		232.702.669	87.586.665
2	20053658	JP EPS	126.122.708	466		4.858.022	392.367.022	274.285.723
3	17162543	Telekom Srbija ad	87.319.382	9.354	22.274.202		210.232.215	131.002.886
4	20084600	JP Srbijagas	74.184.142	1.123	1.251.861		136.114.876	38.130.840
5	07342691	US Steel Srbija doo	72.978.026	5.429		15.639.009	72.976.730	0
6	07802161	TENT doo	71.938.201	2.526	6.121.677		221.668.496	177.008.993
7	17569171	Delhaize Serbia doo	68.444.627	6.081		8.239.734	62.669.395	43.128.062
8	06886671	Mercator - S doo	53.003.645	4.093	2.163.231		50.516.002	25.941.684
9	06423566	IDEA doo	48.435.065	4.254		1.869.739	28.754.386	0
10	08038139	Elektrovodovina doo	47.505.846	2.487	527.287		97.313.987	77.060.619
11	17155903	YugiRosGaz ad	46.167.617	27	1.533.758		10.889.864	4.781.034
12	07524951	Lukoil Srbija ad	44.203.115	665		988.400	24.748.149	0
13	07005466	EDB doo	41.167.890	1.727		882.893	68.178.413	51.876.892
14	07788053	RB Kolubara doo	40.470.033	9.970	2.010.886		143.460.455	101.994.998
15	07152566	Elektrosrbija doo	39.468.897	3.415	2.828.082		131.368.424	105.659.387
16	20132248	JP Putevi Srbije	38.524.554	1.295	72.808		430.485.470	330.808.711
17	20147229	Telenor doo	37.866.103	1.117	4.671.235		53.228.746	19.416.304
18	08064300	HIP-Petrohemija ad	35.777.014	1.788		11.148.685	32.308.413	0
19	17321480	OMV Srbija doo	34.984.230	45	628.922		13.662.143	3.838.394
20	20105097	Victoria Logistic doo	32.890.722	317	42.970		22.710.791	1.187.854
21	17535439	Knez Petrol doo	31.283.056	218	250.088		3.425.659	669.658
22	20038284	AD Železnice Srbije	29.856.855	20.413	12.741.317		285.618.382	200.009.941
23	07777663	Mercata doo	26.311.976	325	572.118		4.325.865	641.495
24	07130562	RTB Bor Grupa	23.654.038	4.784	0	800.887	65.252.504	11.882.391
25	07040628	C - Market ad	24.356.571	3.418		184.946	17.472.732	5.897.701
26	17466461	Tigar Tyres doo	24.187.345	2.072	2.611.469		18.080.119	11.113.957
27	17482700	Metro Cash and Carry doo	24.136.430	1.644		162.204	14.512.088	7.116.945
28	07617003	PTP DIS doo	22.947.423	1.159	788.481		9.224.089	3.096.767
29	20114142	ED Jugoistok doo	22.648.498	2.189	198.406		69.259.529	42.901.351
30	07244851	RTB Bor	22.457.167	1.688		993.746	18.406.388	0
31	08762023	Veletabak doo	21.931.117	412	615.400		6.895.694	759.974
32	07020210	BG Elektrane	21.518.363	2.254		1.335.894	29.023.610	3.863.560
33	20051183	Sunoko doo	21.349.224	495	6.435.249		22.448.176	10.316.618
34	20114185	TE-KO Kostolac doo	21.193.900	3.346	4.608.695		130.326.572	99.580.909
35	08010536	Hemofarm ad	26.027.522	2.482		4.582.778	37.585.367	18.603.186
36	07462905	Coca - Cola HBC - Srbija doo	22.067.718	1.032	2.061.074		15.001.781	10.128.225
37	07461429	JP PTT Srbija	21.184.540	15.060	9.868.540		38.536.693	25.944.216
38	17304712	Nelt co doo	21.374.708	1.081	605.465		14.517.158	8.260.518
39	07517807	Phoenix pharma doo	21.735.536	513	499.078		15.608.478	2.357.743
40	17413333	EKO Serbia doo	19.544.860	41		745.663	8.527.853	88.672
41	07042701	Imlek ad	25.754.044	1.346	1.950.258		19.883.258	10.224.554
42	20193816	GEN - I doo	19.149.063	3	126.857		5.959.549	203.787
43	17184865	Koncern Farmakom MB doo	43.009.155	3.067	1.025.753		40.106.767	6.760.875
44	20236434	Delta Agrar doo	17.058.029	301	112.136		22.982.252	13.646.387
45	06731678	INVEJ ad	19.727.523	1.650	150.688		38.799.901	11.993.802
46	17520652	Energy financing team doo	16.494.915	47	1.803		317.740	167.022
47	08045577	Apatinska pivara doo	16.429.613	824	2.189.617		19.831.994	2.670.071
48	06933327	Petrobat doo	16.367.163	27	25.026		2.330.645	254.699
49	07319665	Philip Morris opertaion ad	15.527.353	509	852.607		18.576.633	11.509.543
50	07033982	Rudnap group ad	17.749.250	432	23.564		2.249.112	4.198.831
51	20220023	VIP mobile	15.277.182	919		2.489.655	78.999.152	0
52	20114169	ED Centar doo	15.043.193	1.037	254.659		41.030.037	29.386.508
53	08140391	Victorioail ad	14.851.564	266	1.141.643		11.527.178	2.513.488
54	20699825	Atlantic brands doo	14.377.969	326	455.028		7.017.318	460.308
55	20054182	JP Elektromreža Srbije Beograd	14.855.624	1.598	2.409.155		68.057.394	47.363.759
56	08000344	Dijamant ad	16.672.359	1.085	960.776		20.642.062	9.026.770
57	08588759	IM Matijević doo	16.565.318	2.242	3.460.135		17.549.197	15.605.342
58	17164627	Tetra Pak Production doo	13.535.915	135	880.785		4.648.028	1.023.255
59	17492730	JT International matrekting and saless	13.516.420	138		310.098	5.290.288	0
60	17252941	Direktna trgovina doo	13.453.828	90	44.972		7.029.856	98.255
61	17172140	CT Computers doo	13.349.721	163	160.633		4.541.670	780.508
62	17518518	Intermol doo	13.212.603	540	108.700		7.846.645	3.366.866
63	08756716	Tarkett doo	51.660.301	2.491	4.425.776		32.794.592	26.171.359

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
64	08207259	Univerexport doo	16.084.555	1.948	419.847		8.224.998	3.726.235
65	07244835	RTB Bor Grupa	12.732.727	2.017	176.249		27.765.050	0
66	08727988	Nafta ad	12.616.684	13	90.023		2.565.791	481.354
67	07102160	Henkel Srbija doo	12.513.437	460	1.033.654		9.164.835	6.925.040
68	08046930	Koncern Farmakom MB doo	12.373.006	700	228.654		7.763.927	1.282.207
69	08114072	Sojaprotein ad	15.157.420	715	1.217.420		19.805.191	13.002.855
70	17408933	Farmalogist doo	12.158.672	375	282.694		6.741.279	1.580.480
71	20133295	MK commerc doo	12.057.670	51	490.854		7.682.746	1.646.745
72	07044275	JAT Airways ad	12.245.150	1.517	0	3.191.180	19.332.795	0
73	20655364	Mozzart	12.022.754	1.880	407.687		813.411	441.894
74	07606265	IMPOL Seval ad	11.185.003	717	465.878		7.553.408	2.070.585
75	08791546	Naftachem doo	11.086.826	40	190.226		2.594.841	1.506.072
76	06347673	Inter-kop doo	11.204.174	1.264	178.645		12.476.919	1.371.049
77	08053529	HIP-Azotara doo	10.693.206	980		6.888.774	32.298.991	0
78	07022662	GSP Beograd	10.567.916	6.367		1.808.280	14.936.132	8.133.524
79	17432826	RTB Invest doo	10.468.706	3	8.733		1.942.734	14.344
80	17280554	SBB doo	11.237.929	864	353.082	0	24.457.397	3.348.911
81	08245207	Swisslion Group doo	10.216.801	567	102.572		2.602.608	1.773.664
82	20447494	Sirmiul Steel doo	9.946.397	198	90.010		3.744.797	1.182.631
83	08827893	Agrolobe doo	10.396.625	144	670.194		7.128.311	1.412.639
84	20104155	Fertil doo	9.702.509	109	714.928		4.055.078	1.091.312
85	07156332	Putevi ad	9.471.269	1.738	177.862		11.470.795	1.602.723
86	07019734	SP Lasta ad	9.962.213	4.288	173.315		10.742.675	2.436.803
87	20699701	RUS.-SERB. Trading co ad	9.339.830	3	153.438		2.500.442	154.484
88	07606273	Valjaonica bakra Sevojno	9.363.095	1.157	343.078		10.883.058	5.243.901
89	20743662	EFT trade doo	9.140.992	9	45.972		7.479.672	46.020
90	08272573	Deneza M Inženjering doo	9.147.020	498	251.987		4.196.379	260.148
91	17376845	Ball Pakovanja Evropa	9.030.144	188	314.575		10.094.215	2.606.624
92	07269609	Fabrika bakarnih cevi ad	8.988.709	398		14.862	4.245.329	571.579
93	08684928	Carlsberg Srbija doo	10.898.305	537	465.795		8.784.769	5.453.018
94	20426306	Telenor doo	11.774.360	91	126.682		977.706	88.525
95	20236426	Delta DMD doo	8.930.526	539	4.723		6.528.957	2.441.449
96	07715226	HE Đerdap doo	8.903.578	1.010	8.768.152		231.591.844	208.040.369
97	29500673	Orranak Porr Bau	8.839.048	89	828.399		4.018.525	1.232.424
98	17173006	Grand prom doo	20.135.458	667	707.081		17.169.110	620.050
99	07627645	Elixir Group doo	9.803.323	317	398.096		6.079.679	3.173.756
100	07593252	Agromarket doo	10.353.141	593	1.115.460		8.563.024	5.849.772

Prilog 4. Prvih 100 kompanja u privredi Republike Srbije za 2012. godinu (u hiljadama din.)

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
1	20084693	NIS ad	230.070.824	7.577	49.456.516		295.431.697	137.003.161
2	20053658	JP EPS	127.716.084	477		2.395.375	414.885.109	270.596.468
3	17162543	Telekom Srbija ad	88.546.715	9.061	11.251.155		202.409.744	100.005.817
4	17569171	Delhaize Serbia doo	73.581.161	6.356	1.859.067		67.893.237	49.933.863
5	7802161	TENT doo	69.249.715	2.532		1.854.850	194.690.708	138.102.836
6	20084600	JP Srbijagas	68.484.450	1.170		35.117.198	131.670.521	1.363.754
7	6886671	Mercator - S doo	59.721.417	4.456		382.028	54.132.527	15.552.294
8	6423566	IDEA doo	52.613.138	4.262		3.944.972	27.610.064	7.332.724
9	8038139	Elektrovojvodina doo	47.998.326	2.457	302.139		85.096.735	62.575.486
10	7524951	Lukoil Srbija ad	45.302.952	301		3.056.214	28.343.576	
11	7005466	EDB doo	43.420.092	1.716		79.279	60.978.481	41.937.911
12	20147229	Telenor doo	41.177.309	1.131	10.580.559		43.288.419	29.996.863
13	20105097	Victoria Logistic doo	40.904.658	334		2.600.153	23.918.616	1.155.843
14	20468122	FIAT automobili Srbija	40.849.073	1.798		221.913	145.308.338	22.668.039
15	17535439	Knez Petrol doo	40.378.795	364	288.593		4.379.299	862.370
16	7788053	RB Kolubara doo	39.105.807	9.923		3.889.734	125.586.978	76.772.380
17	7152566	Elektrosrbija doo	38.839.625	3.384		817.900	112.110.414	82.952.119
18	17321480	OMV Srbija doo	38.223.907	43		538.663	14.029.406	3.298.238
19	7130562	RTB Bor Grupa	32.817.217	127	224.809		57.985.115	8.889.935
20	7024584	Interkomerc ad	31.959.655	180	522.682		23.684.249	9.643.145
21	17155903	YugiRosGaz ad	31.809.539	27	997.335		16.436.872	4.888.223
22	7244851	RTB Bor	29.592.858	1.678	245.939		19.302.689	
23	20699701	RST Corporation ad	29.457.851	4	1.096.430		3.597.427	1.097.476
24	20743662	EFT trade doo	28.761.498	45	61.218		1.441.632	61.266
25	20132248	JP Putevi Srbije	28.714.657	1.318		7.851.362	462.502.726	347.387.297
26	17079590	Beohemija doo	28.455.808	487	544.305		19.856.315	2.933.282
27	7462905	Coca - Cola HBC - Srbija doo	28.216.517	873	1.821.517		13.453.362	8.228.940
28	17304712	Nelt co doo	27.464.953	1.240	980.440		15.401.222	8.647.743
29	7777663	Mercata doo	26.972.361	322	769.344		4.747.361	771.946
30	17466461	Tigar Tyres doo	26.113.873	2.067	2.758.621		19.720.613	13.872.578
31	7040628	C - Market ad	25.257.318	3.448		502.875	12.974.561	2.738.570
32	20038284	AD Železnice Srbije	25.217.546	18.462		16.608.502	279.729.303	210.552.690
33	8010536	Hemofarm ad	25.055.310	1.688	2.790.789		36.327.980	17.199.812
34	20193816	GEN - I doo	25.018.528	3	134.463		3.539.349	211.393
35	8762023	Veletabak doo	24.754.992	419	1.159.315		8.917.261	1.301.273
36	17184865	Koncern Farmakom MB doo	24.742.633	518	155.660		32.496.868	6.740.264
37	17482700	Metro Cash and Carry doo	24.692.987	1.578		203.280	13.679.975	7.838.908
38	7617003	PTP DIS doo	24.505.109	1.210	903.772		11.229.966	3.786.854
39	7020210	BG Elektrane	24.036.171	2.238	362.190		31.687.534	4.156.963
40	20114142	ED Jugoistok doo	23.545.869	2.159		1.028.336	60.363.452	30.519.682
41	7461429	JP PTT Srbija	21.781.921	15.065	1.243.341		34.214.120	24.058.356
42	20236434	Delta Agrar doo	21.711.323	290	362.132		23.737.829	13.435.697
43	7342691	Železara Smd (US Steel Srbija doo)	21.301.545	5.225		3.214.114	21.301.545	16.416.326
44	7042701	Imlek ad	21.274.266	828	2.670.444		23.749.568	10.594.382
45	7517807	Phoenix pharma doo	21.222.134	464	447.217		14.295.614	3.892.729
46	20051183	Sunoko doo	20.705.865	471	6.077.056		25.927.396	13.261.609
47	20114185	TE-KO Kostolac doo	20.613.862	3.311		3.787.027	115.314.845	73.900.781
48	20220023	VIP mobile	19.430.122	951		8.302.342	85.778.845	
49	8140391	Victoriaoil ad	19.017.040	304	1.769.391		15.776.529	5.356.176
50	17432826	RTB Invest doo	18.534.073	3	1.860		1.602.074	16.204
51	7319665	Philip Morris opertaion ad	18.438.685	404	325.933		16.281.398	11.741.260
52	20699825	Atlantic brands doo	18.424.314	326	427.825		6.501.486	888.133
53	17518518	Intermol doo	18.067.160	540		515.261	9.958.138	2.851.604
54	20133295	MK commerc doo	17.981.736	61	783.105		10.024.971	2.135.229
55	17413333	EKO Serbia doo	17.931.377	41		554.673	8.528.652	
56	8791546	Naftachem doo	17.870.702	44	236.313		3.578.321	1.755.515
57	7244835	RTB Bor Grupa	17.694.017	20.192	1.860.674		29.484.224	
58	8588759	IM Matijević doo	17.585.486	1.553	2.186.944		14.619.945	10.774.876
59	17252941	Direktna trgovina doo	17.503.775	89	69.562		10.056.910	122.208
60	8000344	Dijaman ad	16.411.177	720	1.537.806		20.634.626	9.360.773
61	17164627	Tetra Pak Production doo	16.080.278	139	1.829.953		5.039.767	1.972.423
62	6933327	Petrobat doo	16.076.035	29	35.117		3.047.429	277.178
63	8756716	Tarkett doo	15.470.592	729	9.770.211		16.888.002	14.606.703

Redni br.	MB	Naziv pravnog lica	Poslovni prihodi	Broj zaposlenih	Neto dobitak	Neto gubitak	Ukupna aktiva	Kapital
64	8045577	Apatinska Pivara doo	15.437.484	820	1.132.510		20.273.270	5.071.510
65	17540602	Roaming electronics doo	15.341.786	37	367.078		5.175.200	1.644.694
66	17408933	Farmalogist doo	15.334.306	400	360.397		8.759.547	1.940.877
67	20054182	JP EMS Beograd	14.973.087	1.361	880.754		68.767.984	46.793.586
68	8114072	Sojaprotein ad	14.945.270	408	689.000		20.838.009	12.449.372
69	7156332	Putevi ad	14.930.584	1.969	4.321		15.453.054	1.613.632
70	6731678	INVEJ ad	14.880.079	210	18.511		29.668.260	2.510.482
71	20655364	Mozzart	14.662.430	1.963	494.853		1.321.095	555.180
72	17172140	CT Computers doo	14.620.394	146	61.711		4.755.229	718.218
73	20447494	Sirmiul Steel doo	14.290.246	247		215.195	5.355.893	970.746
74	8064300	HIP-Petrohemija ad	14.123.530	1.796		12.368.823	44.899.075	
75	20114169	ED Centar doo	13.913.853	1.037		584.708	34.972.852	21.306.374
76	7102160	Henkel Srbija doo	13.894.984	444	1.343.457		8.033.487	5.798.318
77	8207259	Univerexport doo	12.872.066	1.282	369.452		6.643.923	2.786.204
78	8827893	Agroglobe doo	13.591.897	110	540.011		8.817.538	2.068.438
79	20418753	Agrotrading doo	13.586.629	26	221.309		4.900.723	925.851
80	7044275	JAT Airways ad	13.574.085	1.243		3.680.760	22.968.219	
81	17280554	SBB doo	12.508.524	897		1.089.600	21.941.974	
82	17314157	VALY doo	12.379.968	2.128	80.418		12.564.493	8.785.421
83	7022662	GSP Beograd	12.317.311	6.166		2.071.307	19.977.769	12.994.558
84	17376845	Ball Pakovanja Evropa	12.263.369	186	1.138.598		12.060.108	3.752.122
85	7606265	IMPOL Seval ad	11.870.743	581	399.143		8.492.692	2.482.621
86	7593252	Agromarket doo	11.511.396	259	1.409.482		7.001.523	4.160.670
87	20624027	YURA corp doo	11.252.948	4.437	1.152.681		7.791.399	1.256.462
88	8046930	Koncern Farmakom MB doo	11.180.178	722	34.479		11.247.727	729.755
89	7033982	Rudnap group ad	11.098.675	64	11.623		17.535.500	4.565.729
90	8053529	HIP-Azotara doo	10.891.280	983	72.345		34.875.959	1.856.293
91	17206303	GP Auto Shop doo	10.608.131	178	200.237		6.432.675	686.935
92	17419323	Inperial tobacco scg doo	10.601.960	58		698.152	9.180.452	728.949
93	20052694	Štampa sistem	10.561.218	1.777		670.323	7.643.489	
94	7606273	Valjaonica bakra Sevojno	10.437.771	1.057		133.422	12.313.379	5.965.290
95	8684928	Carlsberg Srbija doo	10.424.154	527	873.099		9.452.061	5.689.562
96	20150335	Beohemija Inhem doo	10.311.141	249	241.374		7.901.203	5.085.880
97	7019734	SP Lasta ad	10.286.720	3.637		42.521	11.445.629	2.110.724
98	20104155	Fertil doo	10.178.771	109	3.051.771		7.114.777	3.700.083
99	7042728	Frikom ad	9.912.977	981	474.733		10.310.306	5.671.728
100	20683767	Basemi Šabac	9.829.268	33	42.481		3.806.095	2.744