

UNIVERZITET SINGIDUNUM
DEPARTMAN ZA POSLEDIPLOMSKE STUDIJE

MASTER RAD

PREDMET: LIDERSTVO I UPRAVLJANJE PROMENAMA

TEMA: UTICAJ LIDERSTVA NA FINANSIJSKU USPEŠNOST
AKVIZICIJA I MERDŽERA U SAVREMENIM
KOMPANIJAMA

MENTOR:
Prof. dr Branislav Mašić

STUDENT:
Marina Matijašević
M9493/08

Beograd, 2010.

SADRŽAJ

1. Uvod.....	1
1.1. Predmet i polazišta i istraživanja.....	1
1.2. Značaj i aktuelnost istraživanja.....	2
1.3. Cilj istraživanja.....	3
1.4. Hipoteze istraživanja.....	3
1.5. Metode istraživanja.....	4
1.6. Struktura rada.....	4
2. Merdžeri i akvizicije	5
2.1. Definisane merdžera i akvizicija.....	7
2.2. Razlozi zbog kojih kompanije koriste strategije akvizicija i merdžera.....	7
2.3. Osnove i procedure projektovanja akvizicija i merdžera.....	9
2.4. Finansiranje integracija.....	13
2.5. Eksperti za integracije.....	20
2.6. Vrste integracija.....	21
2.7. Aktivne mere od preuzimanja.....	25
2.8. Problemi u ostvarivanju uspeha akvizicija i merdžera i načini da se oni izbegnu.....	27
3. Finansijski aspekt merdžera i akvizicija.....	28
3.1. Specifičnosti finansijske analize strategija spajanja i pripajanja preduzeća.....	29
3.2. Finansijski pokazatelji i odluka o realizaciji merdžera i akvizicija....	30
3.3. Transakcioni troškovi strategija spajanja i pripajanja preduzeća.....	34
3.4. Vrednovanje preduzeća-kandidata za pripajanje.....	35
4. Uloga finansijskih konsultanata u procesima merdžera i akvizicija.....	39
5. Efikasnost i ekonomske performanse merdžera i akvizicija.....	41
5.1. Efekti merdžera i akvizicija na profitabilnost i stopu rasta preduzeća.....	43
5.2. Efekti merdžera i akvizicija na kretanje cena akcija firmi prodavca i kupca.....	44
5.3. Efekti merdžera i akvizicija na investicionu, istraživačko razvojnu aktivnost i tehnološke promene.....	46
6. Poslovanje u Srbiji, a i šire u pogledu investiranja, akvizicija i merdžera i uloga Privredne Komore Srbije.....	47
6.1. Privredna Komora Srbije.....	47
6.2. Primeri akvizicija i merdžera u Srbiji i u svetu.....	49

6.3. Globalizacija kao posledica integracija i uloga lidera.....	54
7. Liderstvo.....	55
7.1. Definisanje liderstva.....	55
7.2. Ključne aktivnosti liderstva.....	57
7.3. Savladavanje prepreka ka promenama i efikasno korišćenje moći.....	59
7.4. Pristup liderstvu kao skupu tri veštine.....	61
7.5. Emocionalna inteligencija – ključna osobina lidera.....	62
7.5.1. Emocionalna inteligencija i potencijalni nedostaci.....	65
7.5.2. Ostale poželjne osobine ličnosti lidera.....	66
7.6. Razvoj organizacije koja „uči“.....	71
7.7. Kreiranje etički ispravnog poslovanja u organizaciji u vremenu stalnih promena.....	75
7.7.1. Značaj etike za liderstvo.....	77
8. Zaključak.....	79
Literatura.....	82

LIDERSTVO I PROGRAMI AKVIZICIJA I MERDŽERA U SAVREMENIM KOMPANIJAMA

1. UVOD

Danas u vremenu globalizacije, jake konkurencije, vremenu digitalne ekonomije, internet ekonomije, ekonomije znanja, u dobu neizvesnosti i sve bržih, kompleksnijih promena, samo preduzeća spremna da se menjaju mogu da računaju na opstanak na tržištu i dalji prosperitet. Što su promene dinamičnije to je za preduzeća značajnije ne samo da se prilagođavaju okruženju već i da anticipiraju promene i deluju proaktivistički. Prema Džon Koteru tipične metode transformacija koje preduzeća mogu da primene jesu:¹

1. Reinženjering
2. Restruktuiranje
3. Programi kvaliteta
4. Merdžeri i akvizicije
5. Promene kulture.

Ako govorimo konkretno o akvizicijama i merdžerima, o čemu će kasnije biti reči, neophodno je pomenuti da ovakve pojave zasigurno na prvom mestu zahtevaju da integrisanjem kompanije takođe i ljudi koji rade u kompanijama budu skloni promenama, jer ne može se da integrisati kompanija ako se i čovek ne menja. Ta agresivna politika akvizicije koju kompanije sprovode već dosta godina jeste osnovni pokretač da se čovek u svojoj organizaciji vrlo dinamično menja. Upravo je liderstvo (leadership) jedna od osnovnih uloga koju ljudi u organizacijama, odnosno menadžeri, treba da imaju. Naglasak je na sposobnostima menadžera koji upravljaju poslovanjem kompanije na nivou jedne države da budu istinske vođe, lideri u pravom smislu te reči, uvek spremni da idu u korak sa promenama. To, između ostalog, znači da oni svojim saradnicima postavljaju veoma visoke ciljeve, baš kao što ih kompanije postavljaju njima. Ciljevi su uvek mnogo visoki i služe kao motivišući faktor da osoba ide napred. U skladu sa svim navedenim organizacija koja opstaje jeste organizacija koja na osnovu filozofije, funkcije i forme liderstva, kao i na osnovu vizije i vrednosti, menja strategiju, strukture i sisteme organizacije.

1.1. Predmet i polazišta istraživanja

Promene su nužne onda kada postoji nesklad između stvarnih i željenih događaja. Ako govorimo konkretno o liderstvu, akvizicijama i merdžerima u savremenim kompanijama, što je i predmet našeg istraživanja, polazilo se od činjenice da se sve više kompanija u svetu odlučuje na programe merdžera i akvizicija, što zahteva od ljudi u tim kompanijama da budu skloni promenama, odnosno da liderstvo bude jedna od osnovnih uloga koju ljudi u organizacijama imaju jer se kompanija ne može integrisati ako se i čovek ne menja. Naglasak je na sposobnostima menadžera koji upravljaju poslovanjem kompanije na nivou jedne države da budu istinske vođe, lideri u pravom smislu te reči, uvek spremni da idu u

¹ Kotter, P. J., *Vođenje promena*, Želnid, Beograd, 2001., str.19.

korak sa promenama. Osnovno polazište našeg istraživanja predstavlja nekoliko ključnih pitanja koja su detaljno razrađena u okviru radu:

- Razlozi zbog kojih se kompanije odlučuju na programe akvizicija i merdžera?
- Koji se problemi javljaju prilikom sprovođenja programa akvizicija i merdžera?
- Kakva je tendencija rasta programa akvizicija i merdžera, kako u svetu, tako i kod nas?
- Koliko je neophodan liderski pristup prilikom sprovođenja programa akvizicija i merdžera u savremenim kompanijama, a pri tom koje su poželjne osobine ličnosti lidera?

S obzirom na to da je tema ovog rada „Uticaj liderstva na finansijsku uspešnost akvizicija i merdžera u savremenim kompanijama“, poseban akcenat biće stavljen na finansijski aspekt merdžera i akvizicija.

Traganje za odgovorima na ova pitanja bila su neposredni povod za izbor predmeta istraživanja.

1.2. Značaj i aktuelnost istraživanja

Istraživanjem je ukazano na prednosti i nedostatke programa akvizicija i merdžera. Rečeno je koliko su naša preduzeća tek na početku sprovođenju takvih programa i kako bi preduzeća u Srbiji trebala da primene pozitivna iskustva preduzeća iz razvijenih zemalja i da se uče na njihovim uspešnim primerima. Međutim, ono što je, možda, još i bitnije jeste da dobro prouče i njihove greške, jer je mnogo bezbolnije učiti na tuđim greškama, nego na svojim.

Takođe prilikom istraživanja ukazano je na značaj liderskog pristupa i osobine koje bi lider trebao da poseduje kada je u pitanju program akvizicije i merdžera i njegovo sprovođenje, zbog čega običan menadžer mora da ovlada mnogim liderskim veštinama i osobinama kako bi adekvatno odreakovao u bilo kojoj situaciji i "opstao" u novom okruženju, kako on tako i njegova organizacija. Posebno se to odnosi na našu zemlju, jer prilično mali procenat menadžera kod nas razmišlja strateški, što ne sme da se desi ukoliko govorimo o merdžerima i akvizicijama kompanija. Odluke se donose bez prethodno kreirane jasne vizije, a problemi od krucijalne važnosti za preduzeće se rešavaju površno i u hodu, bez spremnosti na promene.

Većina menadžera smatra da upravljanje promenama nije njihova jača strana. U anketi sprovedenoj među 350 viših menadžera u 14 različitih industrija, 68 posto njih potvrdilo je da su se njihove kompanije suočavale sa nepredviđenim problemima u procesu uvođenja promena. Osim toga, istraživanje je pokazalo da 70 posto organizacijskih promena doživi neuspeh, te da se takve promene često mogu dovesti u vezu sa neučinkovitim rukovođenjem.

1.3. Cilj istraživanja

Upravo zbog navedenog stanja koje se ogleda u tome da se programi akvizicija i merdžera u našoj zemlji pojavljuju tek poslednjih nekoliko godina, kao i sam značaj liderstva u okviru tih programa, te da su malobrojni i nedovoljno zastupljeni u domaćoj stručnoj literaturi, naučni cilj ovog rada je u pružanju skromnog doprinosa u njihovom istraživanju, kao i na ukazivanju na potrebu njihove intenzivnije i svestranije naučne obrade.

Usled malobrojnosti programa akvizicija i merdžera, kao i leaderskog potencijala usled sprovođenja istih, neophodno je ukazati na nužnost i potrebu povećanja njihovog broja i aktivnijeg prisustva na tržištu Republike Srbije, što bi predstavljalo i društveni cilj rada.

1.4. Hipoteze istraživanja

U istraživanje polazimo sa sledećom generalno hipotetičkom tvrdnjom: Lideri u globalnim uslovima poslovanja vrlo često koriste kao strategiju eksternog rasta akvizicije i merdžere.

Našu generalno hipotetičku tvrdnju operacionalizujemo preko sledećih posrednih hipoteza:

- Integracija (merdžer) je kombinacija dve kompanije u kojoj ostaje samo jedna kompanija, ona kompanija koja se integrisala prestaje da postoji.
- Osnovni razlog za akvizicije jeste postizanje veće tržišne moći, koja se izvodi iz veličine kompanije, njenih resursa i sposobnosti da se takmiči na tržištu.
- Projektovanje fuzija i akvizicija se zasniva na razvojnoj strategiji preduzeća, koja treba da da odgovor kakve su razvojne mogućnosti kompanije u datom tržišnom okruženju.
- Svaka kompanija koja želi da se razvija kroz akviziciju ili merdžer mora da proceni svoje finansijsko stanje, svoje jake i slabe strane, treba da sprovede detaljnu analizu novih tržišta i institucija koje bi se mogle preuzeti, da pažljivo utvrdi cenu za ciljnu kompaniju.
- Nakon izvršene fuzije ili akvizicije očekuje se da se dođe do stvaranja dodatne vrednosti, što je i cilj vlasničkih promena.
- Merdžeri i akvizicije, izazivaju velike promene u organizaciji, što implicira odnosno zahteva i promene ljudi, a upravo liderstvo uključuje lidera i zaposlene kojima treba omogućiti da učestvuju u promenama i da imaju osećanje da su značajni u njihovom ostvarivanju.
- Lider je onaj koji može da vodi organizaciju u današnjem turbulentom okruženju, i on je čovek koji može uspešno da se nosi sa promenama.
- U svetu intenzivnih promena, onaj ko se drži jednog uvreženog načina mišljenja ne može da prosperira. Stalne promene, transformacionog, ali i inkrementalnog karaktera, inovacije i znanje jesu i moraju biti put ka uspehu.

1.5. Metode istraživanja

U istraživanju ćemo primeniti osnovne analitičke i osnovne sintetičke metode. Od opšte naučnih: hipotetičku, deduktivnu i komparativnu, a od metoda i tehnika prikupljanja podataka: analizu studije slučaja.

1.6. Struktura rada

Pored uvoda i zaključka, rad se sastoji iz četiri poglavlja.

U prvom poglavlju pod nazivom ***Merdžeri i akvizicije*** definisaćemo značenje programa akvizicija i merdžera, kao i probleme u ostvarivanju uspeha akvizicija i merdžera i načine da se oni izbegnu. Navešćemo razloge zbog kojih kompanije koriste strategije merdžera i akvizicija. Ukazaćemo na to šta predstavlja osnovu za projektovanje akvizicija i merdžera i koje se procedure pri tom koriste. U okviru ovog poglavlja obradićemo i načine na koje se mogu finansirati poslovi integrisanja, kao eksperti koji su neophodni u programima integracija i koje vrste integracija postoje.

Drugo poglavlje rada pod nazivom ***Finansijski aspekt merdžera i akvizicija*** obuhvata: Specifičnosti finansijske analize strategija spajanja i pripajanja preduzeća, zatim finansijske pokazatelje i odluke o realizaciji merdžera i akvizicija, kao i transakcione troškove strategija spajanja i pripajanja preduzeća. U okviru ovog poglavlja, analiziraćemo i vrednovanje preduzeća-kandidata za pripajanje, kao i ulogu finansijskih konsultanata u procesima akvizicija i merdžera i efikasnost i ekonomske performanse merdžera i akvizicija.

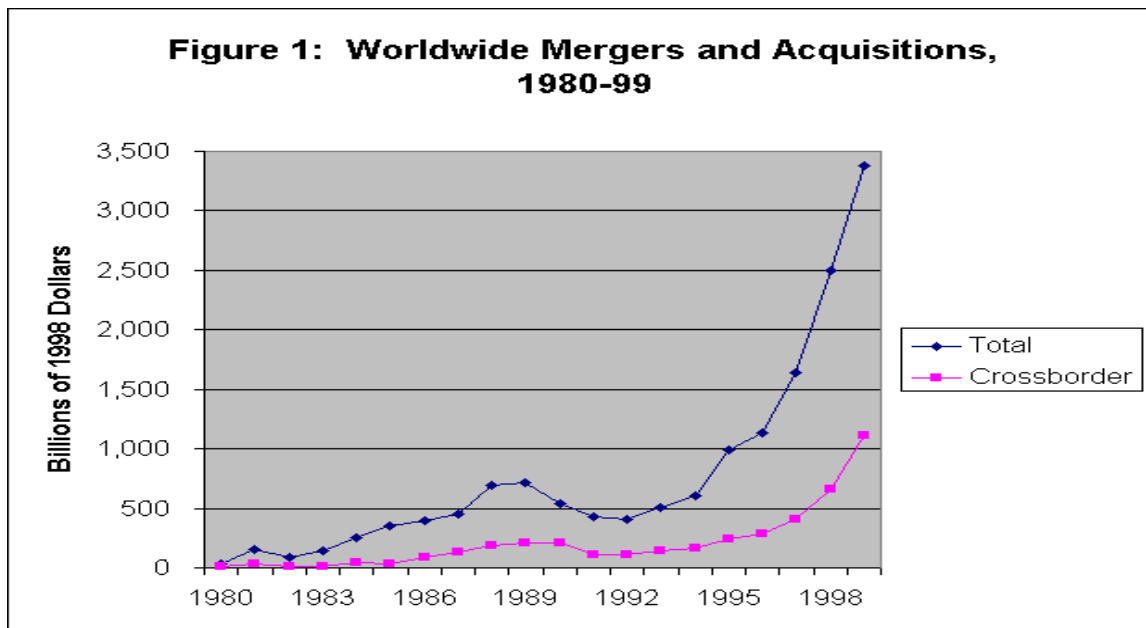
Treće poglavlje rada pod nazivom ***Poslovanje u Srbiji, a i šire u pogledu investiranja, akvizicija i merdžera i uloga Privredne Komore Srbije*** posvećeno je definisanju Privredne Komore Srbije, objašnjenju njenih zaduženja kao i njenog poslovanja. U okviru ovog poglavlja predstavimo primere akvizicija i merdžera kako u Srbiji, tako i u svetu.

U četvrtom poglavlju rada pod nazivom ***Liderstvo*** definisaćemo sam pojam liderstva i ukazaćemo na ključne aktivnosti lidera koje mu omogućavaju savladavanje prepreka ka promenama i efikasno korišćenje moći. Poseban akcenat u ovom poglavlju jeste na osobinama koje lider treba da poseduje, kao i veštine kojima mora da ovlada. U ovom poglavlju ćemo ukazati na važnost leaderskog pristupa prilikom kreiranja etički ispravnog poslovanja u organizaciji u vremenu stalnih promena.

Na kraju rada data je korišćena literatura i prilozi.

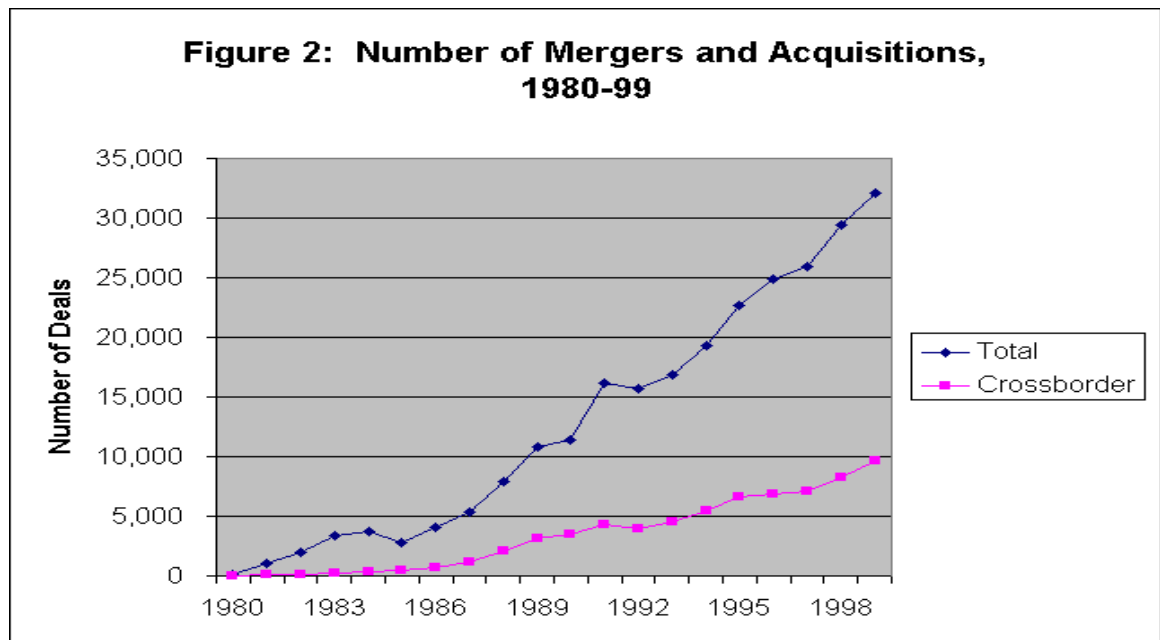
2. MERDŽERI I AKVIZICIJE

Kada je reč o merdžerima i akvizicijama u svetu oni se kao pojava javljaju još krajem IX veka. Pri tome, njihov istorijski razvoj se objašnjava kroz pet takozvanih talasa integracija. Ovi talasi se međusobno razlikuju po oblicima merdžera i akvizicija koji su preovladavali u datim periodima, motivima njihovog nastanka, načinu finansiranja kao i uslovima u okruženju u kome se dešavaju. Pregled akvizicija i merdžera u svetu u periodu 1980-1999 godine, može se videti na sledećim grafikonima (grafikon 1 i 2):



Grafikon br. 1 Vrednost svetskih merdžera i akvizicija 1980-1999.²

² Internet <http://www.globalpolicy.org/soecon/tncs/tables.htm>



Grafikon br. 2 Broj svetskih merdžera i akvizicija 1980-1999.³

Na bazi prezentovanih grafikona uočava se da u periodu od 1980. do 1999. godine broj merdžera i akvizicija značajno raste. Te se sa 33.6 milijardi u 1980. godini vrednost ukupno ostvarenih merdžera i akvizicija povećala na 3,375.5 milijardi u 1999. Dok se broj ukpnih merdžera i akvizicija popeo sa 94 na 32,088. Kada je reč o međunarodnim merdžerima i akvizicijama njihova vrednost je porasla sa 6.1 u 1980. godini na 1,113.2 milijardi u 1999. A broj međunarodnih merdžera je povećan sa 14 na 9,655.⁴

Međutim, početkom 2001. godine broj i vrednost merdžera i akvizicija je naglo opao, kao posledica recesije, korporativnih skandala i pada na tržištu akcija. U 2002. godini vrednost merdžera i akvizicija u SAD-u je bila najniža, da bi od te godine počela polako da raste. S tim, da se ne očekuje da će vrednost i broj akvizicija u skorije vreme dostići nivo iz 1999. i 2000. godine. Razlozi za porast merdžera i akvizicija u periodu od 2002. do 2005. godine jesu:⁵ Jaka ekonomija i rastući korporativni profiti podigli su cene akcija i gotovinu. Zatim, slab dolar učinio je američku imovinu atraktivnijom za druge zemlje. Na primer, Euro koji je vredeo samo 80 centi 1999. početkom 2005. vredi 1.25 \$. Ovo čini američke kompanije relativno jeftinim za evropske kompanije zainteresovane za preuzimanje. I kao treći razlog strožiji upravljački standardi su iziskivali od izvršnih direktora i odbora direktora sa slabijim rezultatima da razmotre i netražene ponude za akviziciju. U suštini izvršni direktori i članovi odbora su manje zaštićeni odbrambenim mehanizmima poput zelene pošte, otrovnih pilula i zlatnih padobrana. Sve navedeno, dovodi do ponovnog jačanja značaja merdžera i akvizicija u svetu.

³ Internet <http://www.globalpolicy.org/socecon/tncs/tables.htm>

⁴ Internet <http://www.globalpolicy.org/socecon/tncs/tables.htm>

⁵ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic Management*, McGraw-Hill Irwin, 2007., str.218.

U našoj zemlji akvizicije u većoj meri i merdžeri u nešto manjoj dobijaju na značaju tek poslednjih godina paralelno sa odvijanjem procesa tranzicije i privatizacije kako malih i srednjih preduzeća tako i velikih i značajnih kompanija poput Beočinske cementare, Knjaza Miloša, Apatinske pivare i drugih, čiji je proces privatizacije i medijski bio u velikoj meri praćen. Ovo su tek prvi početni koraci za našu privredu i preduzeća, a s obzirom na naš cilj pridruživanje Evropskoj uniji, veoma je bitno u svakom segmentu poslovanja usvojiti pozitivna iskustva kako teorijska tako i praktična zemalja koje su u razvoju ispred nas. S toga je lakše bazirati se na teorijska i praktična saznanja vezana za akvizicije i merdžere koja se u svetu razvijaju i obogaćuju više od jednog stoleća.

2.1. DEFINISANJE MERDŽERA I AKVIZICIJA

Integracija (merger) je kombinacija dve kompanije u kojoj ostaje samo jedna kompanija, a ona kompanija koja se integrisala prestaje da postoji.⁶ Kompanija koja je izvršila akviziciju, integracijom preuzima imovinu i obaveze apsorbovane kompanije. Ovaj tip integracije ponekad se naziva i statusna integracija (statutory merger). Postoji i supsidijarna integracija (subsidiary merger) za koju se kaže da je integracija dve kompanije u kojoj ciljna kompanija postaje ogranak ili deo ogranka matične kompanije. Potrebno je pomenuti i obrnutu supsidijarnu integraciju (reverse subsidiary merger), ogranak, tj. deo korporacije kupca se integriše u ciljnu kompaniju.

Kako postoji termin konsolidacija (consolidation) koja je spoj dve ili više kompanija udruženih radi formiranja jedne potpuno nove kompanije, potrebno je napraviti razliku između termina konsolidacija i termina integracije i to pomoću određenih formula, najprostijeg načina kako uočiti razliku. Formula $A+B = A$ odnosi se na integracije, gde je kompanija B integrisana u kompaniju A i takvim pripajanjem prestaje da postoji, a konsolidacija podrazumeva primenu formule $A + B = C$, gde je C potpuno nova kompanija nastala od kompanija A i B.

Još jedan termin koji se koristi da bi se ukazalo na različite vrste transakcija je preuzimanje (takeover). Ovaj termin je dosta neodređen i ponekad se odnosi samo na neprijateljske (unfriendly) transakcije; s druge strane upotrebljava se često kombinovano i za prijateljske (friendly) i neprijateljske integracije.⁷

2.2. RAZLOZI ZBOG KOJIH KOMPANIJE KORISTE STRATEGIJE AKVIZICIJA I MERDŽERA

S obzirom na činjenicu da su strategije akvizicije i merdžera vrlo često primenjivane značajno je ukazati na osnovne razloge, odnosno motive za njihovu primenu. Prema Hittu moguće je identifikovati nekoliko najvažnijih razloga za korišćenje strategije akvizicija:⁸

⁶ Patric A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2007., str. 24.

⁷ Patric A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2007., str. 25.

⁸ Hitt A. M., Irleand D. R., Hoskisson, E. R., *Strategic Management*, Thomson South-Western, 2003., str. 223.

1. Rast tržišne moći
2. Prevazilaženje ulaznih barijera
3. Troškovi razvoja novih proizvoda i rastuća brzina na tržištu
4. Manji rizik u poređenju sa razvojem novih proizvoda
5. Rastuća diverzifikacija
6. Izbegavanje prekomerne konkurencije
7. Učenje i razvijanje novih sposobnosti.

Osnovni razlog za akvizicije jeste postizanje veće tržišne moći, koja se izvodi iz veličine kompanije, njenih resursa i sposobnosti da se takmiči na tržištu. Povećanje tržišnog udela i snage na tržištu može proizaći iz integracije direktnih rivala (horizontalne integracije), kao i želja za sopstvenim izvorima snabdevanja, nižim transakcionim troškovima, potrebe za specijalizovanim inputima (motivi za vertikalne integracije). Suočavanjem sa ulaznim barijerama u vidu postignute ekonomije obima i diferenciranih proizvoda, kompanija koja želi da uđe na novo tržište može zaključiti da je akvizicija već pozicionirane kompanije na datom tržištu efektivniji način za osvajanje tržišta, nego ulazak sa novim proizvodom ili uslugom koji su nepoznati postojećim kupcima. Akvizicije, takođe, mogu biti povoljniji način za kompaniju da dođe do novih proizvoda, jer omogućuju predvidljiviji povrat uložених sredstava i brži ulazak na tržište, u poređenju sa internim razvojem novih proizvoda, koji zahteva mnogo vremena i sredstava. Sem toga rezultati akvizicije se mogu lakše i tačnije proceniti nego rezultati razvoja novog proizvoda, što sa aspekta uspešnog menadžera, odnosno lidera, akvizicije čini manje rizičnim poduhvatom u odnosu na ulaganje u razvoj novih proizvoda. Kompanije vrlo retko interno razvijaju nove proizvode kako bi diverzifikovali svoje proizvodne linije, s obzirom da su akvizicije najbrži i najlakši način za promenu njihovog portfolia poslovanja. Takođe, kompanije mogu koristiti akvizicije kako bi smanjile svoju zavisnost od jednog ili više proizvoda ili tržišta, odnosno proširile delokrug poslovanja, ukoliko su na postojećem području poslovanja suočene sa intenzivnom konkurencijom. Učenje i razvijanje novih sposobnosti, sticanje znanja i veština različitih od onih koja firma već poseduje, isto tako su veoma važan razlog koji govori u prilog akvizicijama i merdžerima.

Pored objašnjenih razloga postoje istraživanja po kojima jedan od motiva za merdžere i akvizicije jeste i arogancija menadžera (lidera). Naime, menadžeri odnosno lideri teže da kupuju firme iz svojih ličnih motiva i u tom slučaju ekonomska korist nije jedina niti najvažnija motivacija za akvizicije. Neka preuzimanja su motivisana ubeđenjem da uprava kupca može uspešnije da rukovodi resursima ciljane kompanije. Ponuđač može da veruje da je stručnost njegovog menadžmenta takva da bi pod njihovom kontrolom ciljna kompanija uspešnije poslovala. Ovo motiviše kupca da plati veću cenu za ciljnu kompaniju tj. za njene akcije nego što trenutno vrede. Takođe treba napomenuti da motiv za integrisanje mogu biti i odgovarajuće poreske olakšice.⁹

Iz svega navedenog uočava se da postoji čitava lepeza razloga koja govori u prilog korišćenju strategije merdžera i akvizicija za postizanje strategijskih prednosti, koje bi menadžment naših kompanija prilikom kreiranja razvojne strategije trebao da uzme u obzir.

⁹ Gogen, A. P., *Integracije, akvizicije i restruktuiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 344.

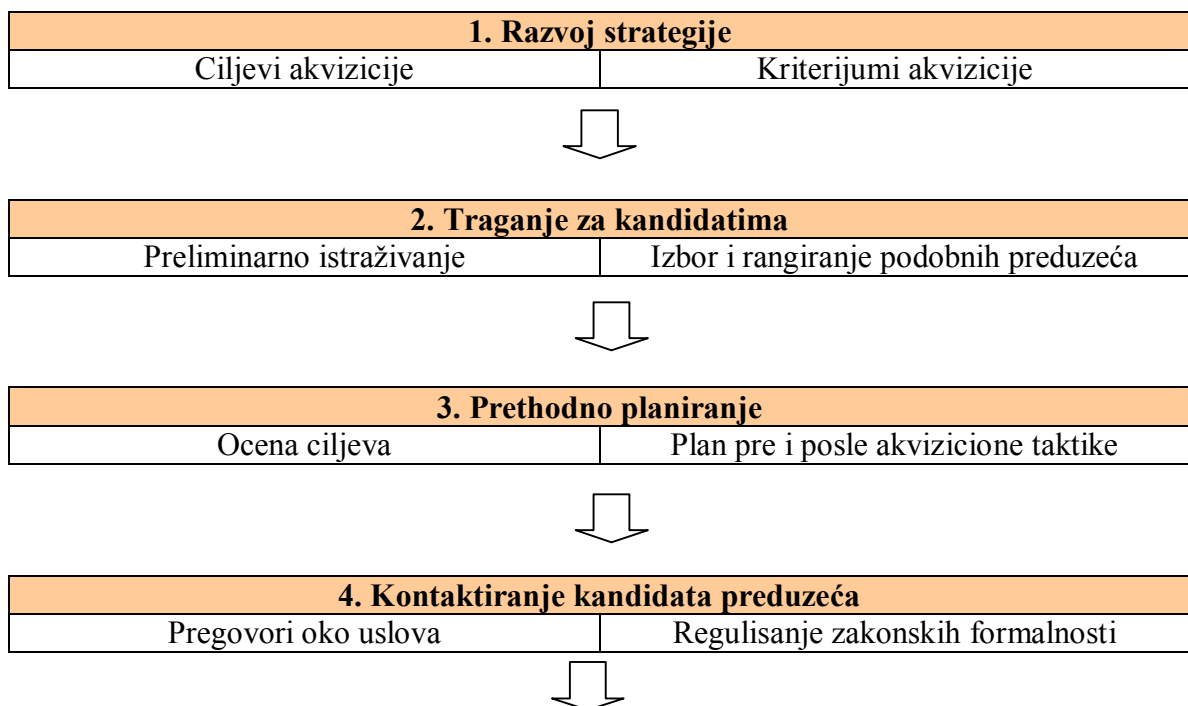
2.3. OSNOVE I PROCEDURE PROJEKTOVANJA AKVIZICIJA I MERDŽERA

Projektovanje fuzija i akvizicija se zasniva na razvojnoj strategiji preduzeća, koja treba da da odgovor kakve su razvojne mogućnosti kompanije u datom tržišnom okruženju. Pri kreiranju razvojne strategije potrebno je odlučiti se za interni ili za eksterni rast (putem fuzija i akvizicija). Ukoliko se kompanija odluči za rast putem akvizicija, onda je pri izboru konkretnih projekata akvizicija potrebno sagledati sinergiju koja se može postići kao rezultat akvizicije.

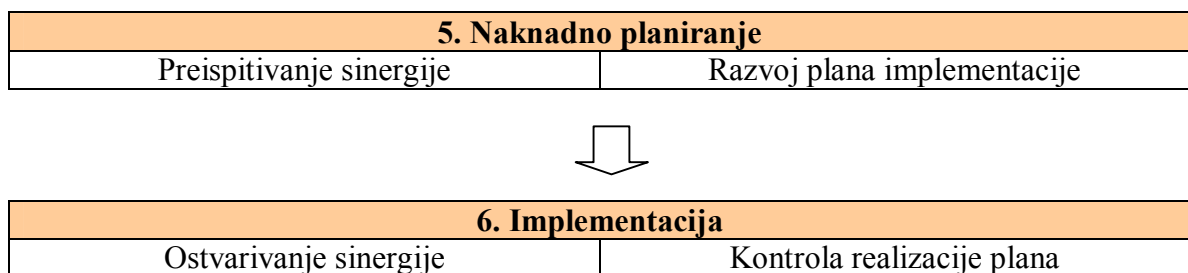
U proceduri projektovanja akvizicija glavni posao ima akvizicioni tim koji razvija akvizicioni program kompanije, polazeći od preciznih kriterijuma akvizicione politike koju formuliše bord direktora. Na bazi strateških ciljeva akvizicione strategije, akvizicioni tim traži najpogodnije kompanije (mete), pri čemu se poseban akcenat stavlja na analizu njihovih portfolia. Akvizicioni tim ima zadatak da proceni potencijal stvaranja dodatne vrednosti u slučaju akvizicija, kao i mogući rizik. Zatim akvizicioni tim sastavlja listu kompanija koje mogu biti mete za vlasničko preuzimanje. Za svaku od ovih kompanija treba da bude sagledan profil i izvršena evaluacija. Operativna procedura koju sprovodi akvizicioni tim oko izbora najpogodnijih preduzeća (meta) može se prikazati na sledeći način:¹⁰



Proces nastanka akvizicija odvija se kroz sledeće faze:



¹⁰ Ćirović, M., *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 51.



Slika 1 – Faze procesa akvizicije¹¹

Nakon analize kompatibilnosti akvizicije sa razvojnim ciljevima i poslovnom strategijom preduzeća, definisanja kriterijuma koji će biti korišćeni u fazi istraživanja preduzeća-kandidata za pripajanje, istraživanja i vrednovanja izabranog kandidata i utvrđivanje strategije "prijateljskog" prilaza ciljnoj firmi, u cilju uspeha realizacije planirane strategije preduzeće-kupac priprema plan pregovora sa menadžmentom ciljne firme o sprovođenju merdžera (akvizicije). Kupoprodaja preduzeća realizuje se putem pregovora dveju grupa vlasnika o uslovima prodaje, analogno pregovorima koji se odvijaju prilikom kupoprodaje bilo koje vrste robe. Cilj pregovora je definisanje predmeta kupoprodaje i prodajne cene, i sklapanje ugovora između dva preduzeća. Međutim, iako je motiv pregovora isti, pregovori koji se vode u cilju realizacije strategije spajanja (pripajanja) daleko su kompleksniji od običnih pregovora o kupoprodaji.

Tokom svake faze pregovora, od iniciranja do završetka, kontinuelna analiza psihologije i karakteristika menadžera i akcionara drugog preduzeća i njihovih ciljeva, neophodan je uslov adekvatne identifikacije ključnih problema, čije rešenje vodi optimalnom pregovaranju. U početnoj fazi pregovora, ciljevi pregovora još uvek nisu jasno definisani. Jasno je samo da preduzeća-kupac ulazi u pregovore sa namerom da plati za akcije ciljnog preduzeća što manje, a da nasuprot tome, akcionari ciljnog preduzeća žele da prodaju svoje akcije pod za njih najpovoljnijim uslovima. Pored toga, normalno je očekivati da menadžeri targeta ulaze u proces pregovora sumnjičavo, sa vekilom dozom skepticizma i nervoze, jer od uspeha pregovora zavisi dalji tok njihove karijere. U ovoj fazi pregovora, uključene strane ocenjuju realne komparativne prednosti suprotne strane sa finansijskog i komercijalnog stanovišta. Preduzeće-prodavac ocenjuje finansijski kapacitet kupca, njegovu sposobnost za donošenje brzih odluka, atraktivnost i likvidnost običnih akcija kupca (u slučaju razmene akcija za akcije), reputaciju i budući tretman menadžera i zaposlenih i sl.

Uključene strane obično ulaze u pregovor sa različitih pozicija imajuću u vidu raspolaganje slobodnom gotovinom, sposobnost da izvrše planiranu transakciju, ali i sa stanovišta postojanja sankcija ukoliko dođe do prekida pregovora. Da bi se preduzeće što bolje pripremilo i vodilo pregovore često se angažuju finansijski konsultanti. Tok pregovora u prvom redu zavisi od vrste akvizicije, tj. od toga da li se radi o kupovini aktive ili kupovini akcija ciljnog preduzeća. Kupci često preferiraju metod kupovine

¹¹ Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Willez and Sons Inc., New York, 2007., str. 21.

aktive jer im on omogućuje da selektivno kupe samo ona sredstva koja će im biti od koristi. Pored toga, kupovina sredstava je metod pripajanja sa odloženim oporezivanjem.

Tokom procesa vrednovanja targeta obično se definišu one oblasti gde je moguće pregovaranje o ceni. Tehnike pregovaranja o ceni zavise od opšte procene minimalne tj. maksimalne cene koju je druga strana spremna da prihvati. Tako kupac može koristiti sledeće tehnike:

- Inicijalno postavljanje visoke cene (tzv. *highball* tehnika), u cilju eliminisanja konkurentskih preduzeća. Ponuda se zatim koriguje na dole uzimanjem u obzir dodatnih elemenata koji utiču na smanjenje cene akcija ciljnog preduzeća.
- Tzv. *lowball* tehnikom, kupac želi da inicijalnim postavljanjem niske cene demoralise akcionare ciljnog preduzeća i radikalno smanji njihova očekivanja. Alternativno, samo preduzeće-prodavac može da koristi nisku cenu da bi prvo privuklo kupce, a zatim korekcijom te cene na gore došlo do nekog prihvatljivog nivoa.
- Praksa je pokazala da najčešće dolazi do naizmeničnog korigovanja cene sa obe strane. Na ponudu jednog preduzeća, drugo odgovara protiv-ponudom, koja obično podrazumeva neznatno korigovanje prethodno date ponude.¹²

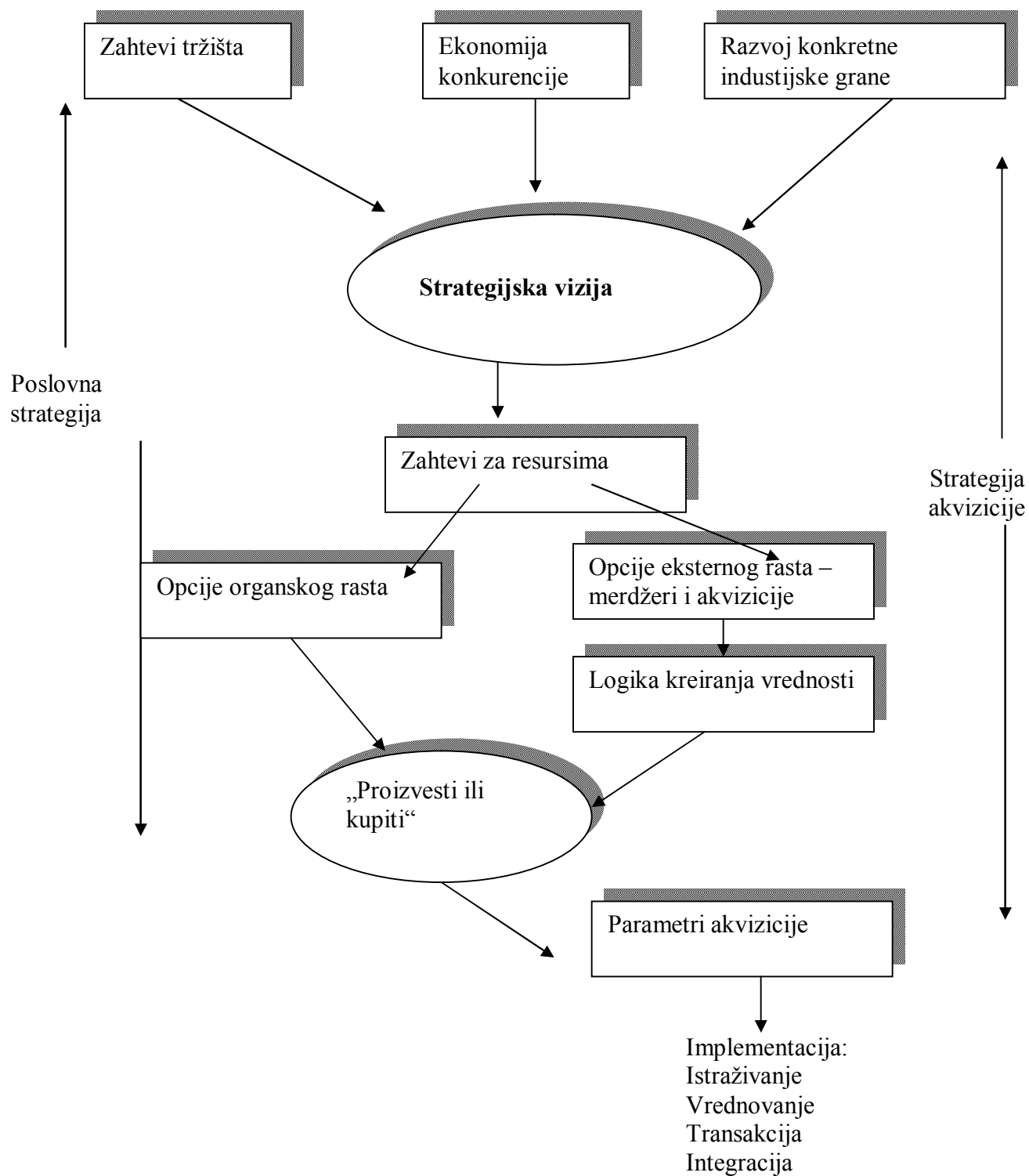
Pored cene, vrlo važan element pregovaranja je tzv. *packaging*, tj. način isplate utvrđenog iznosa akcionarima ciljnog preduzeća. Odluka o tome da li će se isplata izvršiti u gotovini, običnim ili preferencijalnim akcijama ili na neki drugi način, donosi se uporedo sa utvđivanjem cene razmene, a povezana je sa efektima oporezivanja.

Pre same odluke o strategiji pregovaranja, preduzeće-kupac bi trebalo da proceni svoje prednosti i nedostatke u odnosu na ostala potencijala preduzeća zainteresovana za spajanje (pripajanje) ciljnog preduzeća i da oceni njihovo delovanje. Procena konkurencije u fazi pregovaranja treba da pruži informacije za proračun oportunitetnog troška planiranog investicionog ulaganja. Cilj pregovora vršenih na bilo koji od navedenih načina je utvđivanje cene i medijuma razmene između vlasnika dva preduzeća. Sam tok pregovora determinisan je prisutvom asimetričnih informacija sa obe strane. Proces pregovora, dakle, predstavlja uvod u proces postakvzionog poslovanja integrisanih preduzeća, pa je stoga od velike važnosti da sva nerazjašnjena pitanja tokom pregovora budu rešena.

Zadatak tima za ocenu opravdanosti konkretnog merdžera ili akvizicije je analiza faktora davanjem odgovora na sledeća pitanja:

- Da li se odlučiti za spajanje (pripajanje) preduzeća koje uključuje izlazak na tržišta gde kompanija može da koristi postojeće funkcionalne veštine i resurse (*related acquisitiori*), ili ući u poslove koji nisu u vezi sa postojećim aktivnostima kompanije?
- Koji je potencijal za uspešnu integraciju sa ciljnom kompanijom?
- Koje ekonomske, strategijske i upravljačke varijabile imaju najveći potencijalan uticaj na stvaranje dodatne vrednosti?

¹² Todosijević R., *Strategijski menadžment*, Ekonomski fakultet Subotica, 2009., str. 391.



Slika 2 –Proces definisanja akvizicione strategije¹³

¹³ Todosijević R., *Strategijski menadžment*, Ekonomski fakultet, Subotica , 2009., str. 367.

Suplementarni merdžeri (akvizicije) najopravdaniji su kod preduzeća sa jakim konkurentskom pozicijom, koja žele da prošire svoje korporativne kompetencije na novu oblast (osnova za to može biti postojanje funkcionalnih sposobnosti i veština, ili opštih vrednosti na kojima se bazira uspeh korporacije). Komplementarne akvizicije i merdžeri podrazumevaju dodavanje funkcionalnih veština i sposobnosti kao i resura već postojeće kompanije, pri čemu ne dolazi do promene tržišta koje opslužuje preduzeće-kupac. Ovaj strategijski pravac je najpogodniji kod preduzeća iz atraktivnih industrija čija konkurentska ili strategijska pozicija može biti poboljšana spajanjem (pripajanjem) preduzeća sa komplementarnim veštinama i resursima.

Konačno, merdžeri (akvizicije) mogu uključiti ulazak u delatnosti čija tržišta ili ključni faktori uspeha nisu u vezi sa postojećim aktivnostima kompanije. Ovim tipom eksternog rasta može se upravljati aktivno ili pasivno. Pri prvom obliku menadžmenta, preduzeće je aktivno uključeno u evaluaciju ciljeva poslovanja pripojenog preduzeća, kao i u građenje kompetitivnog internog tržišta kapitala. Nasuprot ovom tipu, pasivni menadžment obično limitira svoje uključivanje u realizaciju ove investicije, uz centralizovanu finansijsku funkciju. Izbor tipa spajanja (pripajanja) kao vrlo važnog strategijskog faktora u mnogome zavisi od identifikovanog najboljeg načina korišćenja postojeće aktive preduzeća, kao i njegovih specijalnih resursa.

Kada je preduzeće u poziciji da "izvozi" višak funkcionalnih veština ili resursa, ono bi trebalo da se odluči za suplementarne ili komplementarne (related) merdžere (akvizicije). Sa druge strane, ukoliko kompanija poseduje specijalne sposobnosti da:

- 1) analizira strategijske i finansijske zahteve široke game poslova,
- 2) toleriše ili čak ohrabruje određeni stepen neuniformisanosti u organizacionoj strukturi, i
- 3) transferiše višak specijalnih resursa i menadžerskih sposobnosti na pripojena preduzeća, ona treba da se odluči za eksploataciju potencijalnih koristi koje nose unrelated merdžeri (akvizicije).

Analiza potencijala za integraciju treba da ukaže da li kod konkretnog ciljnog preduzeća postoje suplementarne i komplementarne veštine i resursi, organizaciona kompatibilnost, talentovani tim menadžera i sl. Faktori finansijske prirode (mogućnost izgradnje internog tržišta kapitala, realizacija koristi efikasnijim upravljanjem obrtnim kapitalom, alokacijom investicija i resursa ili agresivnijim leverage-om) takođe utiču na potencijal integracije preduzeća.

2.4. FINANSIRANJE INTEGRACIJA

Poslovi integrisanja mogu da se finansiraju na nekoliko načina i to gotovim novcem u celini, ili samo hartijama od vrednosti, ili kombinacijom gotovine i hartijama od vrednosti. Transakcije izvršene hartijama od vrednosti mogu da koriste akcije kupca i druge vrste instrumenata, kao što su neosigurane dugoročne obveznice. Što se tiče akcija mogu da budu obične ili prioritetne, a takođe mogu biti i registrovane, što znači da se njima može slobodno trgovati na organizovanim berzama ili mogu da budu pod zabranom. Iako transakcije akcijama mogu da pruže određene poreske olakšice prodavcu, ipak transakcija hartijama od vrednosti zahteva dogovor dve ili više strana o njihovoj vrednosti, što može

da prouzrokuje određenu nesigurnost i stavlja gotovinsku transakciju ispred transakcije hartijama od vrednosti kada se govori iz ugla prodavca.

Kada su veliki poslovi u pitanju, ako je kompenzacija u gotovom novcu, ponuđač mora da napravi dug čime se povećava rizik vezan za neželjene posledice, što se dešavalo osamdesetih godina, dok transakcije hartijama od vrednosti postaju popularnije devedesetih godina.

U slučaju da je spajanje (pripajanje) praćeno isplatom vlasnika ciljnog preduzeća u gotovini, bilans stanja preduzeća može izgledati "prenapregnuto". Sa druge strane, u slučaju emitovanja običnih akcija dolazi do "razblaživanja" neto dobiti po akciji na kratak rok. Trend kretanja cena akcija preduzeća-kupca, nivo leverage-a, saldo gotovine, poreski tretman, učešće menadžera u vlasničkoj strukturi, investicione mogućnosti - determinante su vida finansiranja eksternog rasta. Ključni kriterijum preduzeća čijim se akcijama trguje javno za izbor medijuma razmene je njegov uticaj na kretanje neto zarade po akciji (EPS). U principu, kompanije koje se kotiraju na berzi i čije se akcije dobro plasiraju (čiji je P/E ratio na visokom nivou), uspevaju da vrlo brzo nakon finansiranja fuzije emisijom akcija, poboljšaju nivo EPS racia. Ponuđena cena i način isplate akcionara ciljne kompanije treba da budu "troškovno efikasni" sa stanovišta kupca, ali u isto vreme i "prinosno atraktivni" sa stanovišta prodavca.

Način finansiranja je delimično determinisan i prirodom ponude (javna ponuda, otkup akcija na otvorenom tržištu, (*proxy fights*)). Na izbor medijuma razmene između dve firme umnogome utiče i dotadašnja finansijska strategija preduzeća-kupca. Prilikom donošenja odluke o načinu finansiranja eksternog rasta, menadžeri preduzeća-kupca treba da ispitaju posledice te odluke na leverage, prosečnu cenu kapitala, korišćenje povoljnih kretanja na tržištu hartija od vrednosti i sl.

Posmatrajući transakcije spajanja (pripajanja) preduzeća u prošlosti, može se zaključiti da se svaki period povećane aktivnosti spajanja (pripajanja) karakterisao određenim načinom finansiranja koji je bio dominantan tokom tog "merdžer talasa". Tako su npr. konglomeratski merdžeri i akvizicije tokom 60-tih i 70-tih godina bili uglavnom finansirani emitovanjem običnih akcija (preko 50% svih transakcija). Takođe, u trogodišnjem periodu koji je prethodio velikom kolapsu tržišta 1987.god., više od polovine svih transakcija spajanja periodu neposredno nakon 1987.god., emitovanje vlasničkog kapitala gubi na popularnosti (u 1988 god. preko 70% svih transakcija bilo je finansirano gotovinom). Ovi podaci, pored ostalog, govore i o značaju razvijenosti tržišta kapitala za realizaciju i uspeh strategija eksternog rasta. Čak i kada se finansiranje spajanja (pripajanja) vrši isplatom gotovine, ukoliko ona nije interno generisana, najčešće potiče iz prodaje nove emisije hartija od vrednosti na koju se preduzeće kupac odlučilo pre objave merdžera (akvizicije).

Vlasnici obe firme uključene u proces integrisanja žele da konkretna strategija rasta poboljša njihovo finansijsko stanje. U slučaju razmene akcija za akcije, merdžer (akvizicija) je prihvatljiv samo ukoliko dođe do porasta dugoročnih prinosa na obične akcije preduzeća-sticatelja. Slično tome, akcionari ciljnog preduzeća prihvaćće određeni iznos isplaćen u gotovini samo ukoliko je on veći od tekuće tržišne cene akcija koje oni poseduju. Na menadžmentu preduzeća-kupca je ozbiljan zadatak da nakon ocene opravdanosti strategije eksternog rasta i pronalaženja potencijalnog targeta, osmisli finansijski paket koji će privući akcionare ciljnog

preduzeća i inicirati prodaju njihovih akcija. U isto vreme, takav finansijski paket treba da zaštiti interese vlasnika preduzeća-sticatelja. Prvo, izabrani oblik finansiranja ne sme da dovede do naglog skoka finansijskog leverage-a, i drugo, treba da poveća (u najgorem slučaju održi na postejećem nivou) neto dobit po akciji u kratkom vremenskom periodu nakon realizovane transakcije. U tom cilju, najčešće se predlaže finansijski paket koji sadrži tri oblika finansiranja - gotovinu do iznosa do kojeg ona može biti interno generisana, kredit, do nivoa potpunog iskorišćenja kapaciteta zaduženosti preduzeća-kupca, i konačno emisija običnih akcija u obimu koji ne dovodi do smanjenja neto dobiti po akciji.

Gotovina kao oblik finansiranja merdžera i akvizicija je do današnjih dana najčešće korišćena u praksi. Osnovna karakteristika transakcija finansiranih gotovinom je da se razmenom novca za akcije ciljnog preduzeća jednostavno realizuje transfer vlasništva, pri čemu su uloge uključenih strana jasne - akcionari preduzeća-kupca preuzimaju čitav rizik da očekivana sinergija ne bude realizovana u postakvizicionom periodu.

Kao izvore gotovine za finansiranje eksternog rasta preduzeće-sticatelj može iskoristiti

- interno generisan novčani neto priliv;
- emisiju prava neposredno pre objave ponude o spajanju (pripajanju);
- bankarski kredit, i
- tzv. *vendors placing* i *vendors rights*, tj. plasmane i prava prodavca.

Interno generisana gotovina svakako predstavlja najjednostavniji način finansiranja eksternog rasta, jer se ovim putem izbegavaju troškovi transakcija povezani sa emitovanjem hartija od vrednosti i ostvaruje značajna ušteda u vremenu. Međutim, upotreba ovog načina finansiranja je ograničena na transakcije transfera vlasništva manje vrednosti.

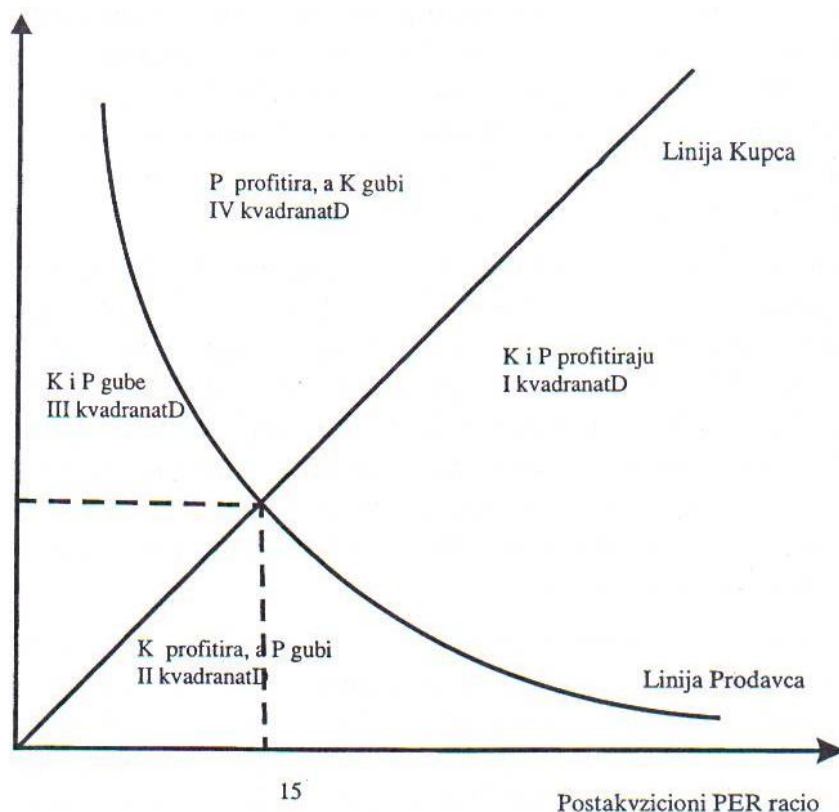
Transakcije spajanja (pripajanja) veće vrednosti nemoguće je u potpunosti finansirati isplatom gotovine koja je interno generisana. Drugim rečima, preduzeće u takvim situacijama nije sposobno da kao alternativu razmeni akcija za akcije ponudi akcionarima targeta isti iznos isplaćen u gotovom, koji bi uz to bio plasiran iz internih izvora. Tada se preduzeće- kupac može odlučiti za uzimanje kredita od banke ili za dobijanje *stand by* kreditne linije. Iznos kredita zavisi od kreditne sposobnosti preduzeća-kupca i nivoa leverage-a u predakvizicionom periodu. Tokom 80-tih godina transakcije spajanja (pripajanja) praćene visokim nivoom leverage-a bile su česta pojava. Njih je karakterisalo zaduživanje preduzeća-kupca uz nivo leverage-a koji je bio znatno veći od prihvatljivog. Na taj način dobijena gotovina korišćena je za isplatu akcionara ciljne firme. Namera menadžera firme-kupca je pri tom bila da prodajom određenih, nepotrebnih sredstava targeta, u što kraćem periodu nakon spajanja snize leverage na prihvatljiv nivo. Ovaj specifičan indirektan metod finansiranja eksternog rasta gotovinom povezan je sa nizom opasnosti za preduzeće-kupca. Najočiglednija opasnost se odnosi na nagli skok kamatnih stopa. Postavlja se pitanje zašto su bankari spremni da daju kredit preduzećima koja planiraju merdžer (akviziciju) pri vrlo visokom nivou rizika neizvršenja obaveza. Banke to rade zbog toga što su takvi krediti obično osigurani aktivom ciljnog preduzeća - u slučaju neizvršenja obaveza, prodajom sredstava ciljnog preduzeća banka može da naplati svoja potraživanja po osnovu kamate i glavnice kredita (tzv. *asset stripping*).

Kod *vendors placing* aranžmana, kupac emituje obične akcije u zamenu za akcije ciljnog preduzeća i u isto vreme sklapa ugovor sa trgovačkom bankom, ili nekim drugim finansijskim posrednikom, o plasiranju tih akcija na tržište. Kao rezultat ovakve transakcije, akcionari ciljnog preduzeća dobijaju u zamenu za svoje akcije gotovinu. *Vendor right* je varijanta prethodnog aranžmana. Kod *vendor placing* aranžmana, akcije preduzeća-kupca plasirane su obično od strane institucionalnih investitora, što znači da one nakon transakcije spajanja (pripajanja) mogu biti široko dispergovane. Da bi se izbegla neželjena disperzija običnih akcija, *vendor right* aranžman podrazumeva, prethodnu ponudu običnih akcija postojećim akcionarima preduzeća-kupca. Oni tako stiču pravo preče kupovine u odnosu na institucionalne investitore. Ukoliko postojeći akcionari to svoje pravo ne iskoriste, obične akcije se onda nude trgovačkim bankama i drugim institucijama. Gotovina koja se dobija prodajom akcija iplaćuje se akcionarima ciljnog preduzeća.

Emisija prava je često korišćena kao vid finansiranja kod preduzeća sa dobro definisanim akvizicionim programima. Na isti način funkcioniše i *vendors placing* aranžman, s tim što je gotovina koju dobijaju akcionari targeta umanjena za troškove provizije finansijskih posrednika.

Gotovina, nezavisno od toga kako je generisana, je do sada najzastupljeniji oblik finansiranja eksternog rasta iz više razloga. Najočigledniji razlog tiče se specifičnosti tržišnih informacija, a ispoljava se u problemu informacione asimetrije. Postojanje neželjenih pripajanja, kao i poseban poreski i računovodstveni tretman transakcija finansiranih gotovinom takođe može objasniti učestalost ovog oblika finansiranja. Ukoliko je fer tržišna cena sredstava pripojenog preduzeća veća od njihove dotadašnje osnovice za oporezivanje, preduzeće-kupac može u postakvizicionom periodu povećati osnovicu za oporezivanje i po osnovu veće amortizacije ostvariti uštede u porezu.

Gotovina kao oblik finansiranja ima još jednu značajnu prednost za akcionare preduzeća-kupca - kontrola koju onu ostvaruju nad preduzećem nije umanjena, tj. njihovo procentulano učešće u vlasničkom kapitalu ostaje nepromenjeno. Kako su akcionari od krucijalnog značaja za kompaniju, važno je da se balans između tipova akcionara sa različitim pravima ne naruši. Kao potvrdu ove konstatacije možemo navesti primer kompanije u kojoj je mnoštvo malih akcionara lojalno postojećem upravnom odboru.



Grafikon 3 - *P/E na racio razmene i raspodelu efekata koje donose merđžeri i akvizicije*¹⁴

Za razliku od transakcija finansiranih isplatom gotovine, rizik da se očekivana sinergija u postakvizicionom periodu neće materijalizovati snose kako akcionari preduzeća-kupca, tako i akcionari dotadašnjeg ciljnog preduzeća. Preciznije, ovaj rizik snose akcionari obe firme shodno procentualnom učešću u vlasničkom kapitalu preduzeća koje je nastavilo da posluje. Iz ovog razloga vrlo važno je adekvatno strukturirati ponudu akcionarima ciljne firme. Kada se radi o razmeni akcija za akcije, ponuda može biti strukturirana na dva načina: preduzeće-kupac se može odlučiti za emitovanje fiksnog broja običnih akcija ili za emitovanje akcija fiksne vrednosti. Svaki od ova dva načina ima značajan uticaj na alokaciju rizika između dva seta akcionara, pa ih treba odvojeno analizirati.

Prvi način finansiranja podrazumeva emitovanje fiksnog broja običnih akcija preduzeća-kupca i njihovu zamenu za akcije ciljnog preduzeća. Kako je broj akcija koji akcionari targeta dobijaju fiksni, vrednost transakcije može fluktuirati između vrednosti koja je ponuđena targetu (na dan obelodanjivanja namere o pripajanju), i vrednosti akcija preduzeća-kupca na dan zaključivanja ugovora (*closing date*). Kretanja cena akcija preduzeća kupca između ta dva datuma uticaće na vrednost koju poseduju obe grupe akcionara, ali će proporcionalno učešće u vlasništvu integrisanog preduzeća biti konstantno. Osnovna karakteristika ovakvog načina

¹⁴ Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Willez and Sons Inc., New York, 2007., str. 26.

finansiranja je "osetljivost" akcionara ciljnog preduzeća na eventualni pad cena akcija preduzeća kupca nakon obelodanjivanja merdžera i akvizicije.

Drugi način struktuiranja transakcije je razmena akcija ciljnog preduzeća za fiksnu vrednost akcija preduzeća-kupca. Kod transakcija ovog tipa, broj akcija preduzeća-kupca koji dobijaju vlasnici targeta nije unapred utvrđen, već se zna tek na dan potpisivanja ugovora i zavisi od kotiranja cene akcija kupca tog dana. Posledica ovako strukturirane transakcije je neizvesno proporcionalno učešće akcionara u kapitalu integrisanog preduzeća u postakvizicionom periodu.

Da bi se na neki način zaštitili od negativnih posledica koje nose pojedini oblici finansiranja, menadžment tim i upravni odbor preduzeća-kupca treba da detaljno analiziraju

- realnost tržišne cene akcija preduzeća-kupca u trenutku obelodanjivanja merdžera,
- rizik realizacije očekivane sinergije, i
- rizik pada cene akcija kupca u periodu između dva pomenuta događaja.

Ukoliko se smatra da su akcije preduzeća-kupca potcenjene, tada ne treba finansirati eksterni rast emitovanjem akcija, jer će se na taj način oštetiti postojeći akcionari. Ako pak menadžeri smatraju da se akcije kupca u trenutku donošenja odluke nalaze na nivou višem od realnog, oni će predložiti finansiranje eksternog rasta akcijskim kapitalom. Dakle, ukoliko kupac predloži razmenu akcija za akcije kao vid finansiranja, ima puno razloga da se sumnja da su u tom slučaju akcije preduzeća-kupca precenjene.

	<i>Tržišni rizik pre zaključivanja</i>	<i>Tržišni rizik nakon zaključivanja transakcije M&A</i>
<i>Transakcija finansirana isključivo isplatom gotovine</i>		
Kupac	Sav	Sav
Prodavač	Nikakav	Nikakav
<i>Transakcije sa fiksnim brojem akcija</i>		
Kupac	Shodno očekivanom procentualnom učešću u vlasništvu	Shodno stvarnom procentualnom učešću u vlasništvu
Prodavač	Shodno očekivanom procentualnom učešću u vlasništvu	Shodno stvarnom procentualnom učešću u vlasništvu
<i>Transakcije sa fiksnom vrednošću akcija</i>		
Kupac	Sav	Shodno stvarnom procentualnom učešću u vlasništvu
Prodavač	Nikakav	Shodno stvarnom procentualnom učešću u vlasništvu

Tabela 1. Distribucija rizika između akcionara preduzeća kupca i prodavca pri različitim oblicima finansiranja merdžera¹⁵

¹⁵ Senić R. *Upravljanje Rastom i razvojem preduzeća*, Savremena Administracija, Beograd, 1993., str. 78.

Odluka o transakciji fiksnog iznosa ili fiksnog broja akcija, ili pak o finansiranju eksternog rasta gotovinom, signalizira i kakva su očekivanja preduzeća-kupca po pitanju realizacije planirane sinergije. Siguran kupac odlučice se za finansiranje isplatom gotovine, čime će onemogućiti akcionarima targeta učešće u deobi budućih sinergerskih koristi. Međutim, ukoliko menadžeri smatraju da je rizik da se očekivana sinergija u postakvizicionom periodu neće materijalizovati u potpunosti, oni će pokušati da izvrše hedžing tog rizika sa akcionarima dotadašnjeg ciljnog preduzeća, i najverovatnije će predložiti transakciju sa fiksnom vrednošću akcija.

Ukoliko se upravni odbor na osnovu dva napred analizirana problema odluči za finansiranje spajanja (pripajanja) akcijskim kapitalom, definitivna odluka o tome kako će biti strukturirana ponuda zavisi će upravo od rizika pada cene akcija preduzeća-kupca u periodu između dva pomenuta događaja - obelodanjivanja akvizicije i zaključenja transakcije. Odluka o transakcijama sa fiksnim brojem akcija ne signalizira spremnost preduzeća-kupca da preuzme ukupan rizik pada cene akcija. Ovakav način strukturiranja ponude primenjuje se obično onda kada je tržišni rizik pre zaključenja transakcije na relativno niskom nivou. Ova situacija verovatnija je u slučaju poslovanja preduzeća kupca i prodavca u istoj privrednoj grani. Tada tržišne snage utiču na kretanje cena akcija dva preduzeća u istom pravcu, tako da je izvesnije da će utvrdeni racio zamene u trenutku objave merdžera ostati na istom nivou u trenutku zaključenja ugovora. Transakcije sa fiksnom vrednošću akcija signaliziraju da je preduzeće-kupac spremno da podnese čitav gubitak koji potiče od pada cene akcija između dva pomenuta događaja.

Jedan od načina na koji akcionari oba preduzeća mogu biti zaštićeni od rizika nepovoljnog kretanja cena akcija preduzeća-kupca u periodu između obelodanjivanja merdžera i trenutka zaključenja ugovora, je sklapanje tzv. *collar* ugovora. Shodno ovom ugovoru, ukoliko cena akcija kupca ide iznad ili ispod unapred utvrđenog nivoa, dolazi do korekcije racia razmene. Na taj način ugovor štiti akcionare preduzeća-kupca u slučaju neočekivanog rasta cene akcija, odnosno akcionare ciljnog preduzeća u slučaju naglog pada cena akcija kupca između dva pomenuta događaja. Ugovorom se dakle tolerišu manje promene tržišne cene akcija kupca, a postojanje ugovora naročito je korisno u slučaju kada su cene akcija jednog ili oba preduzeća podložne velikim fluktuacijama.

Uporedo sa prednostima finansiranja eksternog rasta akcijskim kapitalom, treba analizirati i nedostatke ovog vida finansiranja sa stanovišta vlasnika obe firme uključene u fuzioni proces. Sa stanovišta preduzeća-kupca, nedostaci razmene akcija za akcije uglavnom se odnose na sledeće:¹⁶

- Poznato je da je akcijski kapital komparativno najskuplji izvor finansiranja. Uz to, finansiranje akcijskim kapitalom, za razliku od finansiranja zaduživanjem, ne nosi uštede u oporezivanju za preduzeće-kupca.
- Emitovanje običnih akcija u cilju finansiranja eksternog rasta može smanjiti nivo finansijskog leverage-a u trenutku kupovine ciljnog preduzeća. Da li će do toga doći ili ne zavisi upravo od leverage-a sa kojim posluje ciljna kompanija i od njenog kapaciteta zaduživanja. Ukoliko ciljna kompanija ima veliki iznos neizvršenih obaveza prema kreditorima, rezultat spajanja (pripajanja) može biti i povećan nivo finansijskog leverage-

¹⁶ Senić R. *Upravljanje Rastom i razvojem preduzeća*, Savremena Administracija, Beograd, 1993., str. 89.

- a kupca, bez obzira što eksterni rast nije finansiran uzimanjem kredita.
- Uticaj dodatno emitovanog broja običnih akcija na kretanje tržišne cene akcija preduzeća-kupca krajnje je neizvestan. Ukoliko se očekuje pad tržišne cene akcija, ta činjenica se mora uzeti u obzir prilikom razmatranja realizacije integracije.
- Važan nedostatak ovog vida finansiranja odnosi se na smanjenu moć kontrole postojećih akcionara nad preduzećem-kupcem u postmerdžer periodu. Stoga je osnovni elemenat sa kojim rukovodstvo treba da izađe pred akcionare preduzeća-kupca kada predlaže spajanje (pripajanje) ciljnog preduzaća, jasan i nedvosmislen proračun dugoročnih efekata planirane strategije. Ukoliko dugoročni pozitivni efekti ne budu veći od očekivanog pada cena akcija, postojeći vlasnici firme kupca neće odobriti takav način finansiranja.

2.5. EKSPERTI ZA INTEGRACIJE

Pod ekspertima obično se podrazumevaju investicioni bankari, pravnici, knjigovođe i procenitelji, odnosno svi oni stručnjaci odnosno njihove usluge koje su potrebne kada jedna kompanija odluči da kupi neku firmu, ili da uđe u posao integracije sa nekom drugom firmom. Kako investicioni bankari mogu da pruže niz usluga, uključujući i pomoć pri izboru odgovarajuće ciljne kompanije, njenu procenu, savete u vezi strategije preuzimanja i da pruže neophodna finansijska sredstva kako bi se transakcija realizovala, pa iz svih tih razloga dolazi do porasta cena konsultantskih i fininansijskih usluga i osamdesetih godina upravo takve usluge predstavljaju značajnu komponentu ukupnih profita najvećih investicionih banaka.

Tokom devedestih godina se stanje znatno menja, u smislu da se uloga investicionih banaka menja jer posrednici koji su promovisali transakcije samo u cilju sticanja dobiti postaju manje popularni. Kompanije angažovane u integracijama i akvizicijama same su težile da budu što direktnije prisutne u poslovima i preuzele su neke odgovornosti koje u osamdesetih godina bile u rukama investicionih banaka.¹⁷ Dešava se da sve više kompanija upućuje investicione bankare na određene poslove, za razliku od slepog praćenja njihovih instrukcija što je bio slučaj osamdesetih.

Takođe, s obzirom na složeno zakonodavno okruženje u vezi s integracijama i akvizicijama, pravnici igraju važnu ulogu u uspešnom procesu akvizicija, naročito prilikom neprijateljskih akvizicija, jer deo otpora ciljne kompanije može da se izbegne pravnim manevrisanjem.

Finansijsko-knjigovodstveni stručnjaci igraju važnu ulogu kod integracija i akvizicija jer treba da obave svoj deo posla prema određenim pravilima i regulativi i druge poslove, kao što su priprema raznih finansijskih izveštaja na osnovu scenarija uprave korporacije ili drugih stručnjaka.

Eksperti za procenu vrednosti su takođe veoma važni stručnjaci prilikom integracija i akvizicija jer mogu da izgrade model koji uključuje razna predviđanja, na primer, rast stope prihoda ili troškova koji nakon integracije mogu biti eliminisani. Njih mogu angažovati, kako kupac, tako i ciljna kompanija radi utvrđivanja vrednosti kompanije.

¹⁷ Patric A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, 2007., str. 30.

2.6. VRSTE INTEGRACIJA

Najčešća podela integracija jeste na horizontalne, vertikalne i konglomeratske. Pod horizontalnom integracijom (horizontal merger) podrazumeva se fuzionisanje dve konkurentske firme, pri čemu ako bude predstavljala prejaku tržišnu silu i bude prouzrokovala monopolističke efekte, ona može biti osporena prema antitrustovskim zakonima. Poslednjih godina se sve manje osporavaju ovakve integracije.

Vertikalne integracije (vertical mergers) predstavljaju kombinaciju kompanija koje imaju odnos kupac-prodavac.

Konglomeratske integracije (conglomerate merger) odnose se na integracije kompanija koje nisu konkurentske i nemaju odnos kupac-prodavac, odnosno bave se potpuno različitim poslovima i dosta se razmatra u literaturi koliko je ova vrsta akvizicija preporučljiva i kada.

Taktike pregovora kod prijateljskih akvizicija

Kod prijateljskih (dobrovoljnih) akvizicija ostvaruju se direktni pregovori između menadžmenta kompanije koja želi da izvrši preuzimanje i kompanije koja predstavlja metu (target) za ovaj dogovor. Akvizicioni tim u saradnji sa top menadžmentom prikuplja sve relevantne informacije o kompanijama koje bi mogle biti meta preuzimanja, i sastavlja listu kompanija, po gore navedenoj proceduri projektovanja akvizicija. Tek kada ima zadovoljavajući opseg relevantnih informacija napadačka kompanija stupa u pregovore sa targetiranim kompanijama. Kompanije koje dolaze u obzir za prijateljsko preuzimanje dužne su da prezentuju tačne podatke koji su neophodni za ocenu vrednosti firme.

Pravi put za ostvarivanje uspešne akvizicije jeste da se na osnovu akvizicione strategije preuzimačke kompanije prvo vrši screening potencijalnih dogovora, a da se zatim utvrde mogućnosti stvaranja dodatne vrednosti. To se može utvrditi samo na osnovu sagledavanja svih potencijalnih sinergetskih efekata eventualne akvizicije. U toku pregovora angažuju se spoljni eksperti, računovodstveni stručnjaci, investicioni bankari, pravnici, kako bi otkrili eventualne skrivene probleme koji bi mogli uticati na donošenje odluka o akviziciji. Akcionari i menadžeri kompanije targeta su posebno zainteresovani za cenu transfera vlasničke kontrole. Ta cena je obično 30 do 50 procenata iznad tekuće tržišne cene njenih akcija. Odluka o akviziciji kompanije je doneta kada predstavnici obe kompanije zaključe ugovor o akvizicionom dilu. Taj akvizicioni sporazum treba da bude prihvaćen i potvrđen od strane akcionara obe kompanije.

Taktike napada kod neprijateljskih akvizicija

Prvi korak koji neprijateljski ponuđač može da preduzme pre preduzimanja bilo koje taktike preuzimanja jeste da prikupi određeni broj akcija ciljane kompanije. Na taj način ponuđač postavlja odskočnu dasku sa koje bi mogao da lansira svoju ponudu. S obzirom da je tržište u tom periodu još uvek nesvesno namera ponuđača, prednost ovako kupljenih akcija jeste u tome da ponuđač može da izbegne isplatu premije. Ovo umanjuje prosečne troškove akvizicije i može da pruži ponuđaču neka prava koja imaju ostali akcionari, naime da ga upravni odbor tretira i kao napadača ali i kao akcionara prilikom upućivanja

ponude o preuzimanju. Činjenica da se odskočna daska ne koristi češće iznenađujuća je za mnoge istraživače.

Kompanija koja nudi ponudu za preuzimanje ima na raspolaganju tri vrste taktika:¹⁸

- Medveđi zagrljaj (bear hug)
- Direktnu ponudu (tender offer) i
- Borbu punomoćjima (proxy fight)

Medveđi zagrljaj

Medveđi zagrljaj je taktika kojom ponuđač vrši pritisak na upravljački tim ciljne kompanije da javno zauzme stav o mogućem preuzimanju, pre nego što se uputi direktna ponuda akcionarima. Kada se obelodani medveđi zagrljaj arbitražeri počinju prikupljanje akcija ciljne kompanije. Akumulacija akcija od strane arbitražera može da olakša samom napadaču ili nekom drugom ponuđaču da ostvari kupovine velikih paketa akcija. Nešto jača verzija je kada ponuđač ponudi određenu cenu kako bi ograničio štetu prilikom eventualnih tužbi akcionara, koje mogu da uslede nakon odbijanja uprave ciljne kompanije da prihvati ponudu. Ova vrsta taktike predstavlja pritisak na odbor ciljne kompanije koji bi mogao da postane predmet sudskih tužbi. Ukoliko se neprijateljska akvizicija realizuje putem medveđeg zagrljaja manje košta i kraće traje, takođe mogu biti i manje posledice, koje su karakteristične za neprijateljske akvizicije, odlazak najboljih kadrova i pad entuzijazma. Ukoliko ciljna kompanija pruži jak otpor i akvizicija ne može biti realizovana na ovakav način, onda se pristupa drugoj taktici upućivanje ponude direktno akcionarima.

Direktna ponuda

Direktne ponude su osamdesetih godina bile najčešće korišćen način neprijateljskih preuzimanja. Razlog za primenu direktne ponude jeste izbegavanje uticaja uprave ciljne kompanije i osvajanje kontrole nad njom bez obzira na protivljenje posloводства. Tim za izradu direktne ponude sastavljen je od investicione banke, pravnih savetnika, informativnog agenta, depozitarne banke i posredničkog agenta.

Akcionari ciljne kompanije često smatraju da je direktna ponuda dobar način da zarade, jer dovode do plaćanja premija vezanih uz ponudu. Međutim, nije uvek najjasnija reakcija menadžmenta i njihovo protivljenje ovakvim ponudama i pribegavanje odbrambenim mehanizmima. I kod teoretičara postoje podeljena mišljenja o tome da li su neprijateljske direktne ponude uvek u interesu akcionara ciljne kompanije, da li maksimiziraju vrednost akcionarskog imetka i da li su odbrambene mere od koristi po imetak akcionara. Rezultati do kojih je došao Pol Askvit, profesor na Harvardu, ukazuju na visok pozitivan kumulativan višak profita ciljnih kompanija kod kojih je uspešno realizovana ponuda, šezdeset dana pre i nakon ponude. Na dan pre objavljivanja ponude kumulativni višak profita dostigao je 20%. Dok kod neuspešne ponude za integrisanje ciljne kompanije gube skoro 10% dobiti nakon isteka 60 dana od objavljivanja. Što se tiče kupaca čije su ponude

¹⁸ Gogen, A. P., *Integracije, akvizicije i restruktuiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 345.

uspešno realizovane imaju malu korist tokom svih 60 dana, a nakon tog perioda ostvaruju kumulativan višak profita u visini od 25%.

Jedno je sigurno, a to da svest o mogućnosti da direktna ponuda može imati za posledicu preuzimanje kontrole nad kompanijom, bez sumnje drži upravu budnom i opreznom u akcijama firme. Na ovaj način direktne ponude pomažu u rešavanju problema sukoba interesa akcionara i uprave.

Borba punomoćjima

Borba punomoćjima je pokušaj od strane jednog akcionara ili grupe da osvoje kontrolu ili uvedu određene promene primenom glasačkog mehanizma. Porast preuzimanja preglasavanjem zabeležen je krajem četvrtog talasa integracija, usled pada tržišta nisko rangiranih obveznica, što je otežalo pristup investicijama potrebnim za finansiranje direktnih ponuda. Najčešće se koriste dva načina borbe preglasavanjem:

1. Borba za mesta u odboru direktora. Pobunjeni deo akcionara koristi ovaj metod u cilju smene uprave.
2. Borba oko usvajanja predloga uprave. Ovi predlozi se obično odnose na dobijanje saglasnosti za integracije ili kupovine. Uprava može da se protivi integraciji koju pobunjenička grupa akcionara podržava. Takođe mogu biti u pitanju predlozi vezani za izmene statuta u vezi mera odbrane od preuzimanja.

Prilikom nadmetanja preglasavanjem faktori koji idu u prilog pobunjenoj grupi akcionara su: Nedovoljna podrška glasača upravi, loši rezultati poslovanja i dobar plan aktivnosti. Sama procedura preglasavanja se može objasniti kroz sledeća tri koraka:¹⁹

1. Inicijacija procesa borbe preglasavanjem. Proces preglasavanja može da otpočne kada ponuđač, koji je takođe akcionar, odluči da se izbori za promenu u kontroli na predstojećem sastanku. Isto tako proces preglasavanja otpočinje ako uprava predloži da se izvrše veće promene, tipa prodaje firme ili uvođenja mera odbrane.
2. Proces agitacije. Pre sastanka pobunjena grupa akcionara pokušava da stupi u kontakt sa ostalim akcionarima, kako bi ih ubedila da glasaju protiv kandidata uprave, ili predloga o kupovini ili izmeni mera odbrane od preuzimanja. Taj postupak se vrši preko specijalizovanih posredničkih firmi. Takođe, slične mere primenjuje i uprava.
3. Glasanje. Nakon prijema formulara akcionari upućuju svoje ovlašćene glasove utvrđeno sakupljaču, na primer brokeru. Glasovi se prosleđuju pisaru zaposlenom u brokerskoj kući zbog unosa u listu. Broker ili banka vodi evidenciju ukupnih glasova i iznosi ih pred sastanak. U borbi preglasavanjem i emisiona kompanija i disidentska grupa vrlo često imaju svoje zastupnike u komisiji za prebrojavanje glasova kako bi bili sigurni da nisu oštećeni prilikom prebrojavanja.

Troškovi borbe preglasavanjem su znatno niži od direktne ponude. Što se tiče uticaja borbe za kontrolu preglasavanjem na imetak akcionara, Dod i Verner zaključuju da

¹⁹ Gogen, A. P., *Integracije, Akvizicije i restrukturiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 345.

nadmetanje preglasavanjem dovodi do uvećanja vrednosti akcija, utoliko što omogućava transfer finansijskih sredstava ka vrednijim ciljevima.

Taktike odbrane kod neprijateljskih akvizicija

Preventivne mere odbrane ili kako se još nazivaju odbijanje ajkula (shark repellants) mogu se grupisati u sledeće kategorije:²⁰

- Otrovnne pilule (poison pills)
- Izmene u statutu korporacije (corporate charter amendments) i
- Zlatni padobrani (golden parachutes)

Otrovne pilule su hartije od vrednosti koje emituje potencijalna ciljna kompanija kako bi u očima neprijateljskog ponuđača imala manju vrednost. Postoje dve vrste otrovnih pilula. Flip-over otrovne pilule omogućuju akcionarima ciljne kompanije da kupuju akcije ponuđača uz veliki popust, obično 50%, ukoliko ponuđač kupi 100% akcija ciljne kompanije. Inicijalni događaj, koji omogućava akcionarima da ostvare ovo svoje pravo kupovine akcije ponuđača uz veliki popust, jeste u slučaju kupovine 20% akcija od strane nekog pojedinca, partnerstva ili korporacije, ili u slučaju direktne ponude za 30% ili više ukupnih akcija ciljne kompanije. Flip-in otrovne pilule omogućuju akcionarima ciljne kompanije da kupe akcije ciljne kompanije po nižoj ceni u slučaju da ponuđač kupi određeni broj akcija ciljne kompanije ili uputi ponudu za minimalan broj akcija. Flip-in prava imala su za cilj da izvrše dekoncentraciju vlasništva u ciljnoj kompaniji bez obzira da li je ponuđač uspeo da integriše ciljnu kompaniju u svoju. Ove pilule mogu da budu efikasne u odnosu na napadače koji teže da kupovinom osvoje kontrolu nad ciljnom kompanijom. Što se tiče uticaja primene otrovnih pilula na imetak akcionara postoje različita mišljenja i rezultati studija koje su vršene. Zaključci koji bi se mogli izvući iz njihovog proučavanja i poređenja jesu da u kraćem vremenskom periodu uvođenje otrovne pilule deluje negativno na prinos po akciji, međutim, posmatrano u dužem vremenskom periodu, ukoliko dođe do realizacije ponude o preuzimanju akcionari ciljne kompanije koja je zaštićena otrovnom pilulom dobijaju veće premije od akcionara kompanija koje nisu zaštićene otrovnom pilulom.

Ciljna korporacija može da uvede razne izmene u svom statutu koje mogu da otežaju promene u kontroli upravljanja, a koje bi neprijateljski kupac želeo da uvede. Neke od uobičajenih izmena opštih akata u odnosu na mere protiv preuzimanja su proređivanje mandata članova odbora direktora, odredbe o supervećini pri glasanju, odredbe o usklađenoj ceni i dvojna kapitalizacija.

Odbrana proređivanjem mandata direktora čini mandate odbora promenljivim, tako što se direktori biraju u različitim periodima trajanja mandata, a ne zajednički. Ova mera je značajna za borbu oko preuzimanja jer bi odbor mogao da bude sastavljen od članova naklonjenih upravljačkom timu. Ukoliko je ponuđač već otkupio kompaniju proređeni mandati mogu da ga spreče da izabere članove upravljačkog tima koji će štititi njegove interese, kao što je na primer prodaja delova ciljne kompanije da bi se isplatio dug nastao u procesu kupovine. Usvajanje odredbi o proređenim mandatima članova odbora

²⁰ Gogen, A. P., *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 253.

direktora bi moglo da negativno utiče na cene akcija i imetak akcionara, međutim, to nije u potpunosti dokazano, a ukoliko ta veza i postoji relativno je slaba.

Statut korporacije propisuje potreban broj glasova da bi se usvojile izmene u statutu korporacije ili da bi se usvojila neka važna odluka, kao što je na primer integracija. Odredba o supervećini glasova ukazuje na potrebu većeg učešća glasova, što uglavnom iznosi 80% ili dvotrećinska većina, u najekstremnijim primerima ovih odredbi zahteva se 95%. Odredbe o potrebnoj supervećini glasova sadrže klauzle koje omogućuju korporaciji da ove odredbe ukine zavisno od potrebe.

Odredbe o fer (usklađenoj) ceni modifikacija su statutarne odredbe korporacije da ponuđač plati akcije najmanje u visini tržišne cene. Cena može biti izražena u formi određene cene ili odnosa P/E (cena-zarada). Ova mera je korisna pri pokušaju preuzimanja putem dve vezane ponude.

Dvojna kapitalizacija je restrukturiranje kapitala u dve klase akcija sa različitim glasačkim pravima. Cilj dvojne kapitalizacije je da se grupi akcionara koja je naklonjena stavovima upravljačkog tima daju veća glasačka prava. Uprava često direktno povećava svoju glasačku snagu prilikom uvođenja dvojne kapitalizacije pribavljajući akcije koje nose veća glasačka prava. Ovo ima za rezultat da upravljački tim povećava svoju snagu u upravljanju korporacijom.

Zlatni padobrani su posebni sporazumi o kompenzaciji koju kompanija daje višim članovima uprave. Ovi sporazumi mogu da se koriste pre nego što usledi neprijateljska ponuda, kako bi kompanija izgledala manje atraktivno za preuzimanje, a mogu da se koriste i u toku same borbe za preuzimanje. Neke kompanije usvajaju zlatne padobrane kako bi povećale sigurnost zaposlenih, da ukoliko nakon preuzimanja kompanije neki članovi upravljačkog tima moraju da odu, to ne bude bez kompenzacije. Zlatni padobran utiče i na jaču motivisanost upravljačkog tima prilikom pregovora o visini premija za akcionare. Postoje pak, i kritike na račun zlatnih padobrana u smislu da oni omogućavaju bogaćenje članova upravljačkog tima na račun akcionara. Iako su bili široko primenjivani u četvrtom talasu integracija, u petom talasu njihov značaj opada.

2.7. AKTIVNE MERE OD PREUZIMANJA

Aktivne mere odbrane od preuzimanja mogu se klasifikovati na sledeći način:²¹

- Zelena pošta (greenmail)
- Sporazumi o mirovanju (standstill agreements)
- Beli vitez (white knight)
- Izmene u strukturi kapitala
- Parničenje
- Pak-Man odbrana

Zelena pošta podrazumeva da kompanija otkupljuje svoje akcije od ponuđača uz premiju i pri tome traži da se on obaveže da neće pokrenuti ponudu za preuzimanje kontrole nad ciljnom kompanijom. Devedesetih godina zelena pošta polako jenjava sa scene, kao

²¹ Gogen, A. P., *Integracije, akvizicije i restrukturiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004., str. 289.

posledica smanjenih neprijateljskih preuzimanja, poreskih kazni, amandmana na statut protiv otkupa i straha od pokretanja parnice.

Sporazum o mirovanju kupovine hartija od vrednosti se javlja kada ciljna kompanija ugovorom obaveže potencijalnog kupca da u određenom vremenskom periodu neće uvećavati svoje vlasništvo u ciljnoj kompaniji. Pri tome kupac dobija odgovarajuću nadoknadu, jer se odriče pokušaja preuzimanja kontrole nad ciljnom kompanijom.

Beli vitez podrazumeva kompaniju koja nudi povoljnije uslove za kupovinu ciljne kompanije ili njenog dela, u odnosu na uslove koje nudi kompanija napadač. Za ciljnu kompaniju nije lako da pronađe kompaniju (belog viteza), i često mora da vodi teške pregovore sa kompanijom potencijalnim belim vitezom, kako bi izbegla da bude preuzeta od strane prvobitnog neželjenog napadača.

Ciljna kompanija može da inicira izmene u strukturi kapitala, kako bi odbila neprijateljskog ponuđača. Postoje četiri načina koji se koriste 1. Rekapitalizacija, 2. Pribavljanje većeg duga (a. Obveznice, b. Pozajmice od banaka), 3. Emitovanje dodatnih akcija (a. Opšta emisija, b. Beli štitonoša, c. ESOP), 4. Otkup akcija (a. Ponuda, b. Kupovine na otvorenom tržištu, c. Ponovne kupovine akcija ciljne kompanije). Kada se kompanija odluči za rekapitalizaciju ona pretvara veći deo svog kapitala u dug isplaćujući pri tome akcionarima velike dividende. Preuzimanje većih dugovanja, može da odbije kompaniju napadača, ali ova mera dovodi do pada cene akcija i smanjenja imetka akcionara. Emisijom dodatnih akcija menja se struktura kapitala kompanije tako što se uvećava kapital zadržavajući isti nivo dugovanja. Emitovanjem dodatnih akcija ciljna kompanija komplikuje i poskupljuje eventualnu kupovinu većeg udela u svojim akcijama. Da bi se odbranila od neprijateljskog ponuđača ciljna kompanija može ponovo da otkupi svoje akcije. Ponovna kupovina se može realizovati opštom kupovinom akcija, ciljnom kupovinom akcija i ponudom za svoje akcije.

Parničenje je jedan od vrlo često korišćenih metoda odbrane od preuzimanja. Uobičajeni oblici parničenja su: antitrustovske odredbe zakona, neodgovarajuća dokumentacija, prevara. Parnice mogu doneti korist ciljnim kompanijama, u vidu većih premija, ali ako se ponuda povuče dolazi do gubitaka za akcionare ciljne kompanije.

Pak-Man odbrana se javlja kada ciljna kompanija ponudi da kupi napadača kao odgovor na njegovu ponudu. Ova mera se ređe koristi.

2.8. PROBLEMI U OSTVARIVANJU USPEHA AKVIZICIJA I MERDŽERA I NAČINI DA SE ONI IZBEGNU

Nakon izvršene fuzije ili akvizicije očekuje se da dođe do stvaranja dodatne vrednosti, što je i cilj vlasničkih promena. S obzirom da se kod akvizicija plaća premija na postojeće tržišne cene akcija preuzete firme, postavlja se pitanje da li će promene u pogledu strategije i poslovnih procesa u preuzetoj firmi dovesti do odgovarajućeg povećanja vrednosti preuzete firme. Jedino u slučaju ostvarivanja sinergije i povećanja vrednosti akvizicije bi bile ekonomski opravdane.

Međutim, nakon što se akvizicija ili merdžer izvrši dešava se da mnoge integrisane kompanije jednostavno ne funkcionišu. Razlozi za to mogu biti loše planirano rukovođenje, neusaglašenost kultura i stilova korporativnih kompanija, previsoka cena koju plaća kupac za kompaniju koju preuzima, nesagledavanje potreba klijenata i nedostatak strateškog nastupa kod kompanija koje se ujedinjuju.²²

Ključni problemi u ostvarivanju akvizicionog uspeha mogu se grupisati i na sledeći način: teškoće prilikom integrisanja, neadekvatna procena kompanije koja se preuzima, veliko zaduživanje zarad finansiranja akvizicije, nemogućnost postizanja sinergije, previše diverzifikacije, preterana fokusiranost menadžmenta na akvizicije, problemi koji proizilaze zbog činjenice da kompanija postaje prevelika.²³

Prema jednom istraživanju sprovedenom u Velikoj Britaniji ispitanici su kao uzorok propasti naveli sledeće faktore (izraženo u procentima): Stavovi rukovodstva – 85%. Nedostatak post-integracionog planiranja – 80%. Nedostatak znanja od strane kupca o kupljenoj organizaciji i toj industriji – 45%. Loš menadžment i loša upravljačka praksa u kupljenoj organizaciji 45%. Malo ili nikakvo iskustvo rukovodstva kupca u preuzimanju drugih organizacija – 30%.²⁴

Da bi se obezbedio opstanak integrisanih preduzeća i izbegli gore navedeni problemi potrebno je obratiti pažnju na sledeće: Svaka kompanija koja želi da se razvija kroz akviziciju ili merdžer mora da proceni svoje finansijsko stanje, svoje jake i slabe strane. Zatim, treba da sprovede detaljnu analizu novih tržišta i institucija koje bi se mogle preuzeti, da pažljivo utvrdi cenu za ciljnu kompaniju. Kada se pregovori o integrisanju okončaju potrebno je obrazovati sposoban tim menadžera, lidera i iz kompanija koje su kupci i iz kompanija koje su preuzete. Takođe, neophodno je uspostaviti komunikacione kanale koji će omogućiti da i zaposleni učestvuju u procesima pripajanja ili sjedinjavanja kompanija. I što je veoma važno uspostaviti komunikacione kanale između zaposlenih i klijenata kako bi se eventualno nepoverenje klijenata moglo neutralisati. Svi navedeni postupci ne garantuju uspešnost integracija, ali povećavaju verovatnoću da će se integrisanje izvršiti glatko i da se dugoročni ciljevi mogu ostvariti.

²² Rose, S. P., Hudgins C. S., *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Data status, Beograd, 2005., str. 689.

²³ Hitt A. M., Irleand D. R., Hoskisson, E. R., *Strategic Management*, Thomson South-Western, 2003., str. 223.

²⁴ Internet http://www.adizes.co.yu/?c=5&a=1&news_id=26&c_name=Adizes%20news

3. FINANSIJSKI ASPEKT MERDŽERA I AKVIZICIJA

Kada se govori o nekom merdžeru kompanija ili akviziciji neke kompanije od strane druge, jedno od centralnih pitanja je koliko vredi posao? Određivanje tržišne vrednosti kompanija koje učestvuju u transakciji je polazna tačka u realizaciji transakcije. Procena vrednosti je uglavnom orijentisana na kompaniju koja treba da bude preuzeta, da bi se videlo koliko je ponuđač spreman da plati za kompaniju koju želi da preuzme, ali isto tako i da bi akcionari ciljne kompanije mogli da donesu odluku da li da prihvate ili odbiju ponudu. Obzirom da je evaluacija vrednosti kompanija izuzetno osetljiv posao, razvijene su razne metode koje se u ovu svrhu koriste. Uvek je poželjno proceniti vrednost kompanije koristeći više metoda nego se osloniti samo na jednu. U najvažnije spadaju metod diskontovanja novčanih tokova (discounted cash flow), P/E metoda, Tobinova metoda, komparativna metoda, knjigovodstvena i likvidaciona metoda.

Finansijska analiza, vrednovanje preduzeća-kandidata za pripajanje i odluka o finansiranju eksternog rasta su podfaze upravljanja strategijom integracije preduzeća u kojima do izražaja dolazi sposobnost i iskustvo ekspertskeg tima za ocenu opravdanosti izabrane strategije, prinosa i rizika koji taj izbor povlači. Zbog toga se značajna pažnja mora posvetiti finansijskoj analizi strategija spajanja i pripajanja preduzeća, analizi koja je slična standardnoj metodologiji za ocenu opravdanosti dugoročnog investiranja kapitala, ali je od nje mnogo kompleksnija. Na timu koji procenjuje opravdanost investicionog ulaganja koje se odnosi na sticanje vlasništva nad drugim preduzećem stoji kompleksan zadatak koji se, između ostalog, odnosi na:

- procenu cash flow-a koji se očekuje od integrisanja preduzeća,
- utvrđivanje efekta koji izabrani strateški pravac ima na stopu prinosa na sopstveni kapital, neto dobit po akciji i bilans preduzeća,
- odluku o načinu finansiranja dotične investicije,
- maksimalnu cenu koja se sme platiti za pripojeno preduzeće,
- osnovna područja i nivo finansijskog rizika.

Finansijskoj oceni opravdanosti merdžera prethodi analiza velikog broja finansijskih izveštaja i dokumenata. Rezultati analize finansijskih izveštaja i racio analize ciljnog preduzeća predstavljaju značajnu bazu podataka iz koje se može saznati da li target zadovoljava postavljene finansijske standarde, na osnovu čega se dalje može nastaviti sa vrednovanjem planirane strategije. Finansijska analiza i vrednovanje ciljnog preduzeća predstavljaju bazu za sklapanje ugovora o spajanju (pripajanju) targeta i daju podatke o potrebnim finansijskim sredstvima za isplatu vlasnika ciljnog preduzeća. Smatra se da je vrednovanje targeta onoliko dobro, koliko su tačne informacije na osnovu kojih je samo vrednovanje izvršeno. Stoga su informacije koje daje finansijska analiza od esencijalnog značaja za dalji tok ocene opravdanosti merdžera i akvizicija.

3.1. Specifičnosti finansijske analize strategija spajanja i pripajanja preduzeća

Analiza bilansnih pozicija preduzeća uključenih u fuzione procese

Kvalitetno urađena analiza finansijskih izveštaja i ratio analiza predstavljaju dobru osnovu za adekvatno vrednovanje strategije akvizicije. Preduzeće koje stiče vlasništvo nad drugim preduzećem vrednuje mnoge aspekte njegovog poslovanja oslikane u finansijskim, računovodstvenim i drugim izveštajima, kao i podacima koji se odnose na ostvarenu prodaju, poslovanje, rukovodstvo, fabrička postrojenja, sredstva i obaveze preduzeća. Izveštaji i podaci koji su predmet finansijske analize su:²⁵

- bilans stanja i uspeha i izveštaji revizora tokom poslednjih 5 godina,
- poreski izveštaji tokom poslednjih 5 godina,
- bilansi viškova i raspolaganja sredstvima,
- izveštaji Komisije za hartije od vrednosti i tržišnu vrednost hartija od vrednosti,
- prava po osnovu posedovanja svake klase akcija i drugih hartija od vrednosti,
- kapitalizacija,
- bankovni depoziti, prosečna stanja u bankama, kao i reference banaka,
- kreditni rejting emitovanih obveznica,
- mesto poslovnih knjiga preduzeća,
- imena, adrese i reputaciju revizora i advokata,
- izveštaji o konsolidacijama (ukoliko ih je bilo u poslovnoj prošlosti ciljnog preduzeća),
- obrtni kapital tokom zadnjih 5 godina, podaci o zalihama, potraživanjima od kupaca (uključujući koeficijente obrta),
- bruto i neto prodaja tokom poslednjih 5 godina i tokom zadnjih 12 meseci,
- pokazatelji o kretanju neto dobiti, donjoj granici rentabilnosti, bruto profitnoj marži i uposlenosti kapaciteta u poslednjih 5 godina,
- kretanje dividendi (ukupno i po akciji) u poslednjih 5 godina,
- kašnjenja u isplati dividendi i kamata,
- analiza prodajnih, opštih i administrativnih troškova, '
- obračun amortizacije tokom zadnjih 5 godina,
- plaćene kamate tokom zadnjih 5 godina,
- starost i broj računa potraživanja.

Sredinom 80-tih godina, kompanije sa agresivnom strategijom akvizicija su često koristile mogućnost dodatnog zaduživanja i finansirale pripajanja finansijski konzervativnijih kompanija dugoročnim dugom.

Analiza bilansa uspeha preduzeća koje se pripaja

Bilans uspeha predstavlja finansijski izveštaj o rezultatima poslovne aktivnosti ciljnog preduzeća u pojedinim vremenskim intervalima (obračunskim periodima). Iako vrlo značajan i nezamenljiv za finansijsku analizu, i bilans uspeha poseduje određene karakteristike koje ga čine neadekvatnim instrumentom za ocenu investicionih ulaganja u eksterni rast preduzeća.

²⁵ Stojiljković M., Krstić J., *Finansijska analiza*, Ekonomski fakultet, Niš, 2000., str. 99.

Uvek kada je poslovna politika preduzeća postavljena tako da je motivacija menadžera u vezi sa dostizanjem određenog finansijskog rezultata - dobitka ili zarade po akciji (što je čest slučaj prilikom strategija akvizicija), postavlja se problem utvrđivanja realnosti monetarnih vrednosti pojedinih pozicija bilansa uspeha. Potencijalno ciljno preduzeće može npr. sniziti kreditne standarde, što će za rezultat imati povećanje prihoda i dobiti u tekućem periodu, ali i povećanje gubitaka zbog nenaplativih potraživanja u nekom budućem vremenskom periodu.

Finansijskom analitičaru stoji na raspolaganju nekoliko tehnika koje pomažu u otkrivanju "veštačke" ekspanzije prihoda, ili njihovog "lošeg kvaliteta". Uvek kada prihodi kompanije rastu znatno brže od prihoda sličnih preduzeća-konkurenata, postavlja se pitanje da li za to postoji zadovoljavajuće objašnjenje. Takođe, nagli rast gubitka od nenaplativih potraživanja ili neočekivani pad prihoda mogu da indiciraju da su prihodi u nekom prošlom obračunskom periodu bili "veštački" postavljeni na visokom nivou. Iz napred navedenih razloga, pažnja finansijskog analitičara se više skreće sa analize bilasa uspeha na analizu bilansa tokova gotovine.

Problemi u vezi sa analizom bilansa uspeha ciljnog preduzeća postoje i nezavisno od utvrđivanja realnosti monetarnih vrednosti bilansnih pozicija. Ovde se pre svega radi o primeni različitih metoda amortizacije osnovnih sredstava. Amortizacija, kao što je poznato, predstavlja trošak poslovanja koji rezultira iz otpisivanja fiksnih sredstava na interne obračunske periode unutar veka trajanja sredstava preduzeća. Kako postoje različiti metodi amortizacije osnovnih sredstava, različit je i njihov uticaj na nivo finansijskog rezultata koji se oporezuje, pri istom nivou ostvarenog prihoda ciljnog preduzeća. Naime, ukupan iznos amortizacije pri svim metodama je isti, ali je različito njeno vremensko raspoređivanje, što svakako treba imati u vidu prilikom finansijske analize ciljnog preduzeća.

3.2. Finansijski pokazatelji i odluka o realizaciji merdžera i akvizicija

Racio analiza, kao jedan od najviše korišćenih instrumenata finansijske analize, predstavlja koristan analitički instrumentarijum u fazi planiranja i ocene strategije akvizicije. Monetarne vrednosti u kojima su date pojedine bilansne pozicije u finansijskim izveštajima imaju po sebi malu analitičku vrednost. Tek upoređivanjem sa bilansnim pozicijama sa kojima stoje u uzročnoj vezi može se dobiti vernija slika finansijskog položaja i aktivnosti ciljnog preduzeća. Sa druge strane, analiza napred pomenutih finansijskih izveštaja može reći puno o npr. kreditnoj sposobnosti, ali ne i o namerama ciljnog preduzeća da izmiruje svoje račune. Iz tog razloga, racio analiza predstavlja dopunu analizi finansijskih izveštaja u oceni finansijskog stanja i poslovanja ciljnog preduzeća.

U svrhu finansijske analize targeta, značajno je razmotriti racia likvidnosti, aktivnosti, rentabilnosti, tržišne vrednosti, kao i neke nestandardizovane finansijske pokazatelje.

Likvidnost ukazuje na sposobnost ciljnog preduzeća da izmiruje dospele obaveze, uz održavanje potrebnog nivoa i strukture obrtnih sredstava i očuvanje kreditnog boniteta. Dva najčešće korišćena pokazatelja iz ove grupe su opšti i rigurozni racio likvidnosti.

$$\text{Opšti racio likvidnosti} = \text{Obrtna sredstva} / \text{Kratkoročne obaveze}$$

Rigurozni racio likvidnosti= Likvidna sredstva I Kratkoročne obaveze.

Likvidnost je vrlo važna karakteristika ciljnog preduzeća. Naime, što je likvidnost potencijalnog ciljnog preduzeća pre pripajanja veća, veća je verovatnoća da se neće suočiti sa problemom nelikvidnosti u slučaju porasta troškova (i po tom osnovu odliva) u postakvizicionom periodu. Svakako da se verodostojnija ocena likvidnosti tokom finansijske analize targeta dobija korišćenjem rigurnog racia likvidnosti, ali i pri upotrebi ovog racia treba uzeti u obzir strukturu likvidnih sredstava ciljnog preduzeća i utvrditi koeficijente njihovog obrta.

Pokazatelji aktivnosti ciljnog preduzeća predstavljaju odnose između prihoda i troškova sa jedne strane i ulaganja u poslovna sredstva (pojedinačna ili ukupna) sa druge strane. Kao takvi, ovi pokazatelji predstavljaju važnu dopunu analizi likvidnosti, jer pružaju dodatne informacije o strukturi i koeficijentima obrta poslovnih sredstava ciljnog preduzeća.

Koeficijent obrta kupaca dobija se iz odnosa neto prihoda od prodaje i prosečnog salda kupaca, dok se prosečno vreme trajanja jednog obrta računa kao količnik broja dana u godini (360) i koeficijenta obrta kupaca

$$Kok = \text{Neto prihodi od prodaje} / \text{Prosečni saldo kupaca}$$

$$\text{Prosečan period naplate} = 360 \text{ dana} / Kok$$

Prosečan period naplate potraživanja od kupaca treba analizirati u kontekstu kreditne politike ciljnog preduzeća. Ukoliko se te veličine znatno razlikuju, i ukoliko preduzeće-kupac planira da uvede restriktivniju kreditnu politiku nakon pripajanja, onda svakako treba ispitati uticaj takve politike na promenu prihoda ciljnog preduzeća (tj. ispitati problem kupaca sa niskom kreditnom sposobnošću), i smanjenje profita. Ovo je naročito značajno kada se radi o pripajanju trgovinskih preduzeća kod kojih je udeo prodaje na kredit značajan.

Koeficijent obrta zaliha, koji predstavlja odnos između cene koštanja realizovanih proizvoda i prosečnog salda zaliha (pri čemu pri proračunu prosečnog salda zaliha treba uzimati saldo zaliha na kraju svakog meseca kako bi se smanjio uticaj sezonskih promena), treba analizirati u kontekstu držanja optimalnog salda zaliha targeta. Naime, visok koeficijent obrta zaliha ciljnog preduzeća ne mora uvek da predstavlja znak dobrog poslovanja, već može biti posledica držanja manjeg od optimalnog salda zaliha. Slično tome, nizak koeficijent obrta može da ukaže na neadekvatno upravljanje zalihama, tj. na problem koji bi pripajanjem ciljnog preduzeća mogao biti rešen.

Koeficijent obrta fiksnih sredstava (količnik između neto prihoda od realizacije i prosečne nabavne vrednosti fiksnih sredstava) predstavlja važan pokazatelj u finansijskoj analizi ciljnog preduzeća. Ovaj racio je utoliko značajniji ukoliko ciljno preduzeće pripada kapitalno-intezivnim granama, iz razloga što imenitelj ovog racia predstavlja potencijalnu snagu privređivanja preduzeća. Kao i u slučaju prethodnog pokazatelja, i ovaj racio treba uporediti sa industrijskim prosekom grane. Prilikom upotrebe koeficijenta obrta fiksnih sredstava posebno treba imati u vidu dve činjenice. Prvo, proračun ovog racia se bazira na istorijskim troškovima fiksnih sredstava, što znači da inflacija može imati veliki uticaj na

njegovu veličinu. I drugo, pri analizi ovog racia treba imati u vidu da li i u kojoj meri je ciljno preduzeće koristilo lizing aranžmane (jer se zna da sredstva uzeta u lizing ne predstavljaju vlasništvo preduzeća).

U pokazatelje finansijske strukture ubrajaju se odnos pozajmljenih prema ukupnim i sopstvenim izvorima finansiranja, koeficijent pokrića rashoda na ime kamate i koeficijent pokrića ukupnog duga. Ova grupa racia naročito je postala važna u analizi pripajanja tokom četvrtog "merdžer talasa" čija je karakteristika, kao što je napred pomenuto, značajna upotreba dugoročnog duga u finansiranju akvizicija. Zadatak finansijskog analitičara je da uporedi racia finansijske strukture ciljnog preduzeća sa prosekom grane, kao i da projektuje ove pokazatelje za nekoliko budućih godina postakvizicionog perioda. Cilj je utvrditi kakav uticaj ima otplata kredita korišćenog za finansiranje akvizicije, tj. vremenski period koji treba da protekne da bi se dostigao racio finansijske strukture koji predstavlja standard za analiziranu industrijsku granu.

Za sve nabrojane pokazatelje finansijske strukture se može reći da se trebaju razmatrati uporedo sa *cash-flow* analizom i da je njihova analiza naročito značajna za preduzeća koja planiraju da akvizicije finansiraju dugoročnim dugom. Generalno važi da je vrlo atraktivna karakteristika ciljne firme nizak racio dugoročnog duga u strukturi kapitala. Kapacitet zaduživanja takvih preduzeća može biti korišćen za finansiranje sopstvenog pripajanja.

Značaj pokazatelja rentabilnosti u finansijskoj analizi akvizicija proističe iz same činjenice da je jedan od osnovnih ciljeva strategije pripajanja generisanje profita. Postoje parcijalni i globalni pokazatelji rentabilnosti. U parcijalne pokazatelje spadaju stopa poslovnog (SPD_b) i stopa neto dobitka (SND_b),²⁶

$$SPD_b = \text{Poslovni dobitak} / \text{Neto prihod od prodaje}$$

$$SND_b = \text{Neto dobitak} / \text{Neto prihod od prodaje}.$$

Kako visina parcijalnih pokazatelja rentabilnosti u mnogome zavisi od grane u kojoj posluje ciljno preduzeće, za analizu strategije akvizicije važno je hronološki pratiti kretanje poslovnog i neto dobitka ciljne firme. Rastući trend ovih racia implicira jačanje finansijske snage, dok opadajući trend kombinovan sa padom cena akcija čini ciljno preduzeće vrlo "pogodnim" za pripajanje.

Globalni pokazatelji rentabilnosti se odnose na stopu prinosa na ukupna ($SPUS$) i stopu prinosa na sopstvena poslovna sredstva ($SPSS$)

$$SPUS = \text{Poslovni dobitak} / \text{Prosečna poslovna sredstva}$$

$$SPSS = \text{Neto dobitak} / \text{Prosečna sopstvena sredstva}.$$

²⁶ Stojiljković M., Krstić J., *Finansijska analiza*, Ekonomski fakultet, Niš, 2000., str. 102.

Ovo su vrlo značajni kvantitativni pokazatelji u finansijskoj analizi akvizicije iz razloga što predstavljaju ocenu efekata privređivanja ciljnog preduzeća sa ukupnim tj. sopstvenim sredstvima. Oni dakle pokazuju koliki je poslovni (neto) dobitak ostvaren efikasnim menadžmentom ukupnih (sopstvenih) sredstava ciljnog preduzeća. Ono što treba naglasiti kada je u pitanju upotreba racia rentabilnosti je činjenica da su i kategorija ukupnih i poslovnih sredstava preuzete ili izvedene iz bilansa stanja u kojem su date po knjigovodstvenoj vrednosti. Za finansijskog analitičara koji razmatra opravdanost jedne akvizicije od prevashodnog je značaja tržišna vrednost imovine ciljnog preduzeća. Ukoliko je razlika između knjigovodstvene i tržišne vrednosti velika, može se steći nerealna slika o efikasnosti menadžmenta ciljne firme, što može pogrešno uticati na odluku o merdžeru (akviziciji).

Među pokazateljima tržišne vrednosti (vlasništva) za analizu ciljnog preduzeća, najveći značaj ima analiza pokazatelja P/E racia, tj. odnosa tržišne cene po akciji i neto dobiti po akciji. Veći iznos P/E racia uliva veće poverenje akcionarima preduzeća-kupca o budućem poslovanju ciljnog preduzeća. Međutim, treba naznačiti da postojanje tržišne cene u brojitelju ovog racia implicira da kretanja na finansijskom tržištu (npr. slom berze) bitno utiču na iznos P/E racia. Iz ovog razloga, za finansijsku analizu merdžera (akvizicija) predlaže se upotreba korigovanog P/E racia (uzimanjem proseka tržišne vrednosti akcija i neto zarada u proteklom periodu). Takođe, samo obelodanjivanje namere o pripajanju ciljne firme može u mnogome uticati na rast P/E racia. Ovo iz razloga što tržište obično "predviđa" mogućnost plaćanja premija vlasnicima ciljnog preduzeća. Veća verovatnoća da će do spajanja (pripajanja) doći, povlači veći rast tržišne vrednosti akcija ciljnog preduzeća i P/E racia, što otežava zadatak finansijskog analitičara. Može se zaključiti da je poželjna karakteristika preduzeća - kandidata za pripajanje nizak P/E racio, jer on podrazumeva nižu cenu koja će biti plaćena za ciljno preduzeće. Kako pad P/E racia može biti rezultat trenutnog potcenjivanja tržišne cene akcija a ne pada zarađivačke moći potencijalnog ciljnog preduzeća, na finansijskom analitičaru je da upravo otkrije koji je uzrok tog pada i signalizira organima upravljanja da li se radi o ekonomski opravdanom merdžeru (akviziciji) ili ne.²⁷

Kada je u pitanju ocena jedne akvizicione strategije, finansijskom analitičaru su često potrebni specijalni podaci i informacije koje se ne mogu dobiti analizom standardnih racio brojeva. Takvi su npr. podaci o efikasnosti upotrebe radne snage ciljnog preduzeća (zaposleni/neto prihod od prodaje), ili trend kretanja strukture varijabilnih i fiksnih troškova. Ciljno preduzeće može npr. smanjivati troškove istraživanja i razvoja, marketinga i sl., čime se može steći slika o povećanju zarade po akciji koja je samo trenutna, dok bi dugoročno gledano ovakva politika vodila padu zarada po akciji.

²⁷ Todorović J., Stevanović N., *Značaj i pravci restrukturiranja privrede i njegove implikacije na računovodstvo i finansijski menadžment*, Zbornik radova sa XXVI Simpozijuma "Računovodstvo i poslovne finansije privrede u tranziciji", Zlatibor, 1995., str. 8.

3.3. Transakcioni troškovi strategija spajanja i pripajanja preduzeća

Isplata akcionara ciljnog preduzeća u transakcijama spajanja (pripajanja) predstavlja svojevrsan transfer bogatstva sa akcionara preduzeća-kupca na vlasnike targeta. To bogatstvo moglo je da bude usmereno u ličnu potrošnju vlasnika preduzeća koje realizuje eksterni rast, ili pak u izgradnju novih fabrika, kupovinu opreme ili ulaganje u istraživanje i razvoj, tj. u realizaciju internog rasta. Za razliku od organskog ili internog rasta, jedini resursi koji pri spajanju (pripajanju) preduzeća bivaju utrošeni odnose se na vreme i nadoknade menadžerima, advokatima, ekonomistima i finansijskim konsultantima, čiji je zadatak da aranžiraju celokupnu transakciju sticanja vlasništva nad ciljnim preduzećem. Iako su ti troškovi u apsolutnom iznosu vrlo visoki, oni ipak predstavljaju samo mali procenat ukupne vrednosti akvizicije. Po Jensen-u troškovi pružanja pravnih i finansijskih usluga od strane *insider-a* i spoljnih konsultanata iznose u proseku 7% vrednosti transakcije. Međutim, mnogo je značajnije da taj iznos transakcionih troškova omogućava akcionarima ostvarenje znatno većeg prinosa realizacijom eksternog rasta (4-30%).

Transakcioni troškovi predstavljaju sve dodatne troškove (pored iznosa koji se plaća vlasnicima targeta) kojima je preduzeće-sticatelj izloženo tokom realizacije spajanja (pripajanja) ciljnog preduzeća. Pored provizija finansijskim i drugim konsultantima, o kojima je bilo reči u prethodnom tekstu, ovi troškovi javljaju se u formi:

- raznih zakonski propisanih taksi;
- berzanskih taksi, provizija plaćenih Komisiji za hartije od vrednosti i sl.;
- troškova štampanja izveštaja, njihovih objavljivanja i obaveštavanja *stakeholder-a*;
- u slučaju korišćenja *vendor rights* i *vendor placing* finansiranja, u ove troškove spadaju i provizije plaćene trgovačkim bankama koje ove aranžmane sprovode.

Svi navedeni troškovi čine direktne transakcione troškove, koji se egzaktno mogu utvrditi. Realizacija eksternog rasta međutim, pored direktnih, povlači i tzv. oportunitetne transakcione troškove. Ovde se prvenstveno misli na mogućnost neuspeha javne ponude i gubljenje ugleda preduzeća-kupca, smanjen kredibilitet nekih budućih ponuda, narušen moral među rukovodstvom i osećanje neuspeha. Oportunitetni troškovi u slučaju uspešnih javnih ponuda i sticanja kontrole nad ciljnim preduzećem ogledaju se u gubicima usled davanja otkaza od strane menadžera targeta, smanjenim performansama kao posledici straha, pada morala, suočanja sa novom organizacionom kulturom i klimom zaposlenih ciljnog preduzeća. Ovim troškovima treba dodati i novčanu vrednost vremena koje top menadžment potroši na analizu opravdanosti, realizaciju i kontrolu sprovođenja integracije dve do tada odvojene organizacione celine. Kako je jedan od ciljeva taktike "napada" na ciljno preduzeće i minimiziranje ukupnih transakcionih troškova, sve navedene troškove treba detaljno analizirati u cilju definisanja i sprovođenja aktivnosti koje će rezultirati njihovim minimiziranjem.

Svakako da je iznos transakcionih troškova mnogo veći pri realizaciji neželjenih pripajanja, koja u najvećem broju slučajeva imaju za motiv "disciplinovanje" neefikasnog menadžmenta targeta. Logično je stoga postaviti pitanje da li su ovi troškovi suvišni, odnosno da li postoji alternativa akviziciji kojom će se ostvariti isti efekti koje nosi i ovaj metod eksternog rasta? Jer, ukoliko menadžer akviziciju posmatramo kao složen mehanizam uklanjanja neefikasnog

menadžmenta ciljnog preduzeća, čini se da je vrlo skupo potrošiti milione dolara da bi se pripajanjem smenio samo jedan izvršni direktor ili deo upravnog odbora. U vezi sa napred navedenom tvrdnjom o iznosu transakcionih troškova treba imati u vidu i sledeće činjenice. Prvo, poznato je da neželjena pripajanja čine samo mali procenat ukupnog broja i vrednosti transakcija transfera kontrole. Drugo, svi troškovi transakcije se mogu podeliti u dve heterogene grupe. U jednu grupu spadaju troškovi koji predstavljaju novčane izdatke kako za samo preduzeće, tako i za nacionalnu ekonomiju u celini (troškovi reklame i obaveštavanja, provizija trgovačkim bankama i sl). Berzanske takse i troškovi emisije i flotacije hartija od vrednosti su, sa druge strane, troškovi koji često učestvuju sa velikim procentom u strukturi ukupnih transakcionih troškova. Ovi troškovi ne bi mogli da se definišu kao izdatak sa stanovišta ekonomskog sistema, jer su praktično učinjeni u cilju kupovine osiguranja od rizika budućeg poslovanja integrisanog preduzeća.

Interesantno je analizirati i uticaj visine transakcionih troškova na funkcionisanje tržišta korporativne kontrole. Na tržištu korporativne kontrole se menadžment timovi nadmeću za pravo upravljanja i kontrole resursima korporacija. Poslovna efikasnost je osigurana svojevrsnom prirodnom selekcijom među menadžerima. Pretnja od neželjenog pripajanja koja povlači gubljenje posla podstiče menadžere da se ponašaju u skladu sa interesima akcionara. Kako "disciplinatorska" spajanja i pripajanja nisu besplatna, postavlja se pitanje da li ti visoki "nus" troškovi mogu dovesti do disfunkcionalnosti tržišta korporativne kontrole. Drugim rečima, da li prisustvo visokih troškova transakcija pripajanja koje smanjuje efekte koje akcionari preduzeća-kupca ostvaruju "disciplinatorskim" pripajanjima, predstavlja nedostatak tržišta korporativne kontrole. Poznato je da cena identifikacije neefikasnog menadžmenta, tj. selekcije i vrednovanja kandidata za pripajanje, kao i cena korekcije sistema menadžmenta putem pripajanja može biti veoma visoka. Iz tog razloga, menadžeri preduzeća kupca često koriste svoje diskreciono pravo i sprečavaju odluku o eksternom rastu. Pored toga, što je veća vrednost preduzeća koje se pripaja, veći je iznos transakcionih troškova. Generalno govoreći, što su veće diskrecione koristi kontrole korporativnih resursa, tržište postakvizicionom periodu, tj. porast odnosa između ukupnih efekata i troškova (u koje spadaju i transakcioni troškovi) merdžera i akvizicija.

3.4. Vrednovanje preduzeća - kandidata za pripajanje

Vrednovanje ciljnog preduzeća je jedna od najznačajnijih faza procesa ocene opravdanosti strategije eksternog rasta. Sa stanovišta preduzeća-kupca, vrednost ciljnog preduzeća predstavlja zbir predakvizicione vrednosti ciljnog preduzeća (*stand-alone* vrednost) i inkrementalne (dodatne) vrednosti koja će se javiti kao posledica spajanja (pripajanja). Očekivana dodatna vrednost može biti utvrđena na osnovu podataka o neto dobiti ili novčanom prilivu koji će se ostvariti u postakvizicionom periodu. Potencijal za stvaranje dodatne vrednosti koje ciljno preduzeće nosi treba biti upoređen sa troškovima akvizicije, tj. sa cenom koja se plaća za spojeno (pripojeno) preduzeće. Pri vrednovanju ciljnog preduzeća kupac se suočava sa rizikom pogrešnog utvrđivanja a iznosa očekivanog novačanog priliva koji merdžer (akvizicija) nosi, ali i sa rizikom pogrešnog tajmiranja očekivanih efekata. Step en rizika vrednovanja zavisi od kvaliteta informacija sa kojima kupac raspolaže, koji pak zavisi od tipa fuzije (dobrovoljna VS neželjena), i vrste ciljnog preduzeća (javna VS zatvorena kompanija).

Na prvi pogled, proces istraživanja (*search and screen*) kandidata za pripajanje ne razlikuje se od klasičnog procesa donošenja odluka o dugoročnom ulaganju kapitala koji se bazira na oceni diskontovanog cash-flow-a i neto sadašnjoj vrednosti. Međutim, kako se prilikom pripajanja preduzeća skoro uvek javlja potreba za operativnim, stratejskim i finansijskim promenama u poslovanju pripojenog preduzeća, predviđanje budućih performansi targeta je krajnje rizičan poduhvat. Ovo čini proces donošenja odluke o merdžeru (akviziciji) mnogo kompleksnijim i intuitivnijim od procesa donošenja klasičnih kapitalnih investicionih odluka. Shodno tome, i tvrdnja mnogih specijalista za merdžere (akvizicije) da su neto sadašnja vrednost očekivanog cash-flow-a i zarada po akciji (EPS) najbolji metodi ocene finansijske isplativosti strategije spajanja (pripajanja), traži dodatna objašnjenja. Naime, preduzeće koje vrši pripajanje treba ponuditi vlasnicima ciljnog preduzeća takvu cenu koja će za njih biti privlačna. Sa druge strane, eksternim rastom ne bi smeo da dovede do naglih skokova finansijskog leverage-a i pada EPS-a. Posledično, sastavljanje takvog finansijskog paketa je vrlo složeno, pa pri upotrebi pomenutih metoda treba biti krajnje oprezan.

Vrednovanje ciljnog preduzeća je visoko specijalizovan posao, koji zahteva iskustvo i ekspertizu stručnjaka različitih profila - računovođa, finansijera, marketing eksperata. U isto vreme, "fer vrednovanje" podvazuje celovit pristup evaluaciji svih delova imovine i operacija ciljnog preduzeća. Stoga se smatra da angažovanje eksternih eksperata na poslovima vrednovanja merdžera (akvizicije) ne daje uvek dobre rezultate, jer su oni uglavnom orijentisani ka vrednovanju sredstava, ali ne i operacija targeta. Vrednovanje ciljnog preduzeća zajedničkim naporima menadžment timova dva preduzeća predstavlja najbolji način ocene snaga i slabosti targeta, i opravdanosti investicije u spajanje (pripajanje) tog preduzeća.

Finansijskom analitičaru je na raspolaganju više tehnika vrednovanja targeta, pri čemu se one dele u dve osnovne grupe. Prva grupa odnosi se na tehnike koje kao bazu za procenu vrednosti uzimaju ostvarene zarade, ili su zasnovane na vrednosti sredstava (imovine) kojoj target raspolaže. Druga grupa tehnika bazira se na projektovanom neto novčanom toku od akvizicije (merdžera). Svrha daljeg razmatranja biće analiza upotrebe neto sadašnje vrednosti, EPS i P/E racia i drugih tehnika vrednovanja strategije spajanja (pripajanja) preduzeća i problema koji se pri tome javljaju. Posebna pažnja biće usmerena tretmanu *goodwill-a*, kao značajnom problemu koji treba rešiti pri vrednovanju investicija u eksterni rast preduzeća. Razmatranja na kraju ove glave biće posvećena specifičnostima vrednovanja preduzeća čijim se akcijama ne trguje javno.

Tehnika diskontovanog novčanog toka

Problem merdžera može se analizirati analogno klasičnom problemu dugoročnog investiranja kapitala. Shodno tome, merdžer (akvizicija) se može oceniti kao opravdana investicija ukoliko je neto sadašnja vrednost (NPV) novčanog priliva koje odbacuje preuzeta aktiva (nakon oporezivanja), pozitivna vrednost. U najprostijem slučaju, kada jedno preduzeće preuzima samo aktivu, ne i obaveze ciljnog preduzeća, i kada se merdžer (akvizicija) finansira gotovinom, za iznos inicijalnog ulaganja uzima se novčani iznos plaćen akcionarima ciljnog preduzeća u gotovom. U slučaju da se pored aktive preuzimaju i obaveze ciljnog preduzeća, akvizicija će biti prihvatljiva ako je sadašnja vrednost budućeg cash-flow-a pripojenog preduzeća veća od zbira kupovne cene i sadašnje vrednosti zaduženja ciljnog preduzeća. Merdžer (akvizicija) će imati ekonomsko opravdanje uvek kada je sadašnja

vrednost integrisanog preduzeća nakon izvršenog spajanja (pripajanja), veća od sadašnje vrednosti pojedinačnih preduzeća.

Zašto se diskontovanje neto novčanog toka smatra značajnom tehnikom pri donošenju odluka o opravdanosti eksternog rasta? Dugoročno posmatrano, preduzeće vredi onoliko koliko je firma ili pojedinac koji ga kupuje voljan da plati u gotovini ili gotovinskim ekvivalentima za pravo upravljanja resursima tog preduzeća. Istorijski podaci nam pružaju nepobitne dokaze o tome šta predstavlja bazu za donošenje odluke o maksimalnoj ceni koju je kupac voljan da plati za ciljno preduzeće. Kako se računodovstvena pravila razlikuju od zemlje do zemlje, od sektora do sektora, kao i među samim preduzećima, podaci koje pruža računovodstvo su retko kad korišćeni kao osnova za pregovaranje o ceni. Naime, ovi podaci opisuju poslovanje preduzeća u prošlosti, dok je za kupca važno da se ti podaci na neki način konvertuju u buduće vrednosti. Dakle, kupac prvenstveno vrednuje preduzeće na osnovu očekivanja o visini budućeg cash flow-a koji će biti generisan sticanjem kontrole nad targetom. Stoga se, u slučaju asimetričnih informacija, može desiti da se neto sadašnja vrednost merđžera (akvizicije) znatno razlikuje od vrednosti tog preduzeća na tržištu.

Sam proces vrednovanja ciljnog preduzeća putem kriterijuma neto sadašnje vrednosti odvija se u nekoliko faza.²⁸

- Procena cash flow-a ciljnog preduzeća koji će se ostvariti u postakvizicionom periodu pod kontrolom menadžmenta preduzeća-kupca (na osnovu budućeg prihoda od prodaje, utvrđuje se neto dobitak kome se dodaje iznos amortizacije da bi se dobio godišnji neto priliv gotovine);
- Procena ostataka vrednosti investicije u eksterni rast preduzeća;
- Proračun prosečne cene kapitala kojom će se diskontovati projektovani cash flow, a koja bi trebalo da oslikava rizik investicije u kupovinu ciljnog preduzeća i strukturu kapitala targeta u postakvizicionom periodu,
- Diskontovanje projektovanog neto novčanog toka;
- Dobijenoj vrednosti iz prethodnog koraka dodaje se očekivani iznos koji će se primiti prodajom neželjenih delova aktive ciljnog preduzeća, nakon čega se oduzimaju transakcioni troškovi, iznos preuzetog duga, kao i porez koji se plaća na prodatu aktivu targeta;
- Tako izračunata neto sadašnja vrednost se upoređuje sa predakvizicionom vrednošću targeta u cilju determinisanja dodatne vrednosti;
- Na osnovu iznosa dodatne vrednosti utvrđuje se maksimalna cena koja se može platiti za ciljno preduzeće, tj. utvrđuje se iznos premije koja će se ponuditi vlasnicima targeta.

Primena kriterijuma NPV pretpostavlja da su razjašnjena mnoga pitanja koja su u vezi sa poslovanjem ciljnog preduzeća, od čijeg rešenja zavisi metodologija realnog utvrđivanja sadašnje vrednosti i struktura elemenata koji su predmet korišćenja. Kao prvo, realno postoji mogućnost da je ciljno preduzeće koristilo specijalne finansijsko-računovodstvene metode da bi se dobila podešena slika zarađivačke snage i finansijskog stanja u kome se to preduzeće nalazi, i tako ostvarila bolja prodajna cena. Ista mogućnost postoji i kod

²⁸ Stojiljković M., Krstić J., *Finansijska analiza*, Ekonomski fakultet, Niš, 2000., str. 103.

preduzeća sticatelja pa je neophodno da se pre vrednovanja strategije pripajanja poslovne knjige oba preduzeća revidiraju tako da realo oslikavaju njihovo finansijsko stanje.

Upotreba kriterijuma NPV pri oceni opravdanosti akvizicije povezana je i sa problemom realne procene zarađivačke snage cilnog preduzeća u postakvizicionom periodu, tj. problemom predviđanja budućeg cash-flow-a. Polje u kome je moguće načiniti pogrešnu procenu je ovde vrlo veliko, pa se u ovoj fazi procesa vrednovanja predlaže upotreba senzitivne analize, tj. analize uticaja raznih scenarija na cash-flow pripojenog preduzeća. Analiza osetljivosti ukazuje na kritične vrednosti ulaznih parametara (ostvareni neto prihod, prosečna cena kapitala, iznos transakcionih troškova, poreska stopa), pri kojima je investicioni projekat kupovine cilnog preduzeća još uvek prihvatljiv sa stanovišta neto sadašnje vrednosti.

Podaci koje pruža analiza osetljivosti u vezi efekata koje primena različitih vremenskih horizonta eksploatacije cilnog preduzeća daje na NPV, od velikog su značaja za donosiocce odluke o eksternom rastu. Naime, analiza opravdanosti investicije u kupovinu drugog preduzeća zahteva utvrđivanje dužine ekonomskog veka, tj. perioda u kome će se budući efekti ove investicije projektovati. Za većinu kompanija, ovaj period je standardizovan na 10 godina. Od opšteg pravila odstupaju investicije u kupovinu preduzeća čiji su proizvodi podložni modnim trendovima (igračke, garderoba, obuća i sl.), kod kojih se kao ekonomski vek projekta uzima period od 5 do 7 godina. Sa druge strane, opravdanost merdžera i akvizicija u javnom sektoru utvrđuje se na bazi kriterijuma NPV projektovanjem neto novčanog toka u periodu od 20 godina. U praksi se uočava opšti trend skraćivanja ekonomskog veka investicije u eksterni rast, jer rastuća neizvesnost poslovanja utiče na to da se tradicionalnim periodima projekcije neto efekata rizik ne može korektno uključiti u analizu.

Korišćenje kriterijuma NPV zahteva poseban oprez kada je u pitanju vrednovanje strategija pripajanja preduzeća iz oblasti visoke tehnologije, preduzeća koja su na samom početku životnog ciklusa (start-ups), preduzeća iz oblasti informatike i usluga i sl. Upotreba kriterijuma NPV pri vrednovanju ovih preduzeća može dati netačnu sliku potencijala za stvaranje dodatne vrednosti koje nosi merdžer (akvizicija), upravo zbog specifične prirode delatnosti kojima se ova preduzeća bave. Navedeni problemi samo ukazuju na to da je vrednovanje strategije spajanja (pripajanja) navedenim kriterijumom veoma kompleksno i zahteva analizu velikog broja varijabli. Sa druge strane, važno je naglasiti da se ponuđeni sistem vrednovanja, nikako ne sme shvatiti kao formalan i strogo strukturiran proces, tj. kao proces koji ne dopušta nikakvu logiku i kreativnost donosioca odluka. Napred navedena lista preduzeća upravo potvrđuje da kriterijum NPV treba u svakoj konkretnoj situaciji biti prilagođen prirodi preduzeća koja ulaze u integraciju, a da je korišćenje znanja i iskustva menadžera oba preduzeća neophodno za pravilnu ocenu akvizicije.

4. ULOGA FINANSIJSKIH KONSULTANATA U PROCESIMA MERDŽERA I AKVIZICIJA

Merdžeri i akvizicije ne predstavljaju svakodnevne pojave u poslovanju jednog preduzeća. Iz tog razloga su u ove finansijske transakcije uključeni finansijski i drugi konsultanti, i to kako sa strane preduzeća-kupca, tako i sa strane ciljnog preduzeća. Iako se u finansijskoj štampi uloga posrednika naročito ističe, empirijska istraživanja pokazuju da učešće konsultanata i njihova reputacija ne utiču značajno na prinose koji ostvaruju akcionari preduzeća uključenih u fuzione procese.

Rezultati istraživanja Servaes-a i Lenner-a ukazuju da reputacija finansijskih konsultanata nema značajnu ulogu u transakcijama spajanja (pripajanja), ali da su upravo karakteristike transakcije determinanta da li će preduzeće-kupac odlučiti da angažuje konsultante. Chemmamur i Fulgheri analiziraju ulogu finansijskih konsultanata u oblasti izbora načina finansiranja eksternog rasta. Kada je preduzeće-kupac suočeno sa problemom pribavljanja kapitala za finansiranje spajanja (pripajanja) i odluči se za emisiju hartija od vrednosti, finansijski konsultanti će biti angažovani u cilju pribavljanja informacija o vrednosti nove emisije, ili posredovanja u prodaji tih vrednosnih papira. U radovima napred navedenih autora, dolazi se do zajedničkog zaključka da bolja reputacija konsultanata povlači tačniju ocenu vrednosti nove emisije, pa prema tome i manje negativne efekte na cenu akcija preduzeća-kupca prilikom objave merdžera (akvizicije). Rau u svom istraživanju analizira relaciju između reputacije finansijskih konsultanata, načina plaćanja provizije i performansi preduzeća-kupca u postakvizicionom periodu. On dolazi do zaključka da prilikom spajanja (pripajanja) reputacija, ali i uslovi plaćanja ne utiču bitno na rezultat realizacije strategije eksternog rasta, tj. na prinos koji ostvaruju akcionari firme-kupca u postakvizicionom periodu. Nasuprot ovom, rezultati istraživanja Bowers-a i Miller govore u prilog tezi da učešće finansijskih konsultanata, naročito onih sa visokom reputacijom, ima uticaja na adekvatan izbor ciljnog preduzeća. U isto vreme ovi autori tvrde da samo prisustvo konsultanata ne utiče značajno na tok pregovora između dve firme, kao ni na njihovu pregovaračku moć.

U zajedničkom radu Kale, Kini i Ryan²⁹ posebno analiziraju učinak finansijskih konsultanata u procesima spajanja (pripajanja) u zavisnosti od strane koja ih angažuje. U empirijskom istraživanju ovi autori dolaze do zaključka da ciljno preduzeće angažuje konsultante uvek kada je relativno male veličine u odnosu na firmu-kupca, kao i kada kupac poseduje određeno učešće u vlasničkom kapitalu targeta i pre objave spajanja (pripajanja). Sa druge strane, konsultanti su angažovani od strane preduzeća-kupca najčešće onda kada postoji konkurentsko preduzeće sa istim interesom da spoji (pripoji) isto ciljno preduzeće. Pomenuti autori ne nalaze da postoji jaka relacija između efekata strategije eksternog rasta na prinos akcionara preduzeća-kupca i angažovanja konsultanata od strane iste firme. Međutim, analiza učešća i reputacije konsultanata na prinos akcionara firme-prodavca daje sasvim drugačije rezultate. Naime, postoji jaka pozitivna korelacija između prinosa koji ostvaruju akcionari targeta i reputacije finansijskih konsultanata.

²⁹ Kale J., Kini O., Ryan H., *On the Participation and Reputation of Financial Advisors in Corporate Acquisitions*, Western Finance Association Meeting, Atlanta, 1996., str. 26.

Nezavisno od navedenih rezultata empirijskih istraživanja, može se reći da su finansijski konsultanti interesna grupa koja uvek ostvaruje prinos po osnovu učešća u transakcijama spajanja (pripajanja) preduzeća. Iznos provizije koje oni naplaćuju kako od preduzeća-kupca, tako i od ciljnog preduzeća, obično ne zavisi od toga da li je njihov savet uticao na to da finansijska transakcija bude uspešna. Sve aktivnosti finansijskih institucija u procesu merdžera (traganje za firmom-kandidatom za pripajanje, procena vrednosti ciljne firme, finansiranje merdžera, primena defanzivne taktike) su vrlo profitabilne, pa oblast merdžera i akvizicija privlači mnoge mlade ljude, koji se podstaknuti visokim provizijama stalno nadmeću sa novim idejama za pripajanje i preuzimanje. Institucionalni investitori favorizuju merdžere koji mogu povećati vrednost njihovog portfolia, a da pri tom ne vode računa o dugoročnim rezultatima koje će dati pripajanje. Suočeni sa visokom konkurencijom, portfolio menadžeri su usmereni na kratkoročne rezultate. Ovakva politika, sa druge strane, može ugroziti dugoročne interese preduzeća uključenih u fuzione procese. Upravo iz tog razloga, kada su uz to poznati i rezultati empirijskih istraživanja o uticaju učešća konsultanata na prinos akcionara firmi uključenih u fuzione procese, logično se postavlja pitanje: zašto se i pored takvih rezultata, firme koje planiraju eksterni rast i dalje obraćaju finansijskim i drugim posrednicima za različite usluge?

Uloga finansijskih konsultanata u transakcijama spajanja (pripajanja) preduzeća je kompleksna iz najmanje tri razloga. Prvo, obe strane uključene u fuzioni proces su samo delimično informisane o poslovanju drugog preduzeća. Nedovoljno informisani menadžeri preduzeća-kupca će u cilju procene vrednosti ciljnog preduzeća potražiti usluge konsultanata. U periodu koji prethodi spajanju (pripajanju), target svakako ima verodostojne informacije o svojim poslovnim potencijalima. Međutim, preduzeće-kupac je verovatno bolje informisano o potencijalnoj sinergiji koja će se javiti u postakvizicionom periodu. Pored toga, u slučaju angažovanja konsultanata u proceni nove emisije hartija od vrednosti koja se plasira na tržište u cilju finansiranja eksternog rasta, situacija je još komplikovanija. Naime, informisano preduzeće-kupac (emitent hartija od vrednosti), angažuje konsultante u cilju ocene vrednosti nove emisije i njene prodaje neinformisanim institucijama- i pojedincima na tržištu kapitala. Drugo, konsultanti se angažuju u najvećem broju slučajeva za izvršenje više zadataka koje klijent navodi u ugovoru. To svakako otežava ocenu njihove uloge u procesima spajanja (pripajanja). Na kraju, suprotna strana u fuzionom procesu može takođe potražiti usluge konsultanata, pa uspeh strategije eksternog rasta može u krajnjem zavisiti od učešća konsultanata koje je upravo angažovala druga strana.

Institucije i pojedinci kojima se preduzeća uključena u fuzione procese obraćaju za ekspertizu su najčešće investicione i trgovačke banke, advokatske i brokerske kuće, konsultanti za *public relations* i komunikaciju, istraživanje tržišta, eksperti za *due dilligence* i sl. Obim usluga koji se traži od navedenih individua i institucija zavisi od mogućnosti samog preduzeća da svojim kadrovima i finansijskim mogućnostima samostalno izvrši finansijsku analizu i finansira strategiju spajanja (pripajanja). Transakcije male vrednosti će uglavnom biti izvedene samostalno uz ekspertizu finansijskog, pravnog i računovodstvenog sektora samih preduzeća uključenih u fuzioni proces. Angažovanje finansijskih konsultanata tokom planiranja i realizacije strategije spajanja (pripajanja) podrazumeva dodatno finansijsko naprezanje preduzeća. Provizije koje posrednici zahtevaju zavise u prvom redu od veličine transakcije i prirode konsultantskih usluga koje se od njih traže.

5. EFIKASNOST I EKONOMSKE PERFORMANSE MERDŽERA I AKVIZICIJA

Sudeći po motivima i analiziranim metodama kojima se vrši ocena i vrednovanje strategija spajanja (pripajanja), merdžeri i akvizicije imaju svoju unutrašnju ekonomsku logiku i vode povećanju ekonomske efikasnosti i drugih ekonomskih kriterijuma. Kada se radi o opravdanosti spajanja (pripajanja), treba poći od najnovijih iskustava razvijenih zapadnih tržišnih ekonomija, u kojima se, u poslednjih desetak godina zapaža pojačan tempo merdžera i akvizicija. Sa druge strane, pri planiranju strategija eksternog rasta treba imati u vidu i rezultate empirijskih istraživanja performansi merdžera i akvizicija. Oni ukazuju da eksterni rast nije automatski povezan sa poboljšanjem performansi preduzeća u postakvizicionom periodu. Bez sumnje, relacija između kombinovanja preduzeća i poslovnih performansi uslovljena je kvalitetom integracionog postupka, ali i predašnjim iskustvom preduzeća u realizaciji eksternog rasta, adekvatnim planiranjem taktike spajanja (pripajanja), kao i faktorima biheviorističke prirode.

Merdžeri i akvizicije iz dana u dan obuhvataju sve više preduzeća, a transakcije sticanja vlasništva eskaliraju kako sa stanovišta veličine potrebnih finansijskih sredstava, tako i stanovišta strategijskih ambicija uključenih preduzeća. Efikasno upravljanje ovim oblicima eksternog rasta podrazumeva praćenje i razumevanje trendova aktivnosti kombinovanja preduzeća, ali i shvatanje ciljeva, vizije i tehnika realizacije konkretnog merdžera (akvizicije).

Efekti merdžera i akvizicija zavise u prvom redu od tipa efikasnosti povezane sa ovim transakcijama. Ako pođemo od koncepta proizvodnih funkcija u preduzeću, razlikujemo pet kategorija efikasnosti:

- racionalizacija proizvodnje (smanjenje troškova kao posledica realokacije proizvodnje između integrisanih preduzeća),
- ekonomija obima i širine,
- tehnološki progres,
- ušteda u nabavnoj ceni input-a i sniženje prosečne cene kapitala,
- rešenje problema neefikasnog upravljanja (menadžerska i X-efikasnost).

Često se u analizi efikasnosti strategija spajanja (pripajanja) pravi i razlika između povećanja efikasnosti usled uštede u troškovima nasuprot redistribuciji troškova. Prvi oblik efikasnosti potiče od ušteda u troškovima proizvodnih resursa po osnovu racionalizacije, ekonomije obima, tehnološkog progresa ili smene neefikasnog menadžementa. Redistributivni efekti predstavljaju one uštede u troškovima koje preduzeće-kupac može da ostvari u formi manjih obaveza prema državi ili smanjenjem nabavnih cena input-a. Pri oceni efikasnosti eksternog rasta treba uzeti u obzir samo očekivane uštede u troškovima (ne i uštede po osnovu redistribucije). Važno je napraviti razliku i između ušteda na fiksnim i varijabilnim troškovima. Samo smanjenje varijabilnih troškova proizvodnje može uzrokovati u kratkom roku povećanje efikasnosti poslovanja kombinovane firme. Nasuprot tome, uštede u fiksnim troškovima po jedinici proizvoda ostvaruju se u dugoročnom periodu, prvenstveno po osnovu ekonomije obima i tehnološkog progresa.

Korisno je napraviti razliku između efikasnosti ostvarene na nivou preduzeća i na nivou industrijske grane, kao i efikasnosti na relevantnom tržištu u odnosu na efikasnost ostvarenu

na drugim tržištima¹. Efikasnost na nivou industrijske grane potiče od realokacije proizvodnje sa integrisanih preduzeća na njihove konkurente. Ovaj efekat koji prati eksterni rast se javlja u slučaju kada preduzeće-kupac poseduje određenu informacionu prednost u odnosu na konkurenciju. Svi navedni izvori efikasnosti mogu se javiti kako na nivou preduzeća, tako i na nivou grane.

U empirijskim istraživanjima efikasnosti strategija spajanja (pripajanja) preduzeća, u najvećem broju slučajeva identifikacija koristi po osnovu povećane efikasnosti vrši se indirektnim putem, i to uglavnom na dva načina. Jedna grupa studija istražuje efekte koje merdžeri (akvizicije) imaju na performanse preduzeća u postakvizicionom periodu merene kretanjem ostvarenog profita preduzeća-kupca u poređenju sa profitom integrisanih preduzeća pre realizacije eksternog rasta. Ovo je prilaz koji se u merenju performansi merdžera (akvizicija) koristi u ekonomici industrije (*industrial economic approach*). Ukoliko se dođe do podataka o rastu poslovnih performansi, smatra se da je merdžerom (akvizicijom) kreirana dodatna vrednost za akcionare. Ona može biti posledica monopolskog položaja ili povećanja efikasnosti, ili kombinovanog efekata ova dva faktora. Da bi se efekat rasta poslovnih performansi koji potiče od povećanja efikasnosti izdvojio, potrebne su dodatne informacije o kretanju cena proizvoda (uluga), tržišnom učešću kombinovanog preduzeća, kao i cenama konkurentnih preduzeća. Ova grupa studija pruža značajne informacije ne samo o kretanju cena akcija kombinovanih firmi i profitabilnosti, već i o distribuciji efekata merdžera (akvizicija) između raznih interesnih grupa.³⁰

Sa teorijske tačke gledišta, merdžer može uzrokovati povećanje ili smanjenje profitabilnosti preduzeća-kupca. Posledica horizontalnih spajanja (pripajanja) je povećanje tržišne moći, tj. sposobnost preduzeća da postavi prodajnu cenu iznad marginalnih troškova. Na drugoj strani, merdžeri (akvizicije) vode smanjenom tržišnom učešću integrisanih preduzeća. Kao odgovor na merdžer, firme-rivali su motivisane na ekspanziju sopstvene proizvodnje. Neto efekat ove dve tendencije može biti pozitivan ili negativan. I mada je nerealno očekivati da se preduzeća spajaju (pripajaju) ukoliko ne očekuju veću profitabilnost, realizacija eksternog rasta je često praćena smanjenjem profitabilnosti u postakvizicionom periodu.

Druga grupa empirijskih istraživanja iste problematike bavi se procenom efekata koje merdžeri (akvizicije) imaju na kretanje cena akcija uključenih firmi u vreme obelodanjivanja i zaključenja transakcije. Tzv. analiza studija slučaja (*event study analysis*) ima za cilj da utvrdi da li je došlo do značajnih skokova u cenama akcija nekoliko nedelja pre i nekoliko nedelja nakon obelodanjivanja namere o spajanju (pripajanju). Osnovna prednost studija slučaja u odnosu na prilaz koji se koristi u ekonomici industrije je da kretanje cena akcija odražava sadašnju vrednost očekivanog budućeg neto priliva koji se kreira eksternim rastom. Ova činjenica predstavlja fundamentalnu razliku u odnosu na studije profitabilnosti koje se baziraju na računovodstvenim podacima. Kako se računovodstveni podaci odnose samo na tekući profit, koji može biti posledica vanrednih prihoda (rashoda), i kako iznos profita u velikoj meri zavisi od izabranog računovodstvenog metoda vođenja zaliha, amortizacije, klasifikacije prihoda i troškova i sl., smatra se da studije slučaja daju bolju ocenu efikasnosti strategija.

³⁰ Ivanišević, M., *Holding kompanija i spajanje preduzeća*, Računovodstvo 12/91, Beograd, 1991., str. 798.

5.1. Efekti merdžera i akvizicija na profitabilnost i stopu rasta preduzeća

Autori studija profitabilnosti generalno primenjuju dve mere profitabilnosti - stopu prinosa na ukupno uložena sredstva i stopu prinosa na sopstvena sredstva. Da bi se odvojio uticaj spoljašnjih faktora na profitabilnost, neto dobit kombinovanog preduzeća upoređuje se sa istom kategorijom kontrolne grupe i industrijskim prosekom. Podaci do kojih su došli autori empirijskih istraživanja uticaja merdžera (akvizicija) na profitabilnost na tržištu korporativne kontrole evropskih zemalja ne upućuju na jedinstven zaključak. Posledica eksternog rasta korporativnih preduzeća u Belgiji i Nemačkoj, je profitabilnost bolja od industrijskog proseka. Kumps i Wtterwulge ispituju profitabilnost 21 merdžera u proizvodnom i sektoru trgovine u Belgiji u periodu 1962-1974., i dolaze do podatka o boljim performansama kombinovanih preduzeća u odnosu na kontrolnu grupu. Testiranjem uzorka od 50 merdžera u Nemačkoj u periodu 1964-1974.god., Cable, Palfrev i Runge, dolaze do istih rezultata. Nasuprot ovim istraživanjima, empirijske studije iste problematike u Holandiji, Francuskoj i Švedskoj upućuju na zaključak da je realizacija eksternog rasta ekonomski neopravdana investicija. Do rezultata o smanjenoj profitabilnosti kao posledici merdžera i akvizicija dolaze Jenny i Weber analizirajući tržište korporativne kontrole u Francuskoj, Peer analizirajući merdžere (akvizicije) u Holandiji, i Ryden i Edberg na primeru spajanja (pripajanja) velikih preduzeća u Švedskoj. Navedena istraživanja pokazuju da u periodu pet godina pre merdžera - pet godina nakon merdžera, dolazi do pada profitabilnosti kombinovanih preduzeća, dok u istom periodu kontrolna grupa beleži rast profitabilnosti.

Istraživanja profitabilnosti merdžera (akvizicija) u Velikoj Britaniji, najrazvijenijem tržištu korporativne kontrole u Evropi, daju mešovite rezultate. Analizirajući 211 britanskih merdžera, Cosh, Huges i Sing dolaze do rezultata o povećanoj profitabilnosti u postakvizicionom periodu. Meeks istražuje akvizicije realizovane od strane javnih kompanija u Velikoj Britaniji i ukazuje na smanjenu profitabilnost u sedmogodišnjem periodu nakon realizovane transakcije sticanja vlasništva.

Najpoznatije istraživanje, tj. kolekcija istraživanja profitabilnosti u SAD, učinjeno je od strane Ravenscraft-a i Scherer-a. Analizom premerdžer profitabilnosti 634 targeta iz svih industrijskih grana, ovi autori dolaze do zaključka o značajnom padu profitabilnosti istih firmi nakon njihovog pripajanja preduzećima-kupcima. Healy, Palepu i Ruback⁷ analiziraju postakvizicione performanse 50 najvećih merdžera u SAD u periodu 1979-1984. U petogodišnjem periodu pre merdžera, uključene firme su ostvarivale prosečnu godišnju stopu prinosa na ukupna poslovna sredstva od 25%, dok je u postmerdžer periodu došlo do pada te stope na 20%. Međutim, taj pad profitabilnosti je manji od pada koji je zabeležen u kontrolnoj grupi preduzeća. U studiji novijeg datuma, Healy, Palepu i Ruback istražuju razliku u profitabilnosti između stratezijskih i finansijskih transakcija. Oni ukazuju da stratezijska spajanja (pripajanja) generišu veću profitabilnost u postakvizicionom periodu. Kod finansijskih merdžera (akvizicija) premije plaćene akcionarima ciljnog preduzeća su veće, a stvarni sinergetski efekti manji. Ovi autori takođe zaključuju da profitabilnost eksternog rasta zavisi velikim delom od metoda finansiranja ovih transakcija.

Profitabilnost japanskih merdžera (akvizicija) istraživana je u radu Dceade i Doi-a na uzorku od 49 industrijskih preduzeća. Test profitabilnosti ukazuje da je 60% merdžera povezano sa povećanom, a 40% sa smanjenom profitabilnošću u postmerdžer periodu.³¹

Merdžeri (akvizicije) u proseku imaju vrlo skroman uticaj na kretanje profitabilnosti u postmerdžer periodu. Rezultati navedenih istraživanja pokazuju da je veliki procenat strategija eksternog rasta povezan sa smanjenjem stope prinosa na ukupna i sopstvena sredstva kombinovanog preduzeća. Ovakvi rezultati, na prvi pogled začuđujući, mogu biti interpretirani na nekoliko načina. Strategija eksternog rasta može rezultirati internom neefikasnošću koja neutrališe efekte povećanja profita po osnovu većeg tržišnog učešća. Postoji mogućnost i da je smanjena profitabilnost posledica održavanja troškova proizvodnje na istom nivou kao u periodu pre merdžera, a da su gubici rezultat odgovora konkurencije na stvaranje merdžera. Nezavisno od navedenih mogućih uzročnika pada profitabilnosti u postakvizicionom periodu, treba naglasiti da raspoloživa empirijska istraživanja imaju limitiranu vrednost. Ona su vezana uglavnom za praćenje efekata horizontalnih i vertikalnih integracija tokom 60-tih i 70-tih godina XX veka.

5.2. Efekti merdžera i akvizicija na kretanje cena akcija firmi prodavca i kupca

Teškoće sa kojima se suočavaju ekonomisti u oceni profitabilnosti kombinovanog preduzeća, inicirale su traganje za adekvatnijim merilom performansi merdžera (akvizicija). Drugi pravac empirijskih istraživanja efektivnosti eksternog rasta ide ka istraživanju efekata koji merdžeri i akvizicije imaju na nivo cena akcija firmi uključenih u integracione procese. Zaključci do kojih su došli autori tzv. studija slučaja su uglavnom identični. Oni govore o kretanju prosečnih prinosa između 25 i 30%, s tim što su prinosi veći u javnim ponudama i u situacijama kada postoji više potencijalnih konkurentskih preduzeća-kupaca. Takodje, prinosi variraju u zavisnosti od tajmiranja merdžera (akvizicije), prvenstveno iz razloga pravne i institucionalne prirode. Posmatrano u kratkoročnom periodu, akcionari preduzeća-kupca ulaganjem u kupovinu akcija drugog preduzeća realizuju "prazan posao" (prinosi koje ostvaraju su jednaki prosečnoj ceni kapitala investicije u eksterni rast). Generalno se može reći da su kombinovani prinosi pozitivni, što sugerise da merdžeri (akvizicije) utiču na povećanje efikasnosti u postakvizicionom periodu, ili pak rast prinosa na akcije potiče od stečene monopolske pozicije.

Cosh, Huges i Singh³² upotpunjuju istraživanje profitabilnosti kombinovanih preduzeća u postakvizicionom periodu, praćenjem prinosa akcionara uključenih firmi. Prateći kretanje cena akcija firmi kupca i prodavca ovi autori dolaze do zaključka o neznatnom padu cene akcija kupca u postakvizicionom periodu. Model praćenja cena akcija bazira se na proračunu tzv. natprosečnog prinosa (AR - *abnormal return*) i njegove kumulativne sume (CAR). Pozitivni kumulativni natprosečni prinos povezan sa objavom spajanja (pripajanja) pokazuje

³¹ Ivanišević, M., *Holding kompanija i spajanje preduzeća*, Računovodstvo 12/91, Beograd, 1991., str. 801

³² Cosh A., Huges A., Sing A., *The causes and effects of takeovers in UK: an empirical investigation for the late 1980s at the microeconomic level*, in: Mueller D.C., eds: *The determinants and effects of mergers: an international comparison*, Gun&Hanin, 1980., str. 65

da tržište očekuje da konkretna transakcija kreira dodatnu vrednost za akcionare, čime se potvrđuje ekonomska efikasnost eksternog rasta preduzeća.

Pri davanju odgovora na pitanje kakav je neto efekat merdžera (akvizicija), važno je podvući razliku između veličina preduzeća uključenih u fuzione procese. Ako su za akcionare preduzeća-kupca merdžeri (akvizicije) u proseku investicije na granici rentabiliteta, da akcionari targeta osvaruju visoke natprosečne prinose, i da su uz to kupci uglavnom preduzeća znatno veća od odgovarajućih ciljnih firmi, logično se nameće zaključak da bi strategije eksternog rasta trebalo da kreiraju dodatnu vrednost za akcionare kombinovane firme. Empirijska istraživanja kombinovanih efekata eksternog rasta potvrđuju napred navedni zaključak.

Rezultati istraživanja novijeg datuma ukazuju na nedostatke metodologije klasičnih studija slučaja. Rau i Vermaelen na primer, u svom istraživanju dolaze do rezultata o negativnim neto prinosima merdžera (akvizicija) u dugoročnom periodu. Dugoročne negativne performanse kombinovanih firmi ipak nisu uniformno raspoređene na celokupnom uzorku analiziranih preduzeća. One su prvenstveno vezane za kupce koje karakteriše nizak racio knjigovodstvena/tržišna vrednost. Da bi objasnili dobijene rezultate, Rau i Vermaelen koriste *hipotezu eksploatacije performansi*. Po ovoj hipotezi, menadžment, tržište, upravni odbor i akcionari sa velikim stokom akcija, u oceni budućih efekata merdžera (akvizicije) previše eksploatišu informacije o prošlim performansama menadžment tima preduzeća-kupca. Drugim rečima, tržište precenjuje sposobnost tzv. "glamuroznih kupaca" da upravljaju resursima spojenih preduzeća, što rezultira padom cena akcija preduzeća u postakvizicionom periodu. Pored istraživanja Rau i Vermaelen-a, i rezultati do kojih su došli Schwert i Fridolfsson i Stenek ukazuju da promene u cenama akcija firmi uključenih u integracione procese mogu reflektovati i druge informacije vezane za poslovanje, a ne samo profitabilnost merdžera i akvizicija.

Iz navedenog se može zaključiti da su studije slučaja, ali i studije profitabilnosti povezane sa mnogim metodološkim problemima. Šta više, ukoliko kombinujemo rezultate ove dve vrste empirijskih istraživanja, možemo doći do prilično konfuznih zaključaka. Empirijska evidencija npr. ukazuje da merdžeri i akvizicije generalno redukuju profitabilnost u postakvizicionom periodu, dok studije slučaja ukazuju na rast cena akcija u istom periodu. Ukoliko su rezultati oba tipa empirijskih istraživanja korektni, logično se postavlja pitanje zašto se uopšte realizuju neprofitabilni merdžeri i akvizicije. Odgovor na ovo pitanje donekle je dat u prvom delu disertacije, prilikom objašnjenja motiva eksternog rasta. Motivi kojima su rukovođeni menadžeri firme-kupca, kao što su *hubris* ili građenje imperija, ukazuju da vlasnici preduzeća često ne poseduju adekvatne mehanizme kojima bi disciplinovali menadžment. Međutim, motivi menadžera i agencijska teorija ne mogu da objasne zašto cene akcija firmi uključenih u integracione procese rastu pri padu profitabilnosti. Odgovor na ovu zagonetku pokušali su da daju Fridolfsson i Stenek u svojoj teoriji "preventivnih ili odbrambenih merdžera" (*pre-emptive merger hypothesis*). Prema ovim autorima, do realizacije neprofitabilnih merdžera (akvizicija) dolazi iz razloga što eksterni rast može uzrokovati jake negativne eksternalije za firme koje nisu u merdžeru. Drugim rečima, ukoliko je bolje biti *insider* nego *outsider*, preduzeće će se iz preventivnih (odbrambenih) razloga spajati.

5.3. Efekti merdžera i akvizicija na investicionu, istraživačko-razvojnu aktivnost i tehnološke promene

Istraživačko-razvojna aktivnost (IR) je važan faktor dugoročnog razvoja preduzeća i ekonomije u celini. Praćenje aktivnosti istraživanja i razvoja je interesantno i u kontekstu merdžera i akvizicija. Veću firmu koja nastaje realizacijom eksternog rasta trebalo bi da karakteriše veći i stabilniji interno generisani novčani priliv namenjen za finansiranje IR projekata. Pored toga, merdžeri i akvizicije vode ekonomiji obima u IR sektoru. Konačno, prinosi koji se ostvaruju putem inovacija kao krajnjem rezultatu IR aktivnosti, biće veći ukoliko preduzeće proizvodi veće količine output-a. Međutim, okretanje ka eksternom rastu može usmeriti menadžere ka osvarenju kratkoročnih ciljeva, pa shodno tome rezultirati suboptimalnim IR performansama. Pomenuta Jensen-ova teorija slobodnog cash flow-a, kao i Roll-ova teorija *hubris-a.*, upućuju na zaključak da realizacija strategija eksternog rasta može imati negativne efekte na IR aktivnosti i performanse. Razlozi se prvenstveno mogu naći u efikasnosti u realizaciji tehnološkog progressa. Obim empirijskih istraživanja koja proučavaju direktne efekte merdžera (akvizicija) na tehnološki progres je mali. Uglavnom se ova istraživanja usmeravaju ka testiranju dve Schumpeterove hipoteze - da stepen inovativnosti raste sa veličinom preduzeća, kao i da inovativnost raste sa koncentracijom na određenom tržištu. Kada je u pitanju ocena efekata merdžera (akvizicija) na inovativnost kao merilo opredmećenosti tehnološkog progressa, ekonomisti su suočeni sa brojnim metodološkim problemima. Osnovni se odnosi na odsustvo zadovoljavajućeg merila novih saznanja kao posledici integrisanja humanog kapitala dveju firmi, i doprinosa novog znanja tehnološkom progressu. Efekti rasta veličine preduzeća i koncentracije tržišne moći, prema rezultatima većine empirijskih istraživanja, nisu značajni. Cohen i Levin ipak navode da očekivanja da uspešni IR programi mogu uticati na rast kombinovane firme u postakvizicionom periodu mogu motivisati istraživačko-razvojne napore, koji će rezultirati tržišno prihvatljivim inovacijama.

Poseban pravac istraživanja efekata eksternog rasta na tehnološke promene i inovativnost u postakvizicionom periodu usmeren je ka analizi primene inovativnog kapaciteta manje firme nakon njene absorpcije od strane većeg preduzeća. Savremene merdžere (akvizicije) karakteriše dobrovoljnost akcionara ciljnog preduzeća da prodaju vlasništvo nad preduzećem koje poseduju. Kada su u pitanju inovativne, male firme, osiguranje adekvatnih i kontinuiranih finansijskih resursa za inovativne programe ili strategije restrukturiranja, najčešći je motiv koji stoji iza odluke o prodaji preduzeća. Ovde se zapravo radi o jednoj vrsti simbiotske relacije između velike i male firme u inovativnom procesu, gde merdžeri (akvizicije) igraju pozitivnu ulogu. Finansijske barijere rasta inovativnih malih i srednjih preduzeća predstavljaju ključni faktor njihove prodaje. Inovativni kapaciteti spojene (pripojene) firme će biti optimalno iskorišćeni kada menadžeri preduzeća-kupca pronađu način da efektivno usklade i integrišu neformalnu poslovnu kulturu inovativne firme i interne kontrolne mehanizme firme-kupca.

Povećana aktivnost spajanja (pripajanja) preduzeća poslednjih decenija nije zaobišla ni sektor visokih tehnologija. Sve veći broj *hi-tech* firmi se u težnji da održi konkurentsku prednost na tržištu okreće realizaciji strategija eksternog rasta. Na žalost, efekti merdžera (akvizicija) *hi-tech* kompanija su daleko ispod proseka. Razlog za to treba tražiti u nerazumevanju strategijske vizije merdžera (akvizicija) od strane menadžera preduzeća koja se odlučuju za eksterni rast. Fokusiranje na specifičnu inovaciju ili povećano tržišno učešće kao efekte

eksternog rasta ima smisla u drugim industrijskim granama, ali ne i u sektoru visokih tehnologija gde je inovativnost kao ključni faktor dugoročnog uspeha, prvenstveno vezana za talentovani kadar . U *high-tech* industriji, gde se perspektiva preduzeća menja iz dana u dan, uspešna su ona preduzeća koja kontinuelno nadograđuju dugoročne inovativne sposobnosti, prvenstveno zadržavanjem ključnih zaposlenih iz pripojenih preduzeća.³³

6. POSLOVANJE U SRBIJI, A I ŠIRE U POGLEDU INVESTIRANJA, AKVIZICIJA I MERDŽERA I ULOGA PRIVREDNE KOMORE SRBIJE

6.1. PRIVREDNA KOMORA SRBIJE

Privrednu komoru Srbije (PKS), čije je sedište u Beogradu, ekonomskom i kulturnom centru Zapadnog Balkana, čine 33 organizacione jedinice za pružanje usluga kompanijama. Njen zadatak je efikasno izvršavanje javnih ovlašćenja, privatizacija, promocija izvoza i poboljšanje imidža Srbije, kao i pružanje poslovnih informacija i efikasnih usluga preduzećima i saradnja sa Vladom Republike Srbije. U okviru Privredne komore Srbije nalazi se i Centar za edukaciju i stručno obrazovanje.

Centar za edukaciju i stručno obrazovanje Privredne komore Srbije, osnovan je s ciljem da privrednicima omogući savremenu i kontinuiranu poslovnu edukaciju, zasnovanu na znanjima i veštinama iz svih oblasti menadžmenta.³⁴ Centar je vremenom stekao ime prepoznatljivo po aktuelnim temama, renomiranim predavačima i primenljivim znanjima, a takođe je postao lider u oblasti obuke za strateški menadžment, ekonomiku i nova privredno-sistemska rešenja, u skladu sa promenama poslovnog okruženja i sa potrebama svojih korisnika, kao i lider za razvoj ljudskih resursa u funkciji ekonomskog napretka i konkurentnosti domaće privrede. Prednost centra u odnosu na slične institucije, proizilazi iz 150-godišnje tradicije komorskog sistema, iz fleksibilnosti u kreiranju novih programa na bazi partnerstva.

Kako se na internetu nalaze podaci privredne komore stari nekoliko godina samo će se neki od njih razmatrati u ovom radu u smislu da su najveći investitori u Srbiji što se tiče godina do 2007. (koliko se moglo pronaći na internetu podaci) u oblasti akvizicija: Belgija u oblasti piva, Italija u oblasti bankarstva, i Danska u oblasti piva. Ako govorimo o bankama inostranim i njihovim aktivnostima u Srbiji moramo pomenuti Alpha banku A.E koja je kupila domaću banku – Jugobanku; Banka Intesa koja je kupila domaću Delta banku; Credit Agricole banka koja je kupila Meridian banku; EFG Eurobanka A.D koja je kupila domaću banku – Nacionalnu štedionicu i Post banku; Erste banka koja je kupila Novosadsku banku.

Novi poslovi Privredne Komore Srbije

U 2009. godini Privredna komora Srbije imala je veliki broj raznoraznih i brojnih aktivnosti, a u 2010. bilo ih je i biće ih još i više kako je saopštio Miloš Bugarin

³³ Ivanišević, M., *Holding kompanija i spajanje preduzeća*, Računovodstvo 12/91, Beograd, 1991., str. 802

³⁴ http://znanje.infostud.com/ustanove/privredna_komora_srbije/63

Predsednik PKS predstavljajući Program rada PKS za 2010. godinu na Upravnom odboru PKS, koji su članovi UO jednoglasno prihvatili. Rečeno je da sve ono što se planira u toku 2010. godine biće u sklopu interesa i zaštite članica i privrede Srbije, kako na nacionalnom tako i na međunarodnom nivou, jer je upravo to osnovni strateški pravac rada i delovanja Privredne komore Srbije. To isto odnosi se i na strukturalno prilagođavanje i unapređenje klime poslovanja, prevazilaženje posledica svetske ekonomske krize, internacionalizaciju poslovanja članica, razvoj i pružanje adekvatnih programa edukacije za privredu, jačanje uloge sudova pri Komori, poboljšanje postojećih i razvoj novih usluga, kao i reorganizacija PKS i transformacija komorskog sistema Srbije.³⁵ Kako je predloženo u 2010. planira se i već uveliko radi na tome da se posebna pažnja posveti povećanom učešću u predlaganju novih zakonskih rešenja, kao i izmeni i dopuni postojećih, jačanju partnerstva i saradnje sa međunarodnim ekonomskim organizacijama, asocijacijama i institucijama u EU, veće i bolje učešće u izradi strateških dokumenata i mera ekonomske politike, a posebno se planira intenzivan rad na jednogodišnjem projektu PKS i delegacije Evropske komisije u Srbiji pod imenom "Ekonomska dimenzija evropskih integracija".

Među operativne ciljeve predsednik PKS navodi poboljšanje kvaliteta informisanja privrede, bolju efikasnost mera za poboljšanje privrednog ambijenta, a posebno će se insistirati na razvoju i primeni ekoloških mera, jer predpristupni fondovi EU, koji će nam biti lakše dostupni, nude ozbiljan novac za programe iz oblasti ekologije. Jedno od važnih mesta zauzima i veća efikasnost predloženih mera za ublažavanje posledica ekonomske krize, unapređenje izvoznih mogućnosti kroz pomoć privredi za prodor na strana tržišta i osnivanje Garancijskog fonda i Razvojne banke, kako bi izvozne kompanije imale veću dostupnost kapitalu.³⁶

Takođe, komora u ovoj 2010. godini nastavlja sa pozicioniranjem srpske privrede na svetskim tržištima kroz sajmove, forume, konferencije, posete i razmene privrednih saznanja, a naročita pažnja biće posvećena svim vrstama edukacije i implementacije programa međunarodne pomoći, a radiće se i na pružanju postojećih i novih usluga, kao i na promociji Arbitražnog i Izbranog suda, kao i Suda časti pri PKS, čije presude imaju istu težinu kao u drugim sudovima, a postupak je neuporedivo kraći i jeftiniji. U Izveštaju o radu PKS u 2009. godini, koji je pripremila Vidosava Džagić, potpredsednica PKS, a koji je jednoglasno prihvaćen, istaknuto je da je Komora imala tri prioriteta – zastupanje i zaštitu interesa svojih članica, unapređenje klime poslovanja i investiranja i ublažavanja posledica svetske ekonomske krize, a započeta je i transformacija PKS i komorskog sistema Srbije, što će zajedno sa svih predhodnim napomenutim uticati na rast i razvoj postupaka akvizicija u samoj Srbiji.

Što se tiče Srbije, sledeće godine se očekujemo rast prodaje posebno u sektoru proizvodnje hrane, elektroprivrede, telekomunikacija i farmacije, ali je sa druge strane industrija u Srbiji još slaba i u nastajanju, i mora se raditi na poboljšanjima.³⁷ Možda i to bude uticalo na mere integracija i preduzimanja nekih većih poduhvata u Srbiji.

³⁵ <http://www.agropress.org.rs/tekstovi/11909.html>

³⁶ <http://www.agropress.org.rs/tekstovi/11909.html>

³⁷ <http://www.capital.ba/sap-ocekuje-rast-prodaje-u-srbiji-tokom-2010/>

6.2. PRIMERI AKVIZICIJA I MERDŽERA U SRBIJI I SVETU

Primer akvizicija u sferi proizvodnje građevinskog materijala u Srbiji

Proizvodnja građevinskog materijala od gline u okolini Leskovca stara je koliko i prisustvo ljudskih zajednica na tom prostoru. Tradicija proizvodnje crepa na ovim prostorima proteže se od samog početka prošlog veka, tako da uz investicije i nije bilo previše teško nadograditi znanje i iskustvo najsavremenijom tehnologijom, što je rezultiralo visokokvalitetnim proizvodima koji su danas prepoznatljivi u celoj zemlji ali i na mnogim inostranim tržištima.³⁸

Kada je pre četiri godine Ineks Morava iz Niša preuzela fabrike građevinskog materijala u Leskovcu, Maloj Plani i Vlasotincu, retko ko je verovao da će ove fabrike, koje su brojale veliki broj nedostataka i gde je neophodno bilo uložiti brojna sredstva za pravilan rad i funkcionisanje istih, postati delovi jednog od najuspešnijih privrednih sistema koji se nakon velikih investicija u kupovinu fabrika, modernizaciju, rekonstrukciju, izgradnju novih pogona, itd. danas može pohvaliti instaliranom najsavremenijom tehnologijom i tržištem koje se prostire na većinu okolnih zemalja i šire.

Dakle, kompanija Mladost objedinjuje sada tri fabrike sa juga Srbije u jedno prepoznatljivo ime na tržištu, znano pre svega po kvalitetu svojih proizvoda. Kvalitetna glina koju daje zemlja juga najzaslužnija je za visoku konkurentnost proizvoda kompanije Mladost na domaćem, i tržištima u celom regionu. Članice kompanije IGM Mladost su:³⁹

- IGM Mladost ad iz Leskovca
- IGM Mladost-TMP iz Male Plane kod Prokuplja
- IGM Mladost-Rad iz Vlasotinca

Prema proceni Privredne komore upravo ovi primeri predstavljaju neke od najuspešnijih akvizicija u Srbiji. U proteklih nekoliko godina tri fabrike doživele su procvat nakon sveobuhvatnih investicija: od gliništa, preko svih faza u procesu proizvodnje, do pakovanja proizvoda, marketinga i organizacije. Obezbeđena su potrebna finansijska sredstva iz privatnog kapitala, neophodna za ostvarivanje razvojnih ciljeva, čime je za samo četiri godine ostvaren potpun preporod fabrike.

Nakon značajnih ulaganja u razvoj i stabilnih rezultata poslovanja Mladost danas predstavlja primer izuzetno uspešne privatizacije i preporoda proizvodnje tri fabrike sredstvima iz privatnog domaćeg kapitala pri čemu se celokupan profit zadržava u zemlji i reinvestira u dalju modernizaciju i razvoj, što obezbeđuje stabilan i dugoročan rast i razvoj kompanije u turbulentnom okruženju, ali i doprinosi razvoju privrede jednog od ekonomski najnerazvijenijih krajeva u celoj Srbiji.⁴⁰

Osnovno opredeljenje kompanije Mladost jeste dostizanje veće ekonomičnosti i efikasnosti poslovanja, potpuno zadovoljenje zahteva kupaca asortimanom i vrhunskim kvalitetom svojih proizvoda, odnosno orijentisanost ka kupcima.

³⁸ <http://www.gradjevinarstvo.rs/TekstDetalji.aspx?ban=820&tekstid=119>

³⁹ <http://www.gradjevinarstvo.rs/TekstDetalji.aspx?ban=820&tekstid=119>

⁴⁰ <http://www.gradjevinarstvo.rs/TekstDetalji.aspx?ban=820&tekstid=119>

Uticaj privatizacije i akvizicija na tržište bankarskog sistema u Srbiji

Privatizacija finansijskog sektora u Srbiji je, kada su u pitanju banke, došla u završnu fazu iz razloga što je najveći deo banaka privatizovan ili kupovinom od inostranih banaka ili putem domaćih privatnih investitora. Kada je u pitanju sektor osiguranja aktivnost na ovom polju se zahuhtava i privatizacijom DDOR-a, koja je u toku, definitivno će se tržište osiguranja promeniti kroz ulazak još jednog "globalnog igrača".⁴¹ Ako govorimo isključivo o bankama možemo jedan od primera akvizicije u ovom sektoru kada je u pitanju Srbija navesti primer akvizicije OTP banke.

S obzirom na to da u Srbiji nije bilo spajanja banaka jednake veličine, i u drugim procesima merđžovanja dolazilo je do „utapanja”. Veća banka je, dakle, u sistem unosila svoje procedure, brend i organizaciju, dok su radnici manje banke morali da se prilagođavaju novom sistemu.

Merdžovanje banaka u Srbiji je nov proces. Stručnjaci predviđaju da bi broj banaka koje danas posluju mogao u naredne dve ili tri godine da se prepolovi. Naravno, to ne znači da će svaka druga banka koja danas radi završiti na dobošu. To što predstoji jeste ukрупnjavanje banaka. Dakle, treba očekivati dalja preuzimanja i spajanja.

Efekti sinergije

U razvijenim tržišnim ekonomijama funkcionišu različiti oblici poslovnog kombinovanja banaka. Stvaranjem složenih poslovnih entiteta, te banke pokušavaju da reše brojne i složene upravljačke ciljeve. Jedan vid poslovnog kombinovanja je “merđžovanje”. To su veće bankarske grupe nastale spajanjem dva ili više tržišnih igrača koji su do momenta spajanja poslovali nezavisno jedan od drugog.⁴² To što predstavlja specifičnost merđžovanja jeste da vlasnici starih banaka postaju suvlasnici u novoformiranoj banci. Ukoliko se na ovaj način spajaju banke istih vrednosti, akcije nove banke dobijaju akcionari iz udruženih banaka, a ukoliko dolazi do spajanja banaka od kojih je jedna veća od druge, manja banka često postaje afilijacija. Akcionari ekonomski manje snažne banke mogu biti obeštećeni u gotovini, ili se može izvršiti zamena njihovih akcija za akcije veće banke u odgovarajućoj srazmeri.

Na osnovu ovakvog apsorbovanja veća banka ima pravo da raspolaže celokupnom aktivom i pasivom manje i da svoj poslovni interes nastavi pod svojim imenom. Prednost ovakvog spajanja poslovnih entiteta jeste ukрупnjavanje i sinergija koji se ispoljavaju kroz stabilnije finansiranje, racionalniju organizaciju, intenzivniji marketing itd. Osim “bilansnog” postoji i menadžerski motiv spajanja banaka. Tim procesom, veruju stručnjaci, dolazi do “operativne sinergije” – kombinovane vrednosti banaka u merđžeru veće od zbira pojedinačnih vrednosti ovih banaka. Uz to, spajanje banaka dovodi često i do povećane efikasnosti novonastale banke. Postojeći kapaciteti se reorganizuju na taj način da se efikasnije koriste - otklanjaju se duplirani objekti, dolazi do bolje organizacije i sl. Takođe, za veliki broj banaka specijalizovani kadrovi predstavljaju ograničen resurs, a spajanja menadžmenta jedne sa menadžmentom druge banke, čest je motiv za formiranje merđžera.

⁴¹ <http://www.ses.org.rs/zbornikmil2006.html>

⁴² <http://www.ses.org.rs/zbornikmil2006.html>

Problemi kod merđžovanja banaka i primeri

Kad je reč o merđžovanju, u Srbiji je HVB banka (danas UniCredit banka) najpre 2005. godine pripojila Eksim banku i te dve banke su za nekoliko meseci završile proces integracije i počele su da rade kao jedna banka pod imenom HVB banka. Ipak, među bankarima nije tajna da su stručnjaci HVB banke često naletali na otpor kolega iz Eksim banke, koji im nisu preterano olakšali merđžovanje.

S obzirom na to da u Srbiji nije bilo spajanja banaka jednake veličine, i u drugim procesima merđžovanja dolazilo je do "utapanja", gde je veća banka u sistem unosila svoje procedure, brend i organizaciju, dok su radnici manje banke morali da se prilagođavaju novom sistemu. Takav slučaj dogodio se prilikom spajanja EFG Eurobank i Nacionalne štedionice, gde je EFG banka, koja je odranije bila prisutna u Srbiji, kupila Nacionalnu štedionicu, a potom su dve banke započele proces spajanja. Grčka banka je odlučila da proces obavi na taj način što će Nacionalnu štedionicu integrisati u svoju grupu. Osim pojedinih proizvoda Nacionalne štedionice, EFG Eurobank je u svemu ostalom sebi prilagodio pripojenu banku. Nakon okončanog merđžera, Eurobank EFG štedionica posluje preko treće po veličini poslovne mreže na tržištu Srbije, ali, taj projekat je uzeo dosta energije i vremena, jer zaposleni koji su preuzeti iz Nacionalne štedionice morali su da prođu dodatnu obuku gde je u jednom momentu, kako je rekao Stavros Joanu, predsednik Izvršnog odbora banke, više od 600 ljudi bilo na konstantnoj obuci.

Dakle, dok je trajala obuka, morali su da nastave da održe tržišno učešće, bez adekvatnog broja zaposlenih, što je stvorilo veliki problem. Ljudi pružaju otpor prema promenama, prema nekom novom sistemu i teško ih je ubediti da moraju da se i dalje razvijaju, pa je bilo neophodno motivisati radnike. Najpre trebalo objasniti da rade za veliku i ozbiljnu bankarsku kuću koja ima svoje sisteme vrednosti, ponuđene su im razne mogućnosti profesionalnog usavršavanja, ali su dobijali i novac. Kako kažu glavni ljudi u bankama najteže je u procesu integracije kada su u pitanju banke navesti ljude iz malih sredina da se prilagode nekom novom sistemu poslovanja jer isti ti ljudi u malim sredinama naučili su da ne poštuju pravila koja važe u velikim grupama i prilikom poslovanja sve rade na svoju ruku. Sa druge strane, u procesima spajanja, menadžeri merđžovanih banaka uglavnom su „profitirali”. Oni koji su radili u većim bankama dobili su "pomoć" menadžera utopljenih banaka. Takođe, rukovodioci manjih banaka dobili su priliku da se dokažu u velikim, multinacionalnim sistemima. Ipak, za mnoge radnike spajanje banaka značilo je i gubitak posla, jer oni koji nisu mogli da se prilagode novim uslovima odlazili su, uglavnom, uz otpremnine. Takođe, spajanjem banaka dolazilo je i do neminovnog viška radnika.

Mađarska OTP banka završila je krajem spajanje svoje tri srpske akvizicije – Niške banke, Zepter banke i Kulske banke, a najavljivano je da će četvrtina od oko 1.200 trenutno zaposlenih ostati bez posla, što je kasnije i realizovano.

Prvo spajanje tri banke u Srbiji

Taj proces koji je počeo prošle jeseni prvi je slučaj u Srbiji spajanja tri banke, ali i prvo iskustvo merđžovanja finansijskih institucija za OTP banku. Karolj Sas, predsednik IO novoosnovane OTP banke, kaže da odluka o spajanju nije bila iznenađenje ni za jednu od tri banke koje je mađarska bankarska grupacija kupila.⁴³ OTP je od dolaska u Srbiju, dakle

⁴³ <http://www.ses.org.rs/zbornikmil2006.html>

od kupovine Niške banke 2005. godine, stavila do znanja da ne želi da bude prisutna samo na jugu Srbije i da traži druge prilike za širenje poslovanja, jer čak i kada je kupila Zepster banku jasno je istaknuto da OTP banka ne želi da se zaustavi na tome, jer nijedna od te dve banke nije bila značajno prisutna u Vojvodini. Tek nakon kupovine Kulske banke postali su, više-manje, jednako prisutni u svim delovima Srbije. Takođe, svima je od početka rečeno da OTP banka nema nameru da paralelno upravlja sa tri različite banke, jer bi to bilo nepotrebno trošenje svih resursa. Neko vreme svaka banka je poslovala na svom sistemu, ali su vremenom zamenjeni jedinstvenom IT platformom.

Naravno, postojali su i određeni problemi tokom procesa pripajanja, a najveći je bio, kako je istakao Karolj Sas, predsednik IO novoosnovane OTP banke, u komunikaciji sa ljudima, s obzirom na to da su se te tri pomenute banke međusobno veoma razlikovale. Događalo se da kad se dogovore oko nekog pitanja, taj dogovor kasnije različiti ljudi različito interpretiraju. Događalo se i da pojedinci ne ispoštuju dogovore koji se naprave, tako da kad se uvidelo koje su sve razlike koje postoje u te tri banke, njihovo spajanje je postala jako zanimljiva mentalna vežba za sve, prema čemu merđžovanje ne treba da bude postupak uništavanja, već kreativan proces, jer svima je uvek u interesu da se proces ujedinjenja obavi što uspešnije.

Primer integracije u oblasti telekomunikacija u Srbiji

Novoosnovana kompanija "Orion telekom" postala je novi operater fiksne bežične telefonije i Interneta u Srbiji, kako je izjavio generalni direktor te kompanije Slobodan Đinović.⁴⁴ Kompanija je nastala objedinjavanjem tri operatera, "Sezampro", "NeobiNet" i "Media vorks", a kompanija će svoje usluge najpre ponuditi u Beogradu i prigradskim naseljima, u junu u većim gradskim centrima, a do kraja godine i u najruralnijim oblastima u Srbiji. Građanima će biti ponuđeni paketi usluga koji obuhvataju fiksni telefon i pristup Internetu. Uz neke pakete usluga korisnici će moći i da dobiju besplatan pristup Internetu određene brzine, pri čemu su usluge namenjene korisnicima koji imaju dvojne linije, kao i korisnicima sa posebnim potrebama. Cilj ove akvizicije, čija je vrednost 22 miliona evra, jeste formiranje jedinstvene kompanije koja je predominantno usmerena na komercijalno tržište i koja sada ima više od 70.000 korisnika.⁴⁵ Spajanje manjih firmi je dovelo do ukрупnjavanja tržišta, objedinjavanja iskustva i infrastrukture. Kompanija "Orion Telekom" planira da u narednih pet godina uloži još oko 50 miliona evra na tržište telekomunikacija u Srbiji, ali i u regionu, pri čemu investicija kompanije "Orion telekom", koja u punom obimu iznosi oko 70 miliona evra, omogućava oko 240 novih radnih mesta i na taj način ukazuje na izuzetan potencijal tržišta telekomunikacija u zemlji. Postoji još primera akvizicija u našoj zemlji ali se mogu pomenuti neki primeri i van granica Srbije kao što je to slučaj sa Kinom i njenim kompanijama i ulaganja u druge zemlje u inostranstvu.

⁴⁴ <http://www.vesti-online.com/Vesti/Ekonomija/55907/Orion-Telekom-novi-operater-u-Srbiji>

⁴⁵ <http://www.vesti-online.com/Vesti/Ekonomija/55907/Orion-Telekom-novi-operater-u-Srbiji>

Rast investicija Kine u stranim zemljama

Investiranja kineskih kompanija u nefinansijske sektore drugih zemalja povećana su u devet meseci ove godine 0,5 odsto u poređenju sa istim razdobljem lane. Rastu tih investicija doprinelo je gotovo utrostručavanje ulaganja u trećem kvartalu, zahvaljujući izlasku Kine iz globalne krize, pokazali su podaci ministarstva trgovine te države. Direktna devetomesečna investicije u nefinansijske sektore u inostranstvu iznosile su 32,9 milijardi dolara. Pri tome je 20,5 milijardi dolara ostvareno u trećem kvartalu, što je povećanje od 190,4 odsto u odnosu na isto razdoblje lane, ukazalo je ministarstvo.⁴⁶

Kineske kompanije već odavno teže da prošire prisustvo u inostranstvu, naročito u sektorima kao što su prirodni resursi, a sada žure da iskoriste pogodnost nižih cena aktiva usled finansijske krize i labavljenja propisa o investiranju u mnogim zemljama. Među velike kineske akvizicije spada sporazum najveće kineske rafinerije nafte "Sinopek" o kupovini švajcarske kompanije za istraživanje nafte "Adaks".

Kompanija Hewlett – Packard (HP) i akvizicija

Kompanija Hewlett – Packard (HP) je najveća IT kompanija u svetu, sa ponudom koja sadrži rešenja za štampu, personalne računare, softvere, usluge i IT rešenja koja korisnicima, od pojedinaca do velikih preduzeća, pojednostavljaju iskustvo upotrebe tehnologija. Kompanija HP kreira nove mogućnosti da tehnologija ostvari značajan uticaj na ljude, preduzeća, vlade i društvo.⁴⁷ Kako Mark Hurd, predsednik Upravnog odbora i generalni direktor HP-a kaže, kompanija je ostvarila pozitivne rezultate proširivanjem leaderske pozicije na tržištima u ključnim segmentima i ojačavanjem svoje kompetitivne pozicije. Kako je saopšteno, poslovanje se stabilizuje, a svi u kompaniji su uvereni da će HP među prvima iskoristiti prednosti oporavka ekonomije i da će nastaviti i dalje da ostvaruju odlične rezultate kada se uslovi poslovanja budu poboljšali. U HP kompaniji zapažen je rekordni profit HP usluga, dvocifreni rast prihoda u Kini i snažan protok gotovine što pokazuje HP-ovu umešnost poslovanja na čega je ukazala Cathie Lesjak, izvršna potpredsednica i finansijska direktorka HP-a.

Kada je reč o ovoj kompaniji potrebno je pomenuti njenu akviziciju kompanije Electronic Data Systems (EDS-a). HP je akviziciju korporacije EDS završio 26. avgusta 2008. godine. Prihod od usluga porastao je za 93 odsto i iznosi 8,5 milijardi dolara, najviše zbog akvizicije EDS-a. Kako su glavni i odgovorni ljudi u kompaniji izjavili, kompanija ipak gleda da investira u budućnost i posluje efikasno radi podsticanja dugoročnog, profitabilnog rasta.

Za celu fiskalnu 2010. godinu HP očekuje da će ostvariti prihod od 118 do 119 milijardi dolara, što je više u odnosu na ranija predviđanja da će prihod biti između 117 i 118 milijardi. Korigovana zarada po akciji po standardnom metodu knjiženja trebalo bi da za fiskalnu 2010. godinu bude između 3,65 i 3,75 dolara, što je više u odnosu na ranija predviđanja da će zarada biti od 3,60 do 3,70 dolara po akciji. A očekuje se da korigovana

⁴⁶ <http://www.vesti-online.com/Vesti/Ekonomija/2775/Rast-investicija-Kine-u-stranim-zemljama>

⁴⁷ http://www8.hp.com/rs/sr/hp-news/article_detail.html?compURI=tcm:118-113223&pageTitle

zarada po akciji po nestandardnom metodu knjiženja bude između 4,25 i 4,35 dolara, što je više od ranijeg predviđanja da će iznositi između 4,20 i 4,30 dolara po akciji. Procene rezultata u prvom kvartalu i celoj fiskalnoj 2010. godini ne odražavaju potencijalni uticaj akvizicije kompanije 3Com koju je HP najavio 11. novembra 2009. godine.⁴⁸

HP-ov dobar učinak u sektoru usluga podstakao je rekordni profit, a ubrzani tempo potpisivanja novih ugovora kreira snažan tempo za 2010. godinu, a njihov rad i bolja struktura troškova doneli su im dobre rezultate u 2009. godini, tako da u budućnosti očekuju da ostvare bolje rezultate od samog tržišta zahvaljujući svojoj veličini, širokom portfoliju i vodećoj tržišnoj poziciji.

6.3. GLOBALIZACIJA KAO POSLEDICA INTEGRACIJA I ULOGA LIDERA

Shodno svemu rečenom, sa ekonomskog aspekta, sve šira integracija tržišta roba, usluga, novca i kapitala, odnosno kompanija u svetu dovodi na kraju do globalizacije. Glavni nosioci globalizacije su multinacionalne kompanije.⁴⁹ Jedan od primera globalnog poslovanja može biti taj da se gvozdena ruda vadi u Brazilu, prerađuje se u Južnoj Koreji, u Japanu se proizvodi roba od tog gvožđa, a prodaje se u Španiji. Potrebni su izuzetno dobri informacioni sistemi da bi globalno poslovanje moglo uspešno da funkcioniše. Ceo svet još uvek nije zahvaćen procesom globalizacije, ali se globalizacija iz određenih centara brzo širi i prepreke koje joj stoje na putu se ubrzano otklanjaju.

Globalizacija je proces kojim se u današnjem svetu postepeno ukidaju ograničenja protoka roba, usluga, ljudi i ideja među različitim državama i delovima sveta. Globalizacija svoje korene ima u režimu slobodne trgovine čiji je glavni zagovornik bila još Britanska Imperija u 19-tom veku i koji je nastao za vreme Prvog svetskog rata među ratom osiromašenim velikim silama, međutim od Drugog svetskog rata, globalizacija je napredovala u svetu. Globalizacija predstavlja povećanu međuzavisnost (ekonomsku, socijalnu, tehničku i političku) između nacija.⁵⁰ Taj proces se intenzivirao sa završetkom hladnog rata i uspostavljanjem SAD kao jedine globalne sile. U njoj je kao dominantna ideologija vladao ekonomski liberalizam te je agresivno promovisana globalizacija kao rešenje većine problema u savremenom svetu.

Zagovornici globalizacije tvrde kako bi ukidanje carina i drugih ograničenja dovelo do jačanja tržišne utakmice, odnosno pojave kvalitetnijih roba i usluga. Takođe se navodi kako bi intenziviranje kontakta među ljudima i državama u svetu smanjilo mogućnost velikih sukoba. Možemo slobodno govoriti da je obim međunarodne trgovine, kulturne razmene i korišćenja svetskih telekomunikacionih sistema mnogo veći sada nego ranije, a proteklih 10 godina, naše škole, organizacije i zajednice postale su daleko globalnije nego u prošlosti. Sve veća globalizacija stvorila je brojne izazove, uključujući potrebu za stvaranjem efektivnih multinacionalnih organizacija, otkrivanjem i izborom adekvatnih lidera za te entitete, gde će lideri morati da postanu kompetentni kada je reč o sveti o multikulturalnosti i njenoj primeni.

⁴⁸ http://www8.hp.com/rs/sr/hp-news/article_detail.html?compURI=tcm:118-113223&pageTitle

⁴⁹ <http://www.pcpress.info/brands/hp/hp-ovi-finansijski-rezultati-za-treci-kvartal-2009-godine/?nomo=true>

⁵⁰ Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str.209.

U poslednje vreme, a pogotovo nakon poslednjih poteza SAD na međudržavnom planu, razvio se antiglobalizacijski pokret kao reakcija na globalizaciju. Antiglobalisti zastupaju stav da će globalizacija u svom neograničenom obliku zacementirati nejednakost u svetu, učiniti siromašne države zavisnim od bogatih i sprečiti ih da razviju vlastite ekonomije, odnosno da će se ceo svet staviti pod kontrolu multinacionalnih korporacija motiviranih profitom umesto brigom za dobrobit čovečanstva.⁵¹

7. LIDERSTVO

*"Od ljudi zavisi potencijal kompanije,
od odnosa među ljudima njen moral,
od organizacije njena veličina,
od vizije njen pravac,
a od liderstva njen uspeh."*

Jedan od vodećih američkih konsultanata u oblasti liderstva John C. Maxwell

7.1. DEFINISANJE LIDERSTVA

Dinamičke promene mikrookoline i makrookoline marketing okruženja preduzeća imaju sve dramatičnije efekte na rezultate poslovanja. *Svaki zaposleni treba da razvija, pre svega, leaderske, menadžerske, tehničke i timske veštine.* Menadžment je povezan sa efikasnošću, a liderstvo sa efektivnošću i promenama. *Merdžeri i akvizicije,* izazivaju velike promene u organizaciji, što implicira odnosno zahteva i promene ljudi (njihovog stanja svesti), a menjate ih tako što menjate njihova ponašanja i stavove. Takođe, promene se proizvode komunikacijom. Promene ne mogu biti diktirane, one moraju biti interpretirane ljudima na pravi način, tako da im budu potpuno jasne, da ih razumeju u potpunosti. Oni moraju razumeti razlog promena, posebno sa svog ličnog stanovišta u smislu da znaju šta oni lično dobijaju tim promenama. Tako da, što veću samouverenost i moć komunikacije sa različitim profilom ljudi imamo veće su šanse da se postane veliki lider i rukovodilac.

U današnjem izuzetno brzom razvoju teorije i prakse menadžmenta, marketinga i preduzetništva, otvaraju se brojni problemi ekonomske i organizacione prirode, kao što su: izgradnja novih tržišnih institucija koje nastaju u uslovima inovacija koje sa sobom donosi naučno-tehnički progres, primena interneta, razvoj virtuelnih kompanija, elektronska trgovina, primena standarda kvaliteta, uz sve glasnije izraženo pitanje - kako našu privredu integrisati u tokove tržišno razvijenih privreda, sa posebnim naglaskom na Evropsku uniju. Možda upravo jedno od rešenja leži u primeni leaderskog pristupa u kompanijama. Upravo liderstvo uključuje lidera i zaposlene kojima treba omogućiti da učestvuju u promenama i da imaju osećanje da su značajni u njihovom ostvarivanju.

⁵¹ <http://www.pcpress.info/brands/hp/hp-ovi-finansijski-rezultati-za-treci-kvartal-2009-godine/?nomo=true>

Liderstvo, ovaj koncept je brzo postao priznat u svetu, sa preko dve hiljade naslova o liderstvu samo u SAD. Međutim kada je reč o Srbiji, može se reći da ima jako veliki broj "lidera" i "menadžera" po glavi stanovnika. Svako je lider u nečemu, a menadžer u nečem drugom, što dovodi do toga da je korišćenje ovih pojmova uzelo maha, pa se stiče utisak da ove reči gube svoje pravo značenje ili da se jako slabo o njihovom pravom značenju uopšte i zna, kao i šta zapravo oni treba da predstavljaju, pojmovi sa kojima se skoro svaki čovek svakodnevno susreće. Svemu ovome ide u prilog to što u Srbiji na temu "Liderstvo" ima još uvek malo napisane literature ili prevedene na srpski jezik sa nekog drugog jezika. Puno je pitanja na ovu temu ali je široka i filozofija o svemu tome, ali je sigurno da naša zemlja jeste tek na putu da se u svakoj njenoj kompaniji razvije liderski pristup, pri čemu je neophodno uvođenje najnovijih koncepata svetske teorije i prakse u naše organizacije. Takođe, učeći se na najboljim primerima moguće je napraviti velike korake unapred, što je nama koji živimo u zemlji kakva je Srbija, zaista potrebno.

Ne postoji strogo usvojena definicija liderstva, već se insistira na njegovoj neophodnosti u organizacijama danas, a još i više u budućnosti. Osnova neophodnosti liderskog upravljanja leži u dinamičkom razvoju današnjeg ljudskog društva. Celokupno ljudsko saznanje iz dana u dan uvećava se sve brže i brže. Prema tome, lider je onaj koji može da vodi organizaciju u današnjem turbulentom okruženju, i on je čovek koji može da se uspešno nosi sa promenama. Znači, primarno je da su liderstvo i promene sinonimi, što je neophodno napomenuti prilikom definisanja liderstva.

Zbog svog izuzetnog značaja liderstvo je postalo predmet intenzivnog i detaljnog proučavanja, naročito poslednjih godina. Veliki broj naučnih radnika činio je napore da definiše liderstvo i isto su definisali na više načina.

Liderstvo je, pre svega, veština rada sa ljudima. To je sposobnost uticaja na ponašanje ljudi, na usmeravanje njihovih želja, stavova i napora u pravcu ostvarivanja ciljeva samog lidera ili organizacije na čijem je čelu.

I pored toga što u relevantnoj literaturi iz ove oblasti postoji veliki broj definicija liderstva, što uslovljava i postojanje izvesnih razlika u poimanju liderstva, ipak se mogu izdvojiti određeni zajednički elementi ili određene karakteristike definicija, koje su sadržane u skoro svim pojmovnim određenjima. Ti zajednički elementi odnose se na sledeće:

- Prvo, pod liderstvom se podrazumeva dinamičan i fleksibilan proces koji reguliše odgovarajuće ponašanje.
- Drugo, pod liderstvom se podrazumeva postojanje dve grupe, jedna koja vodi, to su vođe i lideri, i druge koji su vođeni, to su sledbenici i podređeni.
- Treće, pod liderstvom se podrazumeva nejednaka raspodela moći i različiti aspekti moći koji liderima omogućavaju da utiču na svoje sledbenike, tako da lideri imaju veću moć od svojih sledbenika.
- Četvrto, pod liderstvom se podrazumeva postojanje određenih vrednosti, odnosno uvažavanje određenih moralnih normi.

- Peto, liderstvo podrazumeva i u njegov sastav ulaze najmanje tri elementa, a to su ljudi, uticaj i ciljevi, što znači da liderstvo postoji između ljudi, da uključuje korišćenje različitih uticaja i da se koristi za ostvarivanje ciljeva organizacije.
- Šesto, pod liderstvom se podrazumeva aktivnost na oblikovanju ponašanja svih zaposlenih u organizaciji u cilju kreiranja specifične korporativne kulture.

Liderstvo ili vođenje se može definisati kao sposobnost jedne osobe, jednog nadređenog lica u organizaciji, da utiče na zaposlene u njoj tako da oni međusobno sarađuju i kooperiraju u radu i čine druge napore radi ostvarivanja njenih ciljeva. Kad se koristi termin vođstvo misli se na procese i mogućnosti uticanja jednih ljudi na ponašanje drugih.⁵² Ono se, kada je u pitanju organizacija, manifestuje u uticanju na pojedinca i grupe u njoj da ulažu napore koji su potrebni u pravcu ostvarivanja njenih ciljeva i zadataka. Liderstvo je u organizaciji usmereno na ljudski aspekt menadžmenta u njoj. Ono iz tog dela menadžmenta nastoji da izvuče maksimum. Fokusirano na ovu stranu menadžmenta, liderstvo je zasnovano na pretpostavci da je efikasnost poslovanja velikim delom uslovljena motivacijom, sposobnostima i naporima zaposlenih ljudi u organizaciji. Tu pretpostavku potvrdili su nalazi, tehnike i načela protagonista tkz. naučnog upravljanja, koji su svojim istraživanjima optimalne organizacije i optimalnog korišćenja faktora proizvodnje potpuno zanemarili ljude i njihovo ponašanje u organizaciji, što je imalo za posledicu znatno nižu produktivnost od moguće, nizak radni moral i sve veću otuđenost zaposlenih od organizacije i pored primene naučnih metoda i tehnika u poslovanju organizacije.

Izlaz iz ovakvog stanja nađen je u pokretu "međuljudskih odnosa", koji je težište u organizaciji stavio na ljude i njihovu motivaciju, stavove, grupne norme i pravila ponašanja. Taj pokret i dalja istraživanja, u ovom domenu, doveli su do spoznaje leaderske efikasnosti kao značajne determinante efikasnosti organizacije. Suština te spoznaje čini to da menadžer u vršenju svoje leaderske uloge mora da stimuliše, mobiliše i inspiriše zaposlene da rade, vrednosno i kooperativno doprinose optimalnom ostvarenju ciljeva organizacije.

7.2. KLJUČNE AKTIVNOSTI LIDERSTVA

Da bi se nadmetale na globalnom tržištu, osnovno što organizacije moraju da imaju jeste snažno i efikasno liderstvo, pri čemu se podrazumeva proces stvaranja i implemetiranje pravih strategija. U današnjem haotičnom svetu malo je onih koji smatraju liderstvo nepotrebnim. Liderstvo je proces transformisanja organizacija od onakvih kakve trenutno jesu, do onakvih kakve bi neki lider želeo da posatnu.⁵³ *To bi značilo da lideri moraju biti u svakom momentu spremni na promenu zarad bolje budućnosti organizacije, a isto tako motivisati i druge ljude u organizaciji na promene.* U današnjem konkurentskom okruženju sve više postaje važno pre svega da se radi prava stvar, jer mnoge delatnosti propadaju, a globalno selo postaje sve složenije i nepredvidivo, a životni ciklus proizvoda i tržišta sve kraći i kraći.

⁵² Mihailović D., Ristić S., *Menadžment ljudska strana*, Tehnički fakultet, Novi Sad, 2007., str.189.

⁵³ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str.397.

Kako su lideri agenti za promene čiji uspeh se meri prema tome na koji način oni implementiraju strategijsku viziju i misiju, uspešni lideri moraju da prepoznaju tri međuzavisne aktivnosti koje moraju neprekidno da se preispituju da bi organizacija imala uspeha. Ključne aktivnosti koje lideri moraju da preduzimaju da bi ostvarili konkurentsku prednost, u uslovima stalnih promena u okruženju, jesu:

1. utvrđivanje pravca,
2. projektovanje organizacije i
3. negovanje kulture posvećene izuzetnosti i etički ispravnom ponašanju.

Kako bi bili efikasni, lideri moraju da posvete punu pažnju svakoj od ovih aktivnosti, a takođe je neophodno raspravljati i o značaju snaga u situacijama kada lideri treba da se izbore sa otporom prema promenama. Organizacije koje uspevaju da opstanu u današnjem turbulentom okruženju jesu one u kojima se na pomenute tri aktivnosti gleda ravnomerno i posvećuje i vreme i pažnja svakoj od njih.

1. Utvrđivanje pravca (usmeravanje)

Lideri moraju da razumeju sve stejkholdere u svojoj organizaciji a za to im je potrebna sposobnost praćenja i analiziranja okruženja da bi dobro upoznali sve stejkholdere kompanije (npr. Kupci, dobavljači, akcionari) i drugi glavni trendovi i događaji u okruženju kako bi se integrisala ova znanja u viziju koja bi mogla da odgovara organizaciji. Razvijati strategijsku viziju je veoma bitno, naročito kada je u pitanju bilo kakva promena u organizaciji, jer donosi mnoge koristi: jasan pravac za budućnost, opšti okvir misije i ciljeva organizacije i unapređenje komunikacije, angažovanje i privrženost kod zaposlenih.

2. Projektovanje strukture organizacije, procesa i sistema vrednovanja i kontrole

Skoro svi lideri imaju teškoće ponekad u implementiranju svojih vizija i strategija. Takvi problemi mogu da potiču iz raznih izvora, uključujući:⁵⁴

- Nedostatak razumevanja dužnosti i odgovornosti među menadžerima.
- Sistemi nagrađivanja koji ne motiviše pojedince (ili kolektive kao što su grupe i odeljenja) za postizanje željenih ciljeva organizacije.
- Neadekvatni i neodgovarajući sistemi planiranja i kontrole.
- Nedovoljni mehanizmi za koordiniranje i integrisanje aktivnosti širom organizacije.

Druga ključna aktivnost liderstva jeste projektovanje strukture organizacije, procesa i sistema za vrednovanje i kontrolu, gde se uspešni lideri aktivno uključuju i izradu struktura, timova, sistema i organizacionih procesa koji olakšavaju implementiranje njihovih vizija i strategija. Jasno je da firma uopšte neće biti u mogućnosti da postigne prednost niskih troškova u celini, ukoliko pažljivo ne prati svoje troškove putem detaljnih

⁵⁴ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str. 399.

i formalizovanih procedura za kontrolu troškova i finansija.⁵⁵ Isto tako, postizanje prednosti diferencijacije usloviće potrebu da se postaknu inovacije, kreativnost i senzitivnost na uslove tržišta, a takvim ulozenim naporima smetaju komplikovana pravila i propisi, kao i centralizovano donošenje odluka.

3. Negovanje kulture posvećene izuzetnosti i etički ispravnom ponašanju

Kultura organizacije može da bude efikasno i pozitivno sredstvo za kontrolu u organizaciji a lideri su ti koji igraju ključnu ulogu u razvijanju i održavanju kulture organizacije, menjaju je ukoliko je potrebno, ali su svakako spremni na promene ako su neophodne. Akcije lidera mogu, takođe, da imaju i vrlo štetan uticaj na kulturu i etiku firme ako nije ispravno, pa je neophodno da ponašanje lidera bude etički ispravno i da time utiče snažno i dobro na organizaciju.

Menadžeri i najviši direktori takođe moraju da prihvate ličnu odgovornost za razvijanje i jačanje etički ispravnog ponašanja širom organizacije i moraju dosledno da potvrđuju da je takvo ponašanje osnovna stvar u viziji i misiji organizacije. Da bi firma postala organizacija na visokom etičkom nivou, mora da neguje nekoliko sledećih elemenata koji moraju stalno da budu prisutni: uzori, korporativni kredo i kodeksi ponašanja, sistemi nagrađivanja i vrednovanja i politike i procedure.⁵⁶

7.3. SAVLADAVANJE PREPREKA KA PROMENAMA I EFIKASNO KORIŠĆENJE MOĆI

Kada smo razmotrili tri međusobno povezane i zavisne aktivnosti koje je potrebno da obavljaju lideri, moramo razmotriti ključno pitanje u smislu koje su to prepreke ka promenama sa kojima se lideri često susreću i kako mogu da iskoriste svoju moć da bi ostavili značajne promene u svojim organizacijama, pri čemu ljudi svakako imaju izvestan nivo izbora u smislu koliko će snažno da podrže ili da se suprotstave inicijativama lidera za promene. Međutim, česta je pojava velikog otpora iz razloga što postoje i organizacije kao i menadžeri koji su skloni inerciji i spori su u učenju, teško se prilagođavaju i prihvataju promene.

Neki od najvažnijih razloga koji mogu sprečiti lidera i samu organizaciju da promeni nešto jesu:

1. Problem može da predstavlja to što mnogi ljudi imaju *interes* da situacija ostane *status quo*. Postoji mnoštvo situacija i primera iz prakse gde određeni pojedinci, uprkos negativnom učinku, nastavljaju da razbacuju "*bonne pare na loše odluke*".

⁵⁵Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str.399.

⁵⁶ Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str. 402.

2. Takođe u organizaciji postoje razne sistemske prepreke, koje sprečavaju organizaciju da promeni nešto i usporavaju je, u smislu da višestruka birokratska struktura, komplikovani zahtevi u pogledu dokumentacije i kruta pravila i procedure "koče organizaciju".
3. Postoje i prepreke ka promenama u organizaciji zbog ponašanja, a vezuju se za težnju menadžera da na probleme gledaju iz pristrasne ili ograničene perspektive. Ovo može da se pripiše njihovom obrazovanju, obuci, radnom iskustvu, itd.
4. Prepreke koje se vezuju za politiku u smislu konflikata koji proizilaze iz donosa sa centrima moći, a može postojati čitav splet razloga kao što su odbijanje razmene informacija, konflikti zbog resursa, konflikti između organizacionih delova i sektora i sitne razlike među osobljem.
5. Takođe ograničenje raspoloživosti ličnog vremena može da bude uzrok nemogućnosti sprovođenju promena u smislu da će operativne odluke potisnuti vreme potrebno za stratejsko mišljenje i razmišljanje. Ova tendencija je naglašena u onim organizacijama koje se suočavaju sa oštrom konkurencijom cena ili ograničenjem troškova pri čemu menadžera i zaposlenih ima vrlo malo.

Uspešno liderstvo zahteva efikasno korišćenje moći u savladavanju prepreka ka promenama.⁵⁷ Kada se kaže moć lidera misli se na njegovu sposobnost da obezbedi da stvari budu urađene na način na koji on to želi, odnosno da lider može da utiče na ponašanje drugih ljudi, da se drugi ljudi ubede da čine stvari koje inače ne bi činili i da se otpor i suprotstavljanje pravcu koji se menja savlada. Efikasna primena moći je suština uspešnog liderstva.⁵⁸

Svoju moć lider izvlači iz nekoliko baza i izvora, a baze moći najlakše je shvatiti ako se podele na organizacione i lične baze moći. Organizacione baze moći se odnose na moć koju neka osoba poseduje zato što je na formalnom menadžerskom položaju (legitimna moć, moć nagrađivanja, moć prinude i moć informisanja). Osim moći koje proizilaze iz organizacije imamo moć koju lider crpi iz svojih ličnih osobina i ponašanja, a to su "lične" baze moći i predstavljaju referentnu moć i ekspertsku moć. Ono što definitivno može da utiče na podređene i da ih učine odanim lideru jesu lični atributi ili šarm lidera.

Lider treba da pomogne saradnicima da ostvare balans između želje za stabilnošću i želje za preuzimanjem rizika.⁵⁹ Kako bi podređeni uspešno obavljali svoje poslove lider mora da obezbedi potrebne informacije, ali je i podjednako važno da lider konstantno radi na ubeđivanju i razvijanju opšte saglasnosti sa podređenima, kao i da pritiska podređene da budu aktivni da bi se doveli u red oni koji odstupaju u nekim

⁵⁷ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str. 403.

⁷ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str. 403.

⁵⁹ Milutinović M., *Principi menadžmenta*, Fakultet za pravne i poslovne studije, Novi Sad, 2009., str. 174.

tačkama. U situacijama kada je potrebno rešiti određeni problem autoritet se gradi po osnovu znanja, bilo da neko to znanje poseduje, pri tom obavlja poverenu funkciju, ili da se ono afirmiše u uslovima kreativnog iskazivanja pojedinca u rešavanju problema koji je dodeljen grupi.⁶⁰

7.4. PRISTUP LIDERSTVU KAO SKUPU TRI VEŠTINE

Pristup liderstvu kao skupu veština sugerise da su za uspešno liderstvo potrebna znanja i sposobnosti, pa je na osnovu terenskog istraživanja u sektoru administracije i neposrednog posmatranja službenika na njihovom radnom mestu, Katz (1995; str.34) zaključio da efektivno vođenje (tj. liderstvo) zavisi od tri osnovne grupe ličnih veština: tehničkih, humanističkih i konceptualnih, gde se ove veštine u velikoj meri razlikuju od osobina i kvaliteta lidera. Veštine lideri mogu da steknu, dok su osobine ono što lideri jesu (tj. to su njihove urođene karakteristike).⁶¹

Tehnička veština

Tehnička veština znači posedovanje znanja i spretnosti kada je u pitanju određena vrsta posla ili aktivnosti.⁶² Podrazumeva kompetencije za određenu oblast specijalizacije, analitičke sposobnosti i sposobnost korišćenja odgovarajućih alata i tehnika, a igra ključnu ulogu u proizvodnji stvarnih proizvoda za koje se kompanija specijalizovala.

Na primer, u preduzeće koje se bavi kompjuterskim softverima, tehnička veština bi podrazumevala poznavanje softverskih jezika i programiranja, softverskih proizvoda preduzeća i načina na koji se ovi proizvodi prilagođavaju klijentu.⁶³

Može se reći međutim, da tehnička veština nije od esencijalnog značaja za lidere koji su na najvišim nivoima, kao što je to direktor preduzeća, jer se dosta pojedinaca na visokim pozicijama oslanjaju na stručne saradnike na nižim nivoima koji se bave tehničkim pitanjima i proizvodnim operacijama.

Humanistička veština

U odnosu na tehničke veštine, koje se odnose na rad sa *stvarima*, humanističke veštine se odnose na poznavanje i sposobnost rada sa *ljudima*. Podrazumevaju sposobnosti koje pomažu lideru da efektivno radi sa podređenima, saradnicima na istom nivou i nadređenima radi postizanja ciljeva organizacije.⁶⁴

Lideri koji poseduju humanističke veštine u stanju su da prilagode sopstvene ideje idejama drugih, stvaraju atmosferu poverenja; zaposleni se osećaju prijatno i sigurno i ohrabreni su da se uključe u planiranje stvari koje će imati uticaj i na njih. Humanistička veština je sposobnost usaglašavanja sa drugim ljudima tokom odvijanja poslovnih aktivnosti a relevantna je za sva tri nivoa menadžmenta.

⁶⁰Leković B., *Principi menadžmenta*, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003., str. 184.

⁶¹Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 28.

⁶²Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 28.

⁶³Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 28.

⁶⁴Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 28.

Konceptualna veština

Dok se tehnička veština bavi stvarima, humanistička veština ljudima, konceptualna veština podrazumeva sposobnost rada na idejama.⁶⁵ Lider koji poseduje konceptualne veštine vičan je razgovoru o idejama koje oblikuju organizaciju i spletu okolnosti koje su u vezi s tim, a pri tom je sposoban da ciljeve kompanije pretoči u reči i da razume i formuliše ekonomske principe koji utiču na kompaniju.

Konceptualne veštine važne su za, na primer, proizvodnu kompaniju u ekspanziji gde je potreban direktor koji poseduje ove veštine da bi mogao da osmisli viziju za liniju novih proizvoda koji bi preduzeću trebalo da obezbedi profitabilnost.

Konceptualne veštine su najvažnije za nivo top menadžmenta i za srednji menadžment (a za niže nivoe gube na značaju), prema tome kada menadžeri na višim nivoima nemaju razvijene konceptualne veštine oni mogu ugroziti celokupnu organizaciju.

Možemo zaključiti da pristup liderstvu kao skupu tri veštine podrazumeva da lider poseduje sve te tri veštine, s tim što, u zavisnosti od toga gde se nalaze unutar menadžerskih struktura, neke veštine postaju važnije od drugih.

Kao što su istaknute veštine kojima bi lideri trebali da ovladaju, tako isto postoje i osobine koje pojedinac treba da poseduje ili da ih razvije ukoliko želi da ga drugi shvate kao lidera, o čemu će u narednom tekstu biti reči.

7.5. EMOCIONALNA INTELIGENCIJA: KLJUČNA OSOBINA LIDERA

Najvažnije osobine (ili sposobnosti) lidera koje im omogućavaju da efikasno deluju na stvaranje vrednosti za njihovu organizaciju jesu integritet, zrelost, energija, prosuđivanje, motivacija, inteligencija, stručnost, itd, ali se zbog jednostavnosti ove osobine grupišu u tri široka skupa sposobnosti, a to su:

- Isključivo tehničko obrazovanje (kao što je računovodstvo ili operativna istraživanja).
- Kongnitivne sposobnosti (kao što je analitičko rezonovanje ili kvantitativna analiza).
- Emocionalna inteligencija (kao što je sposobnost rada sa drugim ljudima i strast prema radu).

Jedan od atributa uspešnih lidera koji je poslednjih godina postao posebno popularan i izdvaja se od ostalih, kako u literaturi, tako isto i u praksi jeste emocionalna inteligencija (EI). Kako bi strategijsko liderstvo, naročito u vremenu promena u organizaciji, ali i inače, bilo efikasno emocionalna inteligencija (EI) je tu da u mnogome pomogne u smislu da pruži pojedincu mogućnost da prepozna svoje emocije i emocije drugih i pomogne pojedincu u vođenju ostalih ljudi oko sebe pravim putem na pravi način. Kao što ove dve reči sugerišu, emocionalna inteligencija se tiče naših emocija (afektivni domen) i razmišljanja (kongnitivni domen), kao i njihovog međusobnog odnosa.⁶⁶ Ljudi koji imaju izraženiju emocionalnu inteligenciju lakše rade na poboljšanju navika koje su bolje za

⁶⁵ Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 29.

⁶⁶ Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 16.

njegov rad, pokazujući pri tom bolje razumevanje stvarnosti, bolje razumevanje samog sebe, sposobnost samokontrole, samouverenost, osetljivost na probleme i potrebe drugih, sposobnost da se razumeju osećanja drugih ljudi (empatija), veštinu rešavanja međuličnih sukoba, sposobnost uspostavljanja skladnih prijateljskih odnosa i sposobnost rukovođenja grupom.

Preciznije, *emocionalna inteligencija* može da se definiše kao sposobnost da sagledamo i izrazimo emocije, da koristimo emocije da bi olakšali razmišljanje, da razumemo emocije i nosimo se sa njima i da efektivno upravljamo sopstvenim emocijama i u odnosima sa drugima (Mayer, Salovey & Caruso, 2000).⁶⁷

Za lidera sa visokim količnikom emocionalne inteligencije je karakteristično da:⁶⁸

- Ostane realističan, kreativan i pozitivan u svakoj situaciji na poslu
- Može da razmišlja jasno i da bude fokusiran na zadatak i pod pritiskom
- Spreman da prizna svoje sopstvene greške
- Trudi se da održi svoje obećanje
- Usmeren na traganje za novim idejama
- Sa lakoćom može da izdvoji prioritete
- Preuzima proračunate rizike da bi ih ostvario
- Da je neprestano usmeren na razvoj i popravku sopstvenih stavova, spreman da usvoji predloge i savete od svih saradnika podjednako
- Spreman i na žrtve kako bi postigao važan organizacioni cilj
- Ne prestaje da se bori bez obzira što uspeh nije postignut
- Prepreke i zastoje tretira samo kao nužni deo svakodnevnice
- Traga za novim perspektivama, čak i kada to znači isprobavanje nečeg nepoznatog.

Nedavne studije uspešnih menadžera otkrile su da uspešni lideri bez razlike poseduju visok nivo emotivne inteligencije.⁶⁹ Istraživanja ukazuju na činjenicu da je EI bolji pokazatelj životnog uspeha, u smislu ekonomskog blagostanja, zadovoljstva životom, prijateljstvom, porodičnim životom, uključujući uspehe u profesiji, nego IQ. Prema tome može se slobodno reći da IQ omogućava da se zaposlimo, ali da EQ (Emotional Quotient) omogućava da se napreduje dalje. I ankete pokazuju da menadžeri za ljudske resurse veruju da je ova konstatacija istinita, čak dobija na istinitosti kod viskokotehničkih poslova kao što su poslovi naučnika i inženjera.

Prema tome, IQ i tehnička obrazovanja jesu bitni, ali su to "granične sposobnosti" pojedinca i neophodni su zahtevi za postizanje menadžerskih položaja na višem nivou, međutim EI je dovoljan za uspeh liderstva i bez nje menadžer može da ima odličnu obuku, oštar analitički um i više mudrih ideja, ali i dalje neće biti veliki lider. Emocionalna inteligencija se sastoji od pet komponenti: samosvesnost, samokontrola, motivacije i empatija (razumevanje osećanja drugih osoba kao i razumevanje situacije) i društvenost.

⁶⁷ Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 16.

⁶⁸ Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 44.

⁶⁹ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str. 405.

Samosvest

Samosvest obuhvata osobu koja ima duboko razumevanje emocije drugih, njihove snage, slabosti i nagone.⁷⁰ Ljudi koji imaju jaku samosvest nisu previše kritični niti nerealno optimistični. Takvi ljudi su poštjeni i prema sebi i prema drugima, a više od svega poštuju i obožavaju iskrenost. Upravo takvi ljudi, koji čestito procene sebe (tj. samosvesni ljudi) su oni koji mogu isto da učine i za organizaciju koju vode.

Samokontrola

Samokontrola je veoma važna osobina, naročito u poslu, jer nam omogućava da ne budemo zarobljenici svojih osećanja i uz pomoć samokontrole mi možemo upravljati istim. Ljudi koji imaju izraženu samokontrolu, uspevaju da kontrolišu, pa čak i da kanališu u korisne svrhe, svoja loša raspoloženja i loše emocionalne impulse koje osećaju kako oni sami tako i ljudi u njihovom okruženju. Ljudi koji kontrolišu svoja osećanja i impulse sposobni su da stvaraju okruženje poverenja i nepristrasnosti, oni su gospodari svojih emocija i sposobniji su da izazovu promene i da ih implementiraju u organizaciju, pri čemu je zagarantovana visoka produktivnost.

Motivacija

Uspešni direktori imaju želju da nešto postignu i u toj želji gde bi mnogi bili podstaknuti nekim spoljnim faktorima, kao što su novac i prestiž, oni sa liderskim potencijalom pobuđeni su duboko skrivenom željom da nešto postignu. Motivisani ljudi poseduju mnogo energije da stvari čine boljim, i stalno nezadovoljstvo zbog trenutnog stanja stvari. Oni imaju jaku želju da istažuju nove pristupe u svom poslu.

Empatija

Empatija je verovatno najlakše prepoznatljiva komponenta EI, a znači dublje shvatanje osećanja zaposlenih u procesu donošenja razumnih odluka. Empatija je naročito važna savremenom poslovnom okruženju iz najmanje tri razloga: sve većeg korišćenja timova, brzog tempa globalizacije i sve veće potrebe da se zadrže talenti.⁷¹ Kada menadžer vodi neki tim, empatija je tu da mu omogući da oseti i shvati tačke gledišta svakog prisutnog.

Kako globalizacija, po pravilu, obuhvata razgovor među raznim kulturama, empatični ljudi su tu u prednosti jer mogu da razumeju suptilan govor tela; mogu da čuju poruke ispod svake reči koja se izgovara, imaju duboko poštovanje i razumevanje za etničke i kulturne razlike.

Empatija takođe veoma bitna liderima zbog stvaranja i zadržavanja vrhunskih talenata. Ovo je posebno važno za današnje vreme, iz razloga što vrhunski menadžeri kada odlaze iz firme, odnose i svoje "tiho" znanje.

⁷⁰Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str. 405.

⁷¹Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str. 407.

Društvenost (društveno ponašanje)

Društvenost može da se posmatra kao prijateljska nastrojenost sa svrhom: pokretanje ljudi u smeru koji čovek želi. Društveni ljudi poseduju širi krug poznanstva, nastoje da pronađu zajedničko mišljenje i stvore vezu sa drugim ljudima i imaju spremnu mrežu kontakata kada dođe vreme za akciju.

Društvenost može da se posmatra kao kulminacija ostalih dimenzija EI. Ljudi će postati efikasni u upravljanju odnosima onda kada budu mogli da shvate i kontrolišu svoje sopstvene emocije i kada budu u stanju da osećaju empatiju prema drugima.⁷² Ljudi koji su motivisani, pokazuju visok stepen i društvenosti u smislu da se trude da nešto postignu, nastoje da budu optimisti, čak i kada se suočavaju sa nazadovanjem ili neuspehom, a kada su optimisti, njihova "svežina" se "preliva" na razgovore i druge društvene susrete. Oni su jednostavno rečeno popularni, a za to postoji zaista dobar razlog.

7.5.1. EMOCIONALNA INTELIGENCIJA I POTENCIJALNI NEDOSTACI

Emocionalna inteligencija ako se neefikasno upotrebi može da prouzrokuje određene mane i prepreke pre svega "na putu" ka uspehu lidera. Mnogi veliki lideri poseduju ogromne rezerve empatije, mudrosti za međuljudske odnose, zatim svest o sopstvenim osećanjima i svest o svom uticaju na druge.⁷³ U suštini, da bi lider bio uspešan, što se tiče emocionalne inteligencije, on mora imati izraženu samokontrolu i svoje sposobnosti mora primenjivati razumno, kao i svoju emocionalnu inteligenciju kanalisati na pravi način i biti odmeren u svemu tome, sve prekomerno izraženo može biti više loše nego dobro u poslu.

Još neki potencijalni nedostaci EI stoje nasuprot koristima:

- *Efikasni lideri gaje empatiju za druge.* Bez obzira na to, oni moraju da budu sposobni i da donose "čvrste odluke", ali je vrlo verovatno da u određenom trenutku mogu da se isuviše indentifikuju sa drugima ili da pobrcaju empatiju sa simpatijom, što može otežati donošenje pravilnih odluka.
- *Efikasni lideri su mudri poznavaoi ljudi.* Međutim, opasnost je što lideri mogu da postanu i suviše kritični prema manama koje zapaze kod drugih.
- *Efikasni lideri unose strast u ono što rade i to pokazuju.* Ovde je veoma tanka linija između uzbuđenja zbog nečega i zatvaranja očiju i razuma usled strasnog odnosa zbog čega lider da zanemari realnost koju drugi vide.
- *Efikasni lideri ostvaruju lične veze sa svojim ljudima.* Međutim, problem može nastati ukoliko se lider suviše često nenajavljeno obilazi zaposlene, jer to može da stvori atmosferu straha i mikromenadžmenta, a glavna stvar je pronalaženje pravilne ravnoteže.

⁷² Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str. 407.

⁷³ Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str. 408.

7.5.2. OSTALE POŽELJNE OSOBINE LIČNOSTI LIDERA

Posmatranje liderstva kao skupa osobina ima nekoliko uočljivih prednosti, gde je prva ta što je takav pristup intuitivno dopadljiv. Jasno se poklapa sa našim shvatanjem da su lideri pojedinci koji se nalaze ispred svih i određuju pravac kojim se društvo kreće. Ljudi imaju potrebu da lidere doživljavaju kao nadarene ljude, a pristup liderstvu kao osobini ispunjava tu njihovu potrebu.⁷⁴

Rečeno je da je temelj svakog uspešnog lidera njegov karakter, međutim da bi uspeh lidera bio potpun, mora se govoriti i o osobinama ličnosti koje lider mora da poseduje. Kada je reč o samoj *ličnosti lidera*, mora se reći da u nekom uopštenom smislu podrazumeva one osobine koje jednu osobu čine privlačnom za druge ljude. Takve osobe poseduju ono što psiholozi nazivaju *nadmoć* ili čak *gospodarenje* nad drugima. Ljudi naprosto osećaju da ih te osobe privlače i magnetski privlače u svoje "krugove" a da često nisu svesni zbog čega. Ovde možemo govoriti o različitim razlozima, u smislu da je to zbog toga što su te osobe sposobne da u teškim situacijama uzmu stvari u svoje ruke, ili pak možda zato što poseduju izrazitu nadmoć u sposobnosti opštenja. Osobe kao što su lideri koji naprosto privlače svoje sledbenike, u stanju su da nađu način da se slažu sa puno različitih ljudi, a ponekad istovremeno i u teškim situacijama. Takvi lideri naprosto znaju kada i kako da ublaže napetost koju izazivaju sukobljeni pojedinci i umeju da pronađu način za kompromis, ne samo za sebe, već i za druge. A iznad svega, u stanju su da osete i pokažu razumevanje za ono što drugi osećaju. Različiti su razlozi zašto su neke osobe jako dobre u liderskom poslu, i zbog čega baš oni zaslužuju da se ljudi okupe oko njih i prate ih u svojim idejama, ali je svakako sigurno da baš ti lideri to zaslužuju jer predstavljaju sklop različitih svojstava, odnosno osobina neophodnih da bi se bio lider u pravom smislu te reči, a koje će biti objašnjenje u narednom tekstu.

Kada je reč generalno o osobinama lidera koje su poželjne kako bi on bio što uspešniji i bolji u svom poslu navode se:

Energija

Uspešan lider definitivno mora biti energičan vođa, jer to implicira stalnu aktivnost i mogućnost da se bude stalno u pokretu, pri čemu se ostaje dugo na poslu. Nolan Bušnel (Nolan Bushnell), osnivač kompanije *Atari* za kompjuterske igre, to sasvim jednostavno sažima rečima: "Ključna stvar je da ustanete sa stolice i radite. Ne sutra. Ne sledeće nedelje. Danas."⁷⁵

Svaki energičan lider je istovremeno uporan, istrajan, ali i agresivan. Sposoban je da sam uoči probleme, pre nego što isti ti problemi skrenu pažnju na sebe. Upravo takvi lideri koriste svoju energiju da bi istrajali tamo gde bi se drugi pokolebali ili bi promenili svoje mišljenje, i pri tom druge ubedili u valjanost svoje vizije.

Energičan lider je nepopustljiv prilikom ostvarivanja sopstvenih ciljeva, a takva energija koju poseduje, može se reći da je direktno u vezi sa dobrim zdravljem, što je posledica zdravog načina života, zdrave ishrane i izbegavanja rasipanja snage kada god je to moguće. Pravi lider je po mišljenju mnogih stručnjaka: "U stanju da promeni taktiku kad god je to potrebno, često kad je posao u punom zamahu. Ne okleva da potpuno preokrene

⁷⁴ Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 17.

⁷⁵ Lester R. Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 15.

svoje odluke ako se pokaže da su bile pogrešne. I nema sumnje da je spreman da puno uloži kako bi odgovorio svojim obavezama."⁷⁶

Osobine koje će uspešnog energičnog lidera kao vođu izbaciti u prvi plan jeste upravo ta energija i ubeđenje da je ono što rade ispravno. Takvi lideri poseduju unutarnju pokretačku snagu koja im omogućava da prelaze preko i oko prepreka, ljudskih i drugih, povremeno menjajući pravac, ali uvek omogućavajući svojoj firmi da napreduje. Međutim, koliko god posedovali energije, dobri lideri moraju da znaju i kako da neguju i održavaju svoju energiju, da je sačuvaju, na primer, za ključne pregovore sa klijentima ili dobavljačima. Mnogi od njih su naučili da se opuste istog momenta kad spoljni pritisak prestane, pri tom da odspavaju nakratko, da stoje kraj prozora zagledani u daleki horizont i da se pripremaju za sabiranje svojih misli tako što će se najpre isključiti iz sadašnjosti nekom vrstom meditacije.

Istrajnost

Ova odlika je u direktnoj vezi sa energetske kapacitetom svakog pojedinca, odnosno lidera. Veliki veslački trener Ten Ajk (Ten Eyk) sa *Pensilvanija* univerziteta govorio je svojim veslačima da pobeđuju oni članovi posade koji su u stanju da održe ritam samo za jedan zaveslaj više od protivnika.⁷⁷ To isto važi i za lidere i mnoge poslovne situacije u kojima se oni mogu naći, a koje traže upornost i istrajnost. Onaj ko je u stanju da ponudi samo jedan više, a pri tom dovoljno ubedljiv argument, često pobeđuje u pregovorima ili uspeva u prodaji.

Obrazovanje i stipendije

Kako liderstvo može da se nauči u većoj ili manjoj meri, sigurno je, što potvrđuju mnoge analize, da sve više poslovnih vođa ima visoko stručno obrazovanje. Oni stiču znanje iz svih raspoloživih izvora, pri čemu vode računa da veoma mnogo čitaju različitu literaturu, koja im može pružiti znanja i informacije iz različitih oblasti, slušaju mnogo, ali i posmatraju. Ne propuštaju nijednu mogućnost da svoj fond informacija obogate novinama koje su u vezi sa njihovom profesijom i spremni su da to znanje koriste da bi stekli prednost u teškim situacijama. Uspešan lider je svestan činjenice da čovek koji poseduje *znanje* deluje privlačno za druge i upravo od te osobe zaposleni saradnici očekuju uputstva i usmeravanje u poslu. Formalno obrazovanje svakako doprinosi uspešnom liderstvu, ali ne predstavlja njegov neophodan sastavni deo. Tajna liderstva u poslu leži u istrajnom i marljivom radu onda kad situacija izgleda beznadežna. Na zidu u kancelariji jednog lidera velike kompanije stoji moto: "Ništa na svetu ne može zameniti istrajnost. Svet je pun obrazovanih ljudi koji su odustali."⁷⁸

⁷⁶ Lester R.Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 18.

⁷⁷ Lester R.Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 19.

⁷⁸ Lester R.Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 20.

Inteligencija

Većina stručnjaka dovode inteligenciju u vezu sa efikasnim liderstvom. Koliko lider može da dosegne u obrazovanju, ipak je ponekad dokaz inteligencije, a upravo ti uspesi u obrazovanju predstavljaju i veću mogućnost uspeha u poslu. Inteligentan lider je u stanju da prikuplja, sintetizuje, brzo usvaja i tumači velike količine informacija, kao i da jasno i koncizno predstave neki problem ili situaciju, što privlači pažnju drugih ljudi, i takav je lider uvek u stanju da privuče druge ljude da rade za njega.

Kreativnost i inicijativa

Liderstvo bukvalno znači "ići ispred drugih" i zato u velikoj meri zavisi od *inicijative* lidera – njegove sposobnosti da se oslobodi zavisnosti od grupe – i od njegove ili njene *kreativnosti* – sposobnosti da jasno sagleda nove pravce.⁷⁹ Prema tome, može se reći da se i kreativnost odnosi na promene, jer ukazuje na neke nove pravce, nešto što je drugačije i različito od ostalih. Smatra se da u svakom vremenskom ciklusu "postoji prilika" kad je "pravi trenutak da se samostalno krene" nekim drugim pravcem. Upravo oni ljudi koji prepoznaju taj trenutak i oni koji imaju hrabrost da promene pravac tada, dok mase i dalje slede tržište dobro utabanim stazama, zarađuju veliki novac. Primera utiranja novih staza u istoriji čoveka ima puno. Za svaku od inovacija bio je potreban ne samo pronalazački genije, već i nepokolebljiva podrška lidera, vođe, prožetog pionirskim duhom., a najbolje ideje za poslovne i proizvodne strategije ne moraju uvek dolaziti od rukovodioca na vrhu.

Kada govorimo o komponentama kreativnog procesa govorimo o sledećim oblicima ponašanja lidera koji se odražavaju na njegovo kreativno ponašanje:⁸⁰

- U stanju je da produkuje mnoštvo različitih ideja
- Reagovanja na problemsku situaciju nisu šablonska, već fleksibilna i raznosvrсна
- Velika sposobnost mašte i maginacije koja je deo svakodnevnog funkcionisanja
- Sposobnost povezivanja i spajanja u jednu celinu, podataka koji ranije nisu bili dovođeni u vezu
- Sposobnost da se u nečem naizgled poznatom otkrije i nešto drugo, novo
- Osetljivost za prepoznavanje novih, originalnih rešenja problema
- Tolerisanje trenutnog neuspeha i usresređenost na budući uspeh.

Lider se može pouzdati u osoblje, dobavljače i ostale da će predlagati nove ideje koje će on razmatrati i među njima vršiti izbor. "Dobrih ideja ima puno", upozorava Vilijam Stivens (William Stevens), osnivač firme *Triad Systems*, veoma uspešne u poslovanju s kompjuterima "ali potrebno je znati kako te ideje ostvariti".⁸¹ Liderova kreativnost na najbolji način dolazi do izražaja u odabiranju najboljih novih ideja i u nastojanjima da se one realizuju. Stepenn kreativnosti nije isti kod svakog čoveka, kod nekoga je manje, a kod nekog više izražen. Uspešan lider treba da pomogne kako sebi, tako i ljudima oko sebe da rade na razvijanju svog kreativnog potencijala, jer kreativnost može da se nauči, pri čemu

⁷⁹ Lester R.Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 23.

⁸⁰ Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 49.

⁸¹ Lester R.Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 25.

je potrebna inicijativa lidera, i na taj način postoji mogućnost unapređenja ove liderske osobine. Postoji veliki broj dokaza da u obrazovanju i na poslu kreativnost može da se povećava.⁸²

Objektivnost i uravnoteženost

Dobar lider zaista mora obuzdavati svoje urođeno samopouzdanje. Odgovornost lidera u poslovnim firmama obično traje duži vremenski period. Dobar lider se mora čuvati nekada i samog sebe, jer preterano visoko mišljenje o samom sebi koje se često javlja u periodima stalnih uspeha, često nije dobro, jer umanjuje moć objektivnog rasuđivanja. Liderima u poslovnim firmama pre svega potrebno "intelektualno poštenje" – iskrena objektivnost, spremnost da se do kraja suoče sa činjenicama onda kad nisu u pravu, a uz takvu objektivnost potrebna je još i emocionalna uravnoteženost. Lider koga sledbenici poštuju, pre svega ne sme imati nagle promene raspoloženja, u smislu da se jednog trenutka smeje i veseo je, a sledećeg je ljut ili potišten. Iz tog razloga je neophodna kontrola emocionalnih promena i uravnoteženost u svakom smislu, pri čemu kao rezultat imamo zaposlene koji se takmiče da usvoje optimizam svog vođe.

Oduševljenje i optimizam

Raspoloženje i ponašanje direktora su ogledalo u kome se njegov ili njeni potčinjeni neprestano ogledaju.⁸³ Oduševljenje i optimizam su spoljni izrazi samopouzdanja, međutim sve to mora biti na iskrenom nivou kod lidera jer odmah otkrivaju lažne note i brzo gube veru u veštačke izlive optimizma. Iako liderima, naročito oni koji vode veliki broj ljudi u organizaciji i imaju veliku odgovornost, nije lako da svaki dan nađu razlog da budu veseli, to je, ipak, jedna od onih odlika koje doprinose njihovoj efikasnosti u ulozi lidera.

Samopouzdanje

Samopouzdanje predstavlja značajnu osobinu ličnosti koja u sebi podrazumeva usaglašavanje više različitih emotivnih, motivacionih i misaonih funkcija. Osobe sa visokim nivoom samopouzdanja imaju tendenciju da iniciraju određene aktivnosti, kao i da utiču na stavove i ponašanje drugih ljudi.⁸⁴ Nivo samopouzdanja se stiče u socijalnom okruženju i povezan je sa nivoom zrelosti. Pod zrelošću se podrazumeva:⁸⁵

- Razvijenost osnovnih psihičkih osobina i funkcija, pre svega razvijenost emocija i motiva,
- Njihova usklađenost, jer raskorak između želja i mogućnosti uvek je osnova za konflikt ličnosti,
- Prilagođenost društvenim normalnim očekivanjima, bez predrasuda i sa jasnim sistemom vrednosti.

⁸² Lester R. Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 51.

⁸³ Lester R. Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997., str. 25.

⁸⁴ Franceško M., *Kako unaprediti menadžment u preduzeću*, Prometej, Novi Sad, 2003., str. 115.

⁸⁵ Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 46.

*Uspeh u rukovođenju ne zavisi samo od stepena samopouzdanja, nego i od kvaliteta vrednosnog stava koji osoba ima o sebi.*⁸⁶

Samopouzdanje je takođe osobina ličnosti koja se stiče, ne rađamo se sa njom, međutim neki prvi koraci, koji će odrediti nivo samopouzdanja kasnije u životu kod čoveka, stiču se u primarnim porodicama, i zavise prvenstveno od odnosa najbližih prema nekoj osobi. Ako je samopouzdanje pojedinca na višem nivou, takav čovek će lakše i brže napredovati u svojim poslovnim poduhvatima. Lider sa izraženim samopouzdanjem prilazi svakom problemu kao novom izazovu koji treba rešiti, optimistički, siguran je u svoje znanje i umeće, sa izraženom dozom objektivnosti u pogledu akcija koje preduzima. Međutim, od velikog značaja za uspešno ponašanje lidera je doživljaj self-efikasnosti za koji se smatra da ima presudan uticaj na to kako će se pojedinac ponašati u pojedinim situacijama, koji će biti njegov izbor odgovora na pojedine informacije iz okruženja, koliko će pojedinac uložiti napora u neku aktivnost, koliko će biti istrajan u naporu za realizaciju pojedinih zadataka i koliko će pokazati otpora u nepovoljnoj situaciji.⁸⁷

Integritet

Dobar lider pored navedenih osobina ličnosti, poželjno je da ima izražen integritet, u smislu da konstantno radi na objedinjavanju različitih slika o sebi, kao što je ona slika koju o nama ima naša porodica, prijatelji, poznanici, neprijatelji, kao i onu koju imamo sami o sebi, jer upravo takav način rada predstavlja rad na sopstvenom integritetu. Sam integritet ličnosti predstavlja objedinjeno funkcionalno delovanje niza osobina, veština i sposobnosti koje čine jednu harmonizovanu celinu.⁸⁸ U odnosu na to možemo govoriti da dobar lider i deluje na taj način, u smislu da bi bio dobar u svom poslu mora imati niz osobina, ovladati nizom veština i sposobnosti. Kako bi došlo do formiranja integriteta ličnosti, preduslov jesu verodostojnost, koju čini kontinuitet određenih ponašanja, bez obzira na pritiske uticaja iz okruženja, i odgovornost lidera. Tri osnovne komponente integriteta su:⁸⁹

1. samospoznaja, odnosno stalna težnja za prepoznavanjem sopstvenih motiva, emocija i mišljenja
2. otvorenost za nova iskustva i spremnost za promene
3. zrelost ličnosti, odnosno, usklađenost emocionalne, intelektualne, seksualne, socijalne zrelosti.

Prema tome, kada govorimo o integritetu, čovek mora konstantno preispitivati sopstvene motive, emocije i uopšte sopstveno mišljenje, pri čemu ne sme imati gard ka bilo čemu što je novo i nesvakidašnje, jer zreo i hrabar čovek, kakav je lider potreban jednoj organizaciji, uvek će se uhvatiti u koštac sa promenama. Međutim, kada je reč konkretno o integritetu, on nije samo ono što čovek ispoljava, već je on pre svega ono što čovek zaista jeste.

⁸⁶ Franceško M., *Kako unaprediti menadžment u preduzeću*, Prometej, Novi Sad, 2003., str.115.

⁸⁷ Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 47.

⁸⁸ Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 52.

⁸⁹ Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 52.

Demokratski orijentisana ličnost

Ideal organizacije budućnosti je model koji će osposobiti preduzeće da se uspešno suoči sa mnogim kompleksnim problemima i da na njih reaguje na način koji će mu doneti najviše koristi.⁹⁰ U takvoj organizaciji moć je u liderskim radnim timovima i u ekspertskom znanju članova tima koje vodi demokrata, a ne vrhu organizacije kako je to bilo ranije, gde je čovek koji vodi organizaciju i timove bio autokrata.

Lider novog doba je prema tome demokrata koji uspeva da stimuliše i motiviše ljude oko sebe. Demokrata dozvoljava da se liderski poslovi spuštaju sa vrhovnog nivoa na nivo timova, pri čemu pokazuje visok nivo fleksibilnosti i otvorenosti, kao i realno sagledavanje situacije u smislu da sam sve ne može da uradi.

Osnovni postulati demokratske ličnosti se mogu sagledati kroz sledeće osobine ličnosti i oblike ponašanja:⁹¹

- Otvorenost duha
- Prihvatanje sebe i poverenje u sebe
- Realizam
- Svest neopterećena statusnim razlikama
- Pravednost
- Prijateljstvo.

Demokratska ličnost je preduslov uspešne komunikacije između lidera i saradnika-sledbenika. Odnos prema stvarnosti i prema drugim ljudima demokratsku ličnost povezuje sa liderstvom.⁹² Demokrata će osnažiti timove i timski rad, jer je svestan da je ovakav pristup pravi pristup koji će doprineti kreiranju organizacije visokih performansi, jer takva organizacija je skup snaga svih timova i članova timova u njoj. Ona ne može nastati voljom ma kako god briljantnog pojedinca na vrhovnoj poziciji, ona može nastati samo ako je vizija svih u organizaciji zajednička. Demokratija stoga leži u srži organizacije visokih performansi i demokratski lider, lider koji briše oveštale hijerarhijske sisteme u upravljanju, je pravi tip lidera za organizaciju visokih performansi.⁹³

7.6. RAZVOJ "ORGANIZACIJE KOJA UČI"

Stvaranje "organizacije koja uči" postaje posebno važno u današnjem konkurentskom okruženju, koje je sve nepredvidivije, dinamičnije i međuzavisnije, a uloga lidera je veoma važna u stvaranju takve organizacije naročito u vremenu stalnih promena. Lideri moraju da koriste znanja pojedinačnih i kolektivnih talenata iz čitave organizacije, a potrebno je da svako bude uključen u proces učenja, a ne samo nekoliko osoba u vrhu organizacije. Ljudi u celoj organizaciji moraju da postanu uključeni u proces liderstva i igraju važne uloge u formulisanju i implementiranju strategija i taktika organizacije.⁹⁴

⁹⁰ Petković M., Janićijević N., Bogićević B., *Organizacija: Teorije, Dizajn, Ponašanje, Promene*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003., str. 594.

⁹¹ Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 48.

⁹² Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009., str. 49.

⁹³ Izvor: <http://slobodanadzic.tripod.com/htm/liderstvo.htm>

⁹⁴ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str. 410.

Definitivno jedna osoba ili mala grupa pojedinaca ne može više da razmišlja i uči za celi entitet.

Ključni elementi "organizacije koja uči" su inspirisanje i motivisanje ljudi misijom ili svrhom, davanje većih ovlašćenja zaposlenima na svim nivoima, prikupljanje informacija kako iz unutrašnjosti tako od spolja i razmena istih, kao i preispitivanje *statusa quo* u cilju obezbeđivanja kreativnosti.

Kao što je primetio vodeći ekspert za "organizacije koje uče", Piter Sendž iz MIT-a, dani kada su ljudi na čelu kompanija "učili za organizaciju" su prošli i tako naredna organizacija prepoznaje koliko je značajno menjati postojeću situaciju i raditi na tome da svaki zaposleni čovek bude uključen u proces aktivnog učenja i prilagođavanja. U skladu sa tim možemo pomenuti i autore koji pišu o tkz. "školi moći", a njihova namera je bila je da osveste strateški menadžment u pogledu osnovne stvarnosti života organizacije: da se organizacije sastoje od individua sa njihovim snovima, nadama, ljubomorama, interesima i strahovima. Ovo se može činiti kao očigledna činjenica, ali mnoštvo literaute već dugo stvara utisak da su viši menadžeri racionalni učesnici koji definišu strategije koje svi ostali prihvataju kao neke saglasne i lojalne "radilice".⁹⁵ Sve to nije dobro i iz tog razloga stari model ponašanja i rada u organizaciji "vrh razmišlja, a ostali rade", sada u vremenu konstantnih promena, mora da ustupi mesto integraciji razmišljanja i delovanja na svim nivoima. Iako je izazov veliki, potencijalna isplativost je isto tako velika, a prema rečima bivšeg generalnog direktora SŽCitibank-a Voltera Ristona: "Osoba koja smisli kako da upregne kolektivnu pamet ljudi u svojoj organizaciji, upravo je ona osoba koja će da 'oduva' konkurentnost".

Ono što mora da bude imperativ liderima jeste učenje i promena, a to po pravilu obuhvata stalno preispitivanje stanja *status quo* u organizaciji kao i preispitivanje njenih metoda i procedura. To mora da se odrazi, ne samo na vrh organizacije, nego i na sve pojedince širom nje. Jedini put kako uspešna kompanija može da održi svoj liderski položaj jeste da preispita uobičajene pretpostavke i zameni ih novim nekim pristupom.

Takođe, neophodni su i programi obuke i razvoja. Programi obuke i razvoja su usresređeni na održavanje i poboljšavanje performansi vezanih za poslove koje zaposleni obavljaju i za razvijanje veština potrebnih za budući posao. I menadžeri i ostali zaposleni u toku obimne organizacione promene će proći različite programe obuke, međutim obim zastupljenosti i vrsta određenog programa zavisi od uloge i položaja zaposlenih u skladu sa promenama u organizaciji.⁹⁶

Vođa tima ili njegov konsultant specijalista za organizacioni razvoj, mogu u okviru aktivnosti izgradnje tima posebnim ispitivanjem utvrditi koje *vrste timskih uloga* "leže" kom članu tima, pa na osnovu toga podeliti uloge svakom od njih.⁹⁷

Uspešne "organizacije koje uče" stvaraju proaktivan, kreativan pristup nepoznatom, aktivno se zalažu za uključivanje zaposlenih na svim nivoima i omogućavaju im da koriste

⁹⁵ Mincberg H., Olstrand B., Lampel Dž., *Strateški Safari*, Pometej, Novi Sad, 2004., str. 248.

⁹⁶ Fabus, *Poslovna ekonomija*, Fakultet za uslužni biznis, Sremska Kamenica, 2009., str.144.

⁹⁷ Čukić B., *Menadžment Ljudskih resursa*, Fakultet za industrijski menadžment, Kruševac, 2004., str.153.

svoju inteligenciju i primenjuju svoje zamisli.⁹⁸ Okruženje učenja podrazumeva da su ljudi privrženi promeni širom organizacije, orijentisani na delovanje i da su im na raspolaganju primenljiva sredstva i metode, a ključni zahtev svih "organizacija koje uče", jeste da svako razume svoju svrhu u organizaciji. Takođe je potrebno da svi ljudi u organizaciji imaju potrebu da se osećaju kao deo misije koja im je dostupna. Lider je taj koji mora da inspiriše i motiviše ljude misijom ili svrhom što je neophodno, ali nije dovoljan uslov za razvijanje "organizacije koja uči" i koja se prilagođava promenljivom, složenom i međuzavisnom okruženju. Postoje četiri ključna procesa koji se odvijaju u organizacijama koje uče:

- Davanje većih ovlašćenja zaposlenima na svim nivoima.
- Akumulisanje i raspodela internih znanja.
- Prikupljanje i integrisanje eksternih informacija.
- Preispitivanje stanja *status quo* i omogućavanje kreativnosti.

Davanje ovlašćenja zaposlenima na svim nivoima

Uloga menadžera, naročito u vremenu stalnih i brzih promena, jeste kreiranje okruženja gde zaposleni mogu da iskažu svoje potencijale, pošto menadžeri pomažu da se organizacija kreće ka svojim ciljevima, dok lideri moraju sebe realno da vide kao fleksibilne resurse spremne da preuzmu brojne (možda i neuobičajene) uloge kao što su uloge trenera, ljudi koji obezbeđuju informacije, učitelja, ljudi koji donose odluke, olakšavaju rad zaposlenima, pomažu i slušaju, zavisno od potreba svojih zaposlenih. Lideri najbolje rukovode ako služe potrebama svojih ljudi, jer lideri ne rade njihove poslove već im omogućavaju da uče i napreduju na poslu. Lider je vodilja svojih ljudi u vremenu turbulencija i velikih promena, ali je neophodno da viši menadžment u organizaciji stvori jasnu viziju i saopšti specifične planove ostatku organizacije. Neophodno je da postoji poverenje između nadređenih i podređenih u smislu da nadređeni veruju da njihovi zaposleni dobro rade i rade to na pravi način. Ovakav način rada obuvata i tolerisanje neuspeha podređenih, u smislu da zaposleni imaju slobodu da se ponašaju kao vlasnici i da umesto dopuštenja, traže oprostaj za svoje postupke. Glavni elementi ovakvog pristupa zaposlenima i zaposlenih nadređenima jesu:

- Početi od dna tako što će nadređeni pokazati razumevanje za zaposlene.
- Nadređeni uče zaposlene veštinama upravljanja samim sobom i modelu željenog ponašanja.
- Nadređeni stvaraju timove kako bi podstakli kooperativno ponašanje.
- Nadređeni podstiču razborito preuzimanje rizika.
- Imaju poverenje da će ljudi ostvariti dobar učinak.

Mnoge uspešne organizacije imaju upravo ovakav pristup zaposlenima i uopšte radu i obavljanju poslova u organizaciji, shvatajući da je potrebno poverenje, kontrola kulture i

⁹⁸ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str. 411.

stručnost (na svim nivoima) umesto obimnih i glomaznih pravila čvrsto vezanih za hijerarhijsku kontrolu i pristup od vrha ka dole, kako je to bilo ranije u skoro svim organizacijama. U ekonomiji informacija, najsnažnije su organizacije koje efikasno koriste talente svih igrača u timu.

Akumulacija i raspodela internog znanja

Efikasne organizacije takođe moraju da vrše preraspodelu znanja, informacija i nagrađivanja.⁹⁹ Kompanijama je potrebno da šire informacije tako što će razmenjivati očekivanja sa kupcima i uz pomoć povratnih informacija, kao što su finansijske informacije, a zaposleni moraju da budu upoznati sa ciljevima i zadacima poslovanja, kao i sa međusobnim odnosima ključnih aktivnosti koje stvaraju vrednost. Takođe, organizacije bi trebalo da ustanove nagrađivanje na bazi efikasnog korišćenja informacija, znanja, moći da bi se poboljšao kvalitet usluge koja se pruža kupcu i finansijski rezultat.

Neophodno je "graditi" kompanije u kojoj svaki čovek govori istinu svakog dana – ne zbog toga što su svi ljudi poštenji, već svi imaju pristup istoj informaciji: merenju poslovanja, finansijskim podacima, ocenjivanju predračuna. Što više ljudi razume šta se događa u njihovoj kompaniji, više će želeti da pomogne u rešavanju njenih problema. A kada je reč o informacijama konkretno, one nisu samo moć već i teret, prema tome moraju se razmenjivati i deliti sa teretom liderstva, i mora se raditi sa motivacionom i korisnom upotrebom.

Takođe, lideri moraju da usavrše korišćenje nekih izvora internih informacija koji su više neformalni. Prema Piteru Mejeru, autoru jedne studije. "Vrednost slušanja je jasna: ne možete da uspete u vođenju kompanije ako ne slušate šta vam vaši ljudi, kupci i dobavljači govore. Loš slušalac ne može da opstane. Pažljivo slušanje i razumevanje ključni su za donošenje odluka".¹⁰⁰

Prikupljanje i integrisanje spoljnih informacija

Za uspeh firme, naročito u vremenu koje zahteva stalne promene unutar kompanije i "kretati se" u korak sa promenama u okruženju, od vitalne važnosti je prepoznavanje šansi, kao i opasnosti u spoljnom okruženju. Kako organizacije i okruženja postaju složeniji i brzo se razvijaju, za zaposlene i menadžere daleko je važnije da postanu svesniji trendova i događaja u okruženju i da budu bolje upoznati sa konkurentima svoje firme i kupcima. Jedan od predloga kako sve to postići jeste internet veza, koja je omogućila i povećala brzinu kojom neko može da uđe u trag nekoj informaciji ili locira ljude koji bi mogli da poseduju korisne informacije. Pre nego što se koristio internet, pravi izazov predstavljalo je pronalaženje nekoga ko je nekada radio u određenoj kompaniji, što je uvek bio dobar izvor informacija. Međutim danas je situacija drugačija i mnogo je lakše doći do željenih

⁹⁹ Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str. 412.

¹⁰⁰ Dess.G, Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd , 2007., str. 414.

informacija jer ljudi svoje biografske podatke objavljuju na veb-sajtu, učestvuju u diskusionim grupama i otvoreno pričaju o tome gde rade.

Pored interneta, zaposleni u kompaniji mogu da koriste tradicionalne izvore za sticanje eksternih informacija, kao što su knjige, časopisi i popularni magazini.

Ostala mesta za prikupljanje eksternih informacija jesu članstva u strukovnim i trgovačkim organizacijama i prisustvovanje na sastancima i skupovima, a takođe mrežno povezivanje sa kolegama unutar ili izvan delatnosti čoveka veoma je korisno.

Takođe, benčmarking može da bude korisno sredstvo za korišćenje eksternih informacija, a u tome menadžeri traže najbolje primere iz pojedinih praksi, kao deo svakodnevnog posla, da bi poboljšali odgovarajuću praksu u svojim organizacijama.

A poslednji način kako doći do eksternih informacija jeste usmeriti se na kupce direktno.

Preispitivanje stanja *status quo* i omogućavanje kreativnosti

Lideri se, prilikom unošenja nekih promena u organizaciju, suočavaju sa određenim preprekama, a upravo u te prepreke spadaju interesi da se ostane *status quo*, sistemske prepreke, prepreke zbog ponašanja, političke prepreke i ograničenja raspoloživog ličnog vremena. Da bi firma postala "organizacija koja uči", takve prepreke moraju da se prevaziđu zbog održavanja kreativnosti i stvaranja mogućnosti da se firma dalje probija.¹⁰¹

Primarno sredstvo lidera kojim on može direktno da preispita postojeće stanje, jeste da stvori osećaj hitnosti. Ova akcija ako je iskrena i uverljiva, određuje zajedničku misiju i potrebu za velikim promenama, ako je efikasna ona može da usmeri energiju koja će da dovede do promena i kreativnih napora. Neophodno je stvoriti argumentima potkrepljenu sliku rizika šta će se desiti ukoliko *ne bude* promena.

Uspostavljanje "kulture neslaganja" može da bude takođe efikasno sredstvo za preispitivanje postojećeg stanja i koje služi kao podsticaj u pravcu kreativnosti. U bliskoj vezi sa kulturom neslaganja je negovanje kulture koja podstiče preuzimanje rizika i kaže: "Ako ne pravite greške, onda ne preuzimate ni rizik, a to znači da nigde ni ne idete", izjavio je Džon Holt, koautor knjige *Celebrate Your Mistakes* (Proslavite svoje greške).

Kompanije koje podstiču eksperimentisanje i znatiželju, sigurne su da neuspeh ustvari nije sramotna reč, a ljudi koji ljute nekog su zaštićeni, a greške se u tim kompanijama ističu kao ključni deo konkurentске prednosti. I baš takva kultura mora da provejava kroz celu organizaciju. Kao što je jedan direktor iz oblasti visoke tehnologije rekao jednom: "Svaka osoba ima slobodu da ne uspe".

7.7. KREIRANJE ETIČKI ISPRAVNOG POSLOVANJA U ORGANIZACIJI U VREMENU STALNIH PROMENA

Tokom poslednjih nekoliko decenija poraslo je interesovanje za korporativni etički učinak. Neki od razloga za takav trend sigurno jesu nedostatak poverenja u pogledu korporativnih aktivnosti, preveliko naglašavanje problema kvaliteta života i bujica korporativnih skandala u nekim velikim kompanijama kao što su Enron i Tyco.

¹⁰¹ Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić, B., Erić, D.), Data status, Beograd, 2007., str. 416.

U novije vreme u organizacijama se sve više govori o etici i potrebi da svaki pojedinac poštuje osnovna etička načela kako bi organizacija bila uspešna. Etika se može definisati kao sistem dobrog i lošeg, a znanja koja etika pruža će pomoći pojedincima kada da odlučuju da li deluju moralno, a kada nemoralno, društveno poželjno ili ne. Izvori za individualnu etiku postoje i to više izvora a to su: religiozna uverenja, nacionalno i etničko nasleđe, porodične navike, standardi i očekivanja zajednice, obrazovanje, prijatelji i susedi, a poslovna etika je primena etičkih standarda na trgovinsko preduzeće.

Individualna naspram organizacione etike

Neki lideri zastupaju stavove da loše postupke pojedinaca smatraju izolovanim incidentima, kao delo nekog zaposlenog nevaljalca i smatraju da kompanija ne bi trebalo da snosi bilo kakvu odgovornost za nedela pojedinaca, što ukazuje da prema njihovom mišljenju etika nema nikakve veze sa liderstvom. Međutim u stvarnosti, etika je upravo ta koja mora uvek biti prisutna u liderstvu. Etika je podjednako organizacioni i lični problem i lideri koji ne uspevaju da obezbede pravo liderstvo u uvođenju pogodnih sistema i kontrola kojima se omogućava etičko vladanje, dele odgovornost sa onima koji smišljaju, izvršavaju i namerno izvlače korist iz nedela korporacije. Etički ispravni lideri moraju da preuzmu ličnu, etičku odgovornost za svoje delovanje i donošenje odluka jer je etička orijentacija lidera ključni faktor u promovisanju etički ispravnog ponašanja među zaposlenima. Međutim, kompanija mora da poseduje neke ključne elemente pre nego što postane visokoetička organizacija. Ovi elementi su stalno prisutni i stalno podstrekivani da bi firma bila uspešna:

- Uzori
- Korporativni kredo i kodeksi ponašanja
- Sistemi nagrađivanja i vrednovanja
- Politike i procedure.

Svi ovi elementi su u bliskoj međusobnoj vezi. Što se tiče koristi koju etika zajedno sa svim svojim elementima može da doprinese kako finansijskoj koristi, ona može da poveća i ljudski kapital i pomogne da se ostvare pozitivni odnosi sa dobavljačima, kupcima, širom društvenom zajednicom i državnim ustanovama, ali takođe mogu postojati i troškovi koji proističu iz etički problematičnih situacija koji mogu biti i veoma visoki. Potrebno je i iz tog razloga objasniti malo bolje ključne elemente kako bi organizacija bila etički ispravna.

Uzori

Lideri predstavljaju uzore u svojim organizacijama i moraju biti dosledni u svojim rečima i delima. Kako bi bili što uspešniji uzori u organizacijama lideri moraju da veruju u etičke standarde koje sami inspirišu. Da bi neko bio efikasan lider, često je neophodno da se razgovara o etičkim greškama u celoj organizaciji, čak i onda kada u te greške nisu lideri lično upleteni.

Korporativni kreda i kodeksi ponašanja

Drugi važan element etički ispravne organizacije je korporativni kreda i kodeksi ponašanja, a pomažu odnosno obezbeđuju smernice za norme i verovanja, kao i smernice za donošenje odluka. To omogućava zaposlenima da odbiju izvršenje etički neispravnih dela i da budu svesni problema pre nego što se suoče sa takvom situacijom. Članovi organizacije moraju da budu svesni takvih kodeksa i da razumeju smernice za ponašanje koje sadrže ti kodeksi da bi oni imali efekta i imali praktičnu primenu.

Nagrađivanje i sistem vrednovanja

Odraž lošeg sistema nagrađivanja u organizaciji i vrednovanja može nenamerno da prouzrokuje da pojedinci deluju na nedoličan način, ako se smatra da se nagrađivanje distribuira na osnovu rezultata umesto prema načinu na koji se ciljevi i zadaci ostvaruju. Neodgovarajući sistem nagrađivanja može zaposlene na svim nivoima širom organizacije da navede da izvrše neetička dela koja inače ne bi izvršili. Kazne u pogledu štete nanete ugledu, osipanja ljudskog kapitala i finansijskog gubitka – na kratke staze i duge staze – po pravilu su daleko veće nego bilo koji dobitak koji bi mogao da bude postignut takvim neetičkim ponašanjem.

Politike i procedure

Lideri su upravo ti koji utvrđuju politike i procedure koje mogu da se primene skoro uniformno na svaku pojavu. Postoje smernice koje mogu da budu korisne prilikom određivanja adekvatnih odnosa sa firminim kupcima i dobavljačima. Važno je da se razviju politike i procedure koje će upravljati ponašanjem, tako da svi zaposleni budu podstaknuti da se ponašaju na etički ispravan način, ali nije dovoljno samo da se poseduju politike i procedure na "papiru". Bolje je da one budu potpomognute efikasnom komunikacijom, nadzorom, kao i zdravim praksama korporativnog upravljanja.

Iz svega pomenutog proizilazi zaključak da lideri moraju da igraju glavnu ulogu u izvršavanju tri ključne i međusobno zavisne aktivnosti. Ustanovljavanje pravca, koncipiranje organizacije i gajenje kulture posvećene izuzetnosti i etičkom ponašanju. Ako lideri zanemaruju ili su neefikasni u izvršavanju bilo koje od ove tri aktivnosti, organizacija neće biti uspešna.

7.7.1. ZNAČAJ ETIKE ZA LIDERSTVO

Liderstvo je proces u kome lider utiče na druge da postignu zajednički cilj, a taj uticaj, kao dimenzija liderstva podrazumeva da lider ostvaruje uticaj na one koje vodi. S obzirom na to da lideri obično imaju veću moć i kontrolu nego ljudi koji ih slede, oni takođe imaju i veću odgovornost da vode računa o tome kako njihovo liderstvo utiče na živote sledbenika, odnosno izazivanje promena kod drugih podrazumeva ogroman teret etičke odgovornosti.

Bilo da je reč o grupnom radu, stremljenima organizacije ili projektima u zajednici, lideri angažuju sledbenike koji ulažu napore da bi postigli zajedničke ciljeve.¹⁰² U svim tim situacijama, lideri treba da uvažavaju interese, potrebe i svest sledbenika (Beauchamp i Bowie, 1988) i imaju posebnu odgovornost s obzirom na to da su stavljeni u posebnu poziciju na osnovu koje su u mogućnosti da u većoj ili manjoj meri utiču na različite načine.

Etika je od ključne važnosti za liderstvo, a lideri pomažu da se organizacione vrednosti uspostave i poštuju.¹⁰³ Svaki lider ima određeno gledište i sopstvenu filozofiju, niz uverenja, predloga, vrednosti, ideja i pitanja, a vrednosti koje lider promovise imaju značajan uticaj na vrednosti koje organizacija predstavlja. Ponovo, zbog svog uticaja, lideri igraju glavnu ulogu u uspostavljanju etičnosti u svojim organizacijama.¹⁰⁴ Etika je centralna za liderstvo zbog prirode procesa ostvarivanja uticaja, potrebe da sledbenici budu uključeni u ostvarivanje zajedničkih ciljeva i uticaja koji lideri imaju na vrednosti organizacije.

¹⁰² Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 242.

¹⁰³ Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 243.

¹⁰⁴ Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008., str. 243.

8. ZAKLJUČAK

Postoji mnoštvo literature i konsultantske prakse čija je namena da pomognu menadžerima da izađu na kraj sa ključnim promenama u njihovim organizacijama – preokretom, revitalizacijom, smanjivanjem obima, otpuštanjem radnika, i tome slično.¹⁰⁵ Takođe, postoji mnoštvo literature u kojoj se piše o merdžerima i akvizicijama, kao i tome kako ljudi u organizaciji reaguju na promene usled istih.

Merdžeri i akvizicije su termini koji se sve više čuju kako u svakodnevnoj komunikaciji, tako i prilikom javnih nastupa privrednika u našoj zemlji. Sve je veći broj preduzeća koja se odlučuju za ovakav metod rasta uviđajući sve njegove prednosti, od finansijskih, proizvodnih pa do tržišnih. Međutim, dok su kod nas merdžeri i akvizicije postali aktuelni tek poslednjih nekoliko godina, u svetu kao što je u ovom radu navedeno, oni datiraju još od kraja XIX veka. Kroz više od jednog stoleća preduzeća su težila da otkriju najbolji način za ostvarivanje sinergije putem merdžera i akvizicija, da se odupru neželjenim akvizicijama i da izbegnu bankrot nakon izvršenih integracija. Preduzeća u našoj zemlji sada tek prave početne korake na ovom putu i još uvek to čine delimično nesigurno, sa dosta praznog hoda i nerazjašnjenih pitanja. Ono što svakako trebaju da učine na ovom putu, jeste da primene pozitivna iskustva preduzeća iz razvijenih zemalja i da se uče na njihovim uspešnim primerima. Međutim, ono što je, možda, još i bitnije je da dobro prouče i njihove greške, jer je mnogo bezbolnije učiti na tuđim greškama, nego na svojim. Posebno, ako je reč o takvim greškama koje mogu dovesti čak i do propasti integrisane kompanije.

Upravo, savremeni menadžer, koji pre svega mora da ima osobine lidera, je rezultat novih okolnosti u poslovanju, velikih i naglih promena koje se mogu desiti svakog trenutka u poslu, zbog čega običan menadžer mora da ovlada mnogim liderskim veštinama i osobinama kako bi adekvatno odoreagovao u bilo kojoj situaciji i "opstao" u novom okruženju, kao i njegova organizacija. Prema našim saznanjima, prilično mali procenat menadžera u našoj zemlji razmišlja strateški, što ne sme da se desi ukoliko govorimo o merdžerima i akvizicijama kompanija. Odluke se donose bez prethodno kreirane jasne vizije. Problemi od krucijalne važnosti za preduzeće se rešavaju površno i u hodu, bez spremnosti na promene.

Upravo iz tih razloga menadžer (lider) današnjice potrebno je da veliki deo vremena provede u kreiranju strategije razvoja tehnologije, saradnika, privređivanja, odnosno planiranja dugoročnog razvoja preduzeća. Ostali fond vremena bi trebao da se troši na organizovanje inovacija, delegiranje poslova i ovlašćenja saradnicima, na koordiniranje saradnika, te kontrolisanje procesa i akcija, a manji deo se ostavlja za operativne poslove i operativno odlučivanje. Odlučujući elementi tog inoviranog profila menadžera su celovitost karakternih svojstava, visok nivo menadžerskih i organizacionih znanja (presek tipičnih crta profesije), visok stepen strateškog preduzetništva i marketinškog rizika, te sposobnost aplikacije inovacija. On mora kreirati strategiju, definisati i rešavati probleme, *voditi timove*, komunicirati i ophoditi se s ljudima, odlučivati, uveravati, dokazivati i pregovarati, delegirati, kontrolisati, u poslu reskirati i preuzimati odgovornost, pri čemu mora biti: emotivno stabilan, strateški kreativan, praktično mudar, brz logičar,

¹⁰⁵ Mincberg H., Olstrand B., Lampel Dž., *Strateški Safari*, Pometej, Novi Sad, 2004., str. 344.

samouveren i nepokolebljiv, kada je reč o odabranoj metodi i poduzetničkom predlogu, vrsni *vođa* i koordinator timova u procesima rada, moralan, kulturni u ophođenju i demokratski nastrojen.

Lideri takođe moraju efikasno da koriste moć kako bi savladali prepreke pri sprovođenju promena.

Takođe da bi uspešno ispunjavali svoje aktivnosti, za lidere je veoma važna emotivna inteligencija, kako bi lider mogao uspešno da upravlja kako samim sobom tako isto i drugim ljudima. Međutim, postoje i posledice neefikasnog korišćenja EI, a obuhvataju nefunkcionalnu upotrebu moći, kao i tendenciju da se postane preterano empatičan, zbog čega se očekivanja vezana za učinak mogu nerazumno smanjiti.

Takođe lideri su ti koji imaju glavnu ulogu u kreiranju "organizacije koja uči". Sa brzim promenama u okruženju i nepredvidivim složenim konkurentskim okruženjem koje karakterišu mnoge delatnosti, lideri moraju da angažuju ideje i energiju svih ljudi širom organizacije. Prema tome velike ideje dolaze iz svih delova organizacije – od menadžerskih kancelarija do proizvodnih pogona, a ne kao ranije samo "sa vrha" organizacije.

Danas je potreban organizacioni model koji može da se nosi sa svim tim promenama. To je organizacija visokih performansi, sa *menadžerima - liderima* u celoj njenoj strukturi koji razmišljaju pobednički i koji napade iz okruženja prevode u šanse i dugoročan rast i razvoj na tržištu. Odličan lider razvija osobine u kojima je iznad proseka i dovodi ih do savršenstva. Biti lider znači da sve što imate u sebi usmerite ka svemu onome što možete da budete.¹⁰⁶ Liderstvo, kao i lidere ili ljude sa bar nekim od liderskih veština ili osobina moraće da ima svaka kompanija, da bude upravljana i vođena na liderski način, jer je to jedini mogući način da se uspe i ide u korak sa budućnošću i promenama. A ako je to tako, onda je možda najbolji način da se "upravlja" promenom taj da joj se dozvoli da se desi – u smislu uspostavljanja uslova u kojima će ljudi slediti svoje prirodne instikte da eksperimentišu i preinače svoje ponašanje.¹⁰⁷

Ono što je u našoj državi još uvek loše jeste da se kapaciteti zaposlenih ne koriste na pravi način. A znanje koje je danas definitivno ključni resurs u svetu, u našim kompanijama još uvek nije zauzelo mesto koje mu pripada. Još uvek se menadžment naših preduzeća radije odlučuje za ulaganja u osnovna sredstva negu u stručno usavršavanje kadrova. Tako se i prilikom merđžera i akvizicija veoma skromna pažnja posvećuje kreiranju vizije, kadrovima i samoj organizacionoj kulturi u postakvizicionoj integraciji, te ne treba da začuđuje činjenica što sve zajedno dovodi do negativnih rezultata.

Stoga, osnovna stvar koja treba da se desi, u ovom procesu tranzicije kroz koji prolazi naša zemlja i naša preduzeća, jeste da se pre svega desi tranzicija u načinu razmišljanja naših ljudi, naših menadžera, odnosno lidera i uopšte ljudi koji nas "vode". Liderska svojstva, koja menadžer XXI veka mora posedovati, jesu sposobnost izgradnje vizije,

¹⁰⁶ Has- Tamarkin, *Lider u svakome od nas*, Privredni pregled, Beograd, 1996., str.14.

¹⁰⁷ Mincberg H., Olstrand B., Lampel Dž., *Strateški Safari*, Pometej, Novi Sad, 2004., str. 344.

formulisanje misije, mobilizacije i motivacije saradnika za realizaciju razvojnih opredeljenja, kao i mogućnost da se prilagodi svakoj novonastaloj promeni i radi u skladu sa njom.

U svetu intenzivnih promena, onaj ko se drži jednog uvreženog načina mišljenja ne može da prosperira. Stalne promene, transformacionog, ali i inkrementalnog karaktera, inovacije i znanje jesu i moraju biti put ka uspehu!

Literatura:

- Brown R., *Grupni procesi*, Naklada slap, Zagreb, 2006.
- Cosh A., Huges A., Sing A., *The causes and effects oftakeovers in UK: an empirical investigationfor the late 1980s at the microeconomic level*, in: Mueller D.C., eds: *The determinants and effects of mergers: an international comparation*, Gun&Hanin, 1980,
- Čukić B., *Menadžment Ljudskih resursa*, Fakultet za industrijski menadžment, Kruševac, 2004.
- Ćirović, M., *Fuzije i akvizicije*, Prometej, Novi Sad, 2004.
- Dess, G., Lumpkin, G., Eisner, A., *Strategic management* (redaktori izdanja na srpskom jeziku Mašić.B, Erić.D), Data status, Beograd, 2007.
- Fabus, *Poslovna ekonomija*, Fakultet za uslužni biznis, Sremska Kamenica, 2009.
- Franceško M., *Kako unaprediti menadžment u preduzeću*, Prometej, Novi Sad, 2003.
- Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Willez and Sons Inc., New York, 2007.
- Gogen, A. P., *Integracije, akvizicije i restruktuiranje korporacija*, Prometej, Novi Sad, 2004.
- Grubić Nešić L., *Znati biti lider*, AB print, Novi Sad, 2009.
- Has- Tamarkin, *Lider u svakome od nas*, Privredni pregled, Beograd, 1996.
- Hitt A. M., Irleand D. R., Hoskisson, E. R., *Strategic Management*, Thomson South-Western, 2003.
- Ivanišević, M., *Holding kompanija i spajanje preduzeća*, Računovodstvo 12/91, Beograd, 1991.
- Kale J., Kini O., Ryan H., *On the Participation and Reputation of Financial Advisors in Corporate Acquisitions*, Western Finance Association Meeting, Atalanta, 1996.
- Kotter, P. J., *Vođenje promena*, Želnid, Beograd, 2001.
- Leković B., *Principi menadžmenta*, Ekonomski fakultet, Subotica, 2003.
- Lester R.Bitel, *Liderstvo: Stilovi i tehnike upravljanja*, Clio, Beograd, 1997.
- Mihailović D., Ristić S., *Menadžment ljudska strana*, Tehnički fakultet, Novi Sad, 2007.
- Milutinović M., *Principi menadžmenta*, Fakultet za pravne i poslovne studije, Novi Sad, 2009.
- Mincborg H., Olstrand B., Lampel DŽ., *Strateški Safari*, Pometej, Novi Sad, 2004.
- Patric A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New Yersey, 2007.
- Peter G. Northouse, *Liderstvo*, Data status, Beograd, 2008.
- Petković M., Janićijević N., Bogićević B., *Organizacija: Teorije, Dizajn, Ponašanje, Promene*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.
- Rose, S. P., Hudgins C. S., *Bankarski menadžment i finansijske usluge*, Data status, Beograd, 2005.

- Senić R. *Upravljanje Rastom i razvojem preduzeća*, Savremena Administracija, Beograd, 1993.
- Stojiljković M., Krstić J., *Finansijska analiza*, Ekonomski fakultet, Niš, 2000.
- Todorović J., Stevanović N., *Značaj i pravci restrukturiranja privrede i njegove implikacije na računovodstvo i finansijski menadžment*, Zbornik radova sa XXVI Simpozijuma "Računovodstvo i poslovne finansije privrede u tranziciji", Zlatibor, 1995.
- Todosijević R., *Strategijski menadžment*, Ekonomski fakultet Subotica, 2009.
- Internet <http://www.globalpolicy.org/socecon/tncs/tables.htm>, (Posećen 04.06.2010).
- Internet http://www.adizes.co.yu/?c=5&a=l&news_id=26&c_name=Adizes%20news, (Posećen 05.06.2010).
- http://znanje.infostud.com/ustanove/privredna_komora_srbije/63, (Posećen 03.06.2010).
- <http://www.agropress.org.rs/tekstovi/11909.html>, (Posećen 08.06.2010).
- <http://www.capital.ba/sap-ocekujе-rast-prodaje-u-srbiji-tokom-2010/>, (Posećen 09.06.2010).
- <http://www.građevinarstvo.rs/TekstDetalji.aspx?ban=820&tekstid=119>, (Posećen 03.06.2010).
- <http://www.ses.org.rs/zbornikmil2006.html>, (Posećen 03.06.2010).
- <http://www.vesti-online.com/Vesti/Ekonomija/55907/Orion-Telekom-novi-operator-u-Srbiji>, (Posećen 03.06.2010).
- <http://www.vesti-online.com/Vesti/Ekonomija/2775/Rast-investicija-Kine-u-stranim-zemljama>, (Posećen 03.06.2010).
- http://www8.hp.com/rs/sr/hp-news/article_detail.html?compURI=tcm:118-113223&pageTitle, (Posećen 03.06.2010).
- <http://www.pcpress.info/brands/hp/hp-ovi-finansijski-rezultati-za-treci-kvartal-2009-godine/?nomo=true>, (Posećen 07.06.2010).
- <http://www.pcpress.info/brands/hp/hp-ovi-finansijski-rezultati-za-treci-kvartal-2009-godine/?nomo=true>, (Posećen 01.06.2010).
- <http://slobodanadzic.tripod.com/htm/liderstvo.htm>, (Posećen 03.06.2010).