

# Ocjena utjecaja vlasničkih integracija na uspješnost preuzetih poduzeća

---

**Vretenar, Nenad**

**Doctoral thesis / Disertacija**

**2011**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Rijeka, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:188:619942>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-NoDerivatives 4.0 International/Imenovanje-Nekomercijalno-Bez prerada 4.0 međunarodna](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-02**



*Repository / Repozitorij:*

[Repository of the University of Rijeka Library - SVKRI Repository](#)



SVEUČILIŠTE U RIJECI  
EKONOMSKI FAKULTET

NENAD VRETENAR

**OCJENA UTJECAJA VLASNIČKIH INTEGRACIJA NA  
USPJEŠNOST PREUZETIH PODUZEĆA**

DOKTORSKA DISERTACIJA

RIJEKA, 2011.

SVEUČILIŠTE U RIJECI  
EKONOMSKI FAKULTET

NENAD VRETENAR

**OCJENA UTJECAJA VLASNIČKIH INTEGRACIJA NA  
USPJEŠNOST PREUZETIH PODUZEĆA**

DOKTORSKA DISERTACIJA

RIJEKA, VELJAČA 2011.

## **PODACI I INFORMACIJE O DOKTORANDU**

1. Ime i prezime: Nenad Vretenar
2. Datum i mjesto rođenja: 18.12.1978., Vinež, Hrvatska
3. Naziv završenog fakulteta i godina diplomiranja: Ekonomski fakultet u Rijeci, 2004.

## **INFORMACIJE O DOKTORSKOJ DISERTACIJI**

1. Naslov doktorske disertacije:  
Ocjena utjecaja vlasničkih integracija na uspješnost preuzetih poduzeća
2. UDK:
3. Fakultet na kojem je disertacija branjena: Ekonomski fakultet u Rijeci

## **POVJERENSTVA, OCJENA I OBRANA DOKTORSKE DISERTACIJE**

1. Datum prijave doktorske disertacije: 10.3.2010.
2. Povjerenstvo za ocjenu podobnosti teme i doktoranda:
  - 1.) prof. dr. sc. Marija Kaštelan Mrak
  - 2.) prof. dr. sc. Želimir Dulčić
  - 3.) prof. dr. sc. Mario Pečarić
3. Datum prihvatanja teme: 14.6.2010.
4. Mentorica: prof. dr. sc. Marija Kaštelan Mrak
5. Povjerenstvo za ocjenu doktorske disertacije:
  - 1.) prof. dr. sc. Marija Kaštelan Mrak
  - 2.) prof. dr. sc. Želimir Dulčić
  - 3.) prof. dr. sc. Mario Pečarić
6. Povjerenstvo za obranu doktorske disertacije:
  - 1.) prof. dr. sc. Marija Kaštelan Mrak
  - 2.) prof. dr. sc. Želimir Dulčić
  - 3.) prof. dr. sc. Mario Pečarić
7. Datum obrane doktorske disertacije: 21.2.2011.

# PREDGOVOR

Vlasničke integracije poduzeća kontinuirano privlače pažnju ekonomista u poslovnom svijetu i znanosti. Naime, taj vrlo popularan i raširen model povećanja veličine poduzeća izaziva kontroverze glede svoje dvojbene uspješnosti u ostvarivanju ciljeva zbog kojih se i pristupilo integraciji. Osim toga, organizacijska teorija nastoji tumačiti motive i ciljeve vlasničkog povezivanja poduzeća te varijable koji dovode do toga da neke vlasničke integracije dovode do povećanja vrijednosti, a neke do njezina smanjenja ili čak razaranja. Izučavanje velikih valova integriranja tijekom dvadesetog stoljeća pokazuje da su se vremenom integracijski procesi pojačavali i u pogledu broja integracija i u pogledu njihove vrijednosti.

Krhko tranzicijsko gospodarstvo Republike Hrvatske u vlasničkim integracijama često vidi spas domaćih poduzeća u poslovnim problemima te se u prekograničnim integracijama domaća poduzeća najčešće pojavljuju u ulozi mete preuzimanja. Usprkos postojanju mnogobrojne literature o vlasničkim integracijama, efekti preuzimanja po preuzeto poduzeće su najčešće zanemarivani. Nadalje, još uvijek nije dovoljno istraženo koji organizacijski preduvjeti i postupci mogu činiti neke integracije uspješnijima od drugih. Oba navedena fenomena su od značaja za gospodarstvo ne samo Hrvatske nego i drugih tranzicijskih zemalja. Osim toga, velika većina empirijskih istraživanja analizira vlasničke integracije u kojima sudjeluju velika poduzeća iako je u nacionalnim gospodarstvima uobičajena brojčana dominacija malih poduzeća u ukupnom broju poduzeća. U ovom radu su prvo dane teorijske osnovice vlasničkih integracija te su prikazani rezultati nekih od najznačajnijih dosadašnjih empirijskih istraživanja vlasničkih integracija u svijetu. Nakon toga su objašnjeni organizacijski čimbenici za provođenje uspješnih vlasničkih integracija, prikazani su rezultati provedenog empirijskog istraživanja vlasničkih integracija u Republici Hrvatskoj u kojima su sudjelovala mala poduzeća te je dan prikaz rezultata istraživanja.

Izraze zahvalnosti za strpljenje i konstruktivne savjete dugujem članovima stručnog povjerenstva: profesoru dr.sc. Mariu Pečariću, profesoru dr.sc. Želimiru Dulčiću te posebno svojoj mentorici profesorici dr.sc. Mariji Kaštelan Mrak čiji su mi i stručnost i entuzijizam bili od velike i nužne pomoći pri pisanju ovog rada.

## SAŽETAK

Vlasničke integracije, uz organski rast, predstavljaju jedan od glavnih načina ostvarivanja rasta poduzeća. Kroz pravne oblike mogu se razlikovati: preuzimanje, pripajanje i spajanje, a prema smjeru integriranja horizontalne, vertikalne, konglomeratske i cirkularne integracije. Razlikovanje vlasničkih integracija omogućuje razlikovanje motiva i mogućih efekata integracije. Razvojem kapitalnih tržišta došlo je i do novih oblika preuzimanja pa se, primjerice, integracije mogu razlikovati prema načinu plaćanja mete ili prema tome jesu li prepoznate kao prijateljske ili neprijateljske. Dvije glavne skupine motiva za integriranje koje tumači industrijska organizacija su sinergijski i strateški (monopolski) motivi. Među organizacijskim teorijama važnima za razumijevanje integracija poduzeća valja spomenuti tehnološku, transakcijsku i agencijsku teoriju te teoriju resursne ovisnosti. Svaka od njih iz aspekta fokusa teorije tumači razloge rasta poduzeća pa time i integriranja. Osim kroz vlasničke integracije, poduzeća slične efekte mogu pokušati ostvariti i kroz neke alternativne modele rasta poput strateških partnerstava, zajedničkih ulaganja, licenčnih ugovora, manjinskih ulaganja te naravno, organskim rastom. Ovisno o stupnju integracije te post-integracijskoj koordinaciji razlikovat će se i organizacijske implikacije provedenog spajanja. Brojna empirijska istraživanja u kratkom i u dugom ukazuju na česte neuspjehe integracija u stvaranju vrijednosti za vlasnika poduzeća. Provedeno istraživanje o utjecaju integracije na operativnu efikasnost preuzetih poduzeća u Republici Hrvatskoj ukazuje na poboljšanja kod većine indikatora, no uz dvojbena poboljšanja u profitabilnosti. Analiza provedenog anketnog istraživanja među malim poduzećima koja su sudjelovala u procesu integriranja i onima koja nisu sudjelovala, ali su zainteresirana za sudjelovanje u budućnosti, omogućila je bolje razumijevanje njihovih motiva i postignutih efekata integriranja. S izabranim poduzećima iz uzorka su potom vođeni intervjui u kojima su dublje analizirani pojedini kvalitativni aspekti integracije koji nisu mogli biti dostatno provjereni anketnim upitnikom. Temeljem statističkih pokazatelja iz ankete te provedenih intervjua, objašnjene su ex-ante i ex-post varijable koje su predstavljale značajne odrednice uspješnosti ili neuspješnosti vlasničkog integriranja.

**Ključne riječi:** vlasničke integracije poduzeća, mala poduzeća, organizacijske teorije, motivi integriranja, empirijska istraživanja vlasničkih integracija, organizacijska prilagodba

## SUMMARY

Mergers and acquisitions (M&As) are, besides organic growth, one of the principle means of accomplishing a firm's growth. They differ, among other, in their legal form – acquisition, merger and consolidation and their direction - horizontal, vertical, conglomerate and circular. This classification allows for their further differentiation in terms of the motives and possible effects. The development of capital markets brought about new ways of their differentiation. For example, they can be grouped according to the way in which the target is paid for, or weather the takeover is friendly or hostile. According to industrial organization theory, there are two main groups of motives for integration: synergetic and strategic (monopolistic). Among the various organizational theories needed for the understanding of integration processes, the most important ones are: technological theories, transaction cost economics, resource dependency theory and agency theory. Each of these approaches interprets the motives for growth and integrations from their own theoretical point. Apart from M&As, firms can try to achieve growth through some alternative modes such as: strategic partnerships, joint ventures, licensing, minor investments, and assuredly, through organic growth. Organizational implications of a conducted integration vary depending on the degree of integration and the post-integration coordination. Numerous short and long term empirical studies show that M&As frequently fail in creating value for the firm's owners. The research analyzing the impact of integration on Croatian target firms' operational performance showed positive trends for most indicators but somewhat questionable in terms of profitability. The survey carried out among small firms that were either engaged in M&As or are interested in doing so in the future provides for a better understanding of the motives and achieved effects of integration. In order to get a better insight into the qualitative aspects of integration that could not be fully analyzed on the basis of the questionnaire, the necessary data was gathered through interviews with selected sample firms. Ex-ante and ex-post variables that showed to be important determinants in the success/failure of M&As are explained based on the statistical analysis of the survey (questionnaire) and interview findings.

**Keywords:** mergers and acquisitions, small firms, organizational theories, motives for integration, empirical research of M&As, organizational adjustment

# 1. UVOD

Usljed intenziviranja konkurencije, tehnoloških promjena te sve veće komunikacijske, prometne i ekonomske povezanosti različitih tržišta, suvremena poduzeća se teško mogu oduprijeti rastu te se pri definiranju strateških opredjeljenja najčešće usmjeravaju na izbor modaliteta za njegovo postizanje. Osnovna podjela modaliteta rasta razlikuje interni ili organski rast te rast ostvaren vlasničkim integriranjem poduzeća. Učestalost procesa vlasničkih spajanja i pripajanja i vrijednost pritom ostvarenih transakcija čine ih aktualnim i značajnim za teorijska i empirijska istraživanja. Zabilježeni valovi vlasničkih integracija poduzeća ukazali su na sve značajnije povećanje njihova broja u vodećim državama svijeta, ali i na značajni porast njihove vrijednosti što je posebno zabilježeno u posljednjem, petom valu integriranja.

Kad kod menadžmenta i vlasnika poduzeća i ne bi bilo motiva za rast, izbjegavanje rasta značilo bi opasnost od smanjivanja relativne veličine poduzeća, gubitka tržišta od strane konkurenata, gubitka privrženosti kupaca pa i gubitka motivacije zaposlenika. Povećanje razine koncentriranosti tržišta bez da poduzeće povećava svoj udio, moglo bi dovesti do povećanja inkrementalnih troškova i otežavanja konkurentske pozicije.

Teorije organizacije nisu jedinstvene u objašnjavanju težnji poduzeća za ostvarenje rasta. Prema neoklasičnoj teoriji, smatralo se da je maksimizacija profita cilj koji determinira ponašanje poduzeća. Međutim, razdvajanje vlasništva i upravljanja poduzeća te sve veća mogućnost menadžera da upravlja ciljevima i usmjerava razvoj poduzeća, dovodi do razvoja teorija koje su to osporavale. Tako su različite teorije težnju za rastom i pokušaj njegova ostvarenja kroz vlasničke integracije objašnjavale željom za maksimizacijom prodaje, imovine poduzeća ili broja zaposlenih od strane menadžmenta, a uz zadovoljavanje samo nužne, odnosno očekivane razine dobiti za vlasnike. Tehnološke teorije te težnje objašnjavaju pokušajima približavanja minimalnom razmjeru aktivnosti odnosno težnjama ostvarenja troškovnih ušteda pomoću ekonomija razmjera i raspona. Teorija resursne ovisnosti sklonost poduzeća integriranju objašnjava pokušajem kontrole bitnih resursa za svoj opstanak. Agencijska teorija izučava optimalne sheme nagrađivanja kako od strane vlasnika prema menadžerima poduzeća, tako i od strane poduzeća prema svojim podružnicama ili čak prema drugim vlasnički neovisnim poduzećima. Teorija



transakcijskih troškova rast poduzeća pomoću integracija vidi kao vid ispravljanja neefikasnosti tržišta, odnosno smanjivanja troškova provođenja transakcija, a teorije nepotpunih ugovora integraciju vide kao pokušaj kontrole rezidualnih vlasničkih prava u slučajevima nastupa okolnosti koje nisu regulirane ugovorom.

Mnoštvo empirijskih istraživanja provedeno je s ciljem utvrđivanja uspješnosti integracija. Osnovna podjela dijeli ih na istraživanja koja su nastojala utvrditi uspješnost integracija u povećanju vrijednosti za vlasnika u dugom i u kratkom roku, te istraživanja koja su utvrđivala operativnu efikasnost poduzeća nakon integracije. Većina istraživanja ukazala je na upitnu uspješnost vlasničkih integracija, odnosno često pogoršanje promatranih pokazatelja nakon provedene vlasničke integracije. Međutim, većina istraživanja je provedena promatrajući integracije velikih i na burzama izlistanih poduzeća čiji su podaci bili javno dostupni. Obzirom na značajno manju zastupljenost istraživanja operativne efikasnosti i orijentacije na utjecaje na cijenu dionica, te obzirom na usmjerenost istraživanja mahom na velika poduzeća, istraživanja uspijevaju ukazati na mali postotak uspješnih vlasničkih integracija no ne i razloge neuspjeha te razloge sve češćeg izbora ovog modaliteta rasta usprkos čestim neuspjesima.

## **1.1. PROBLEM I PREDMET ISTRAŽIVANJA**

Usprkos brojnim istraživanjima uspješnosti vlasničkih integracija u svjetskim razmjerima, još uvijek nisu u dovoljnoj mjeri razjašnjeni čimbenici uspješnosti, te identificirani razlozi velikog broja neuspješnih integracija. Istraživanja promjena vrijednosti poduzeća uspijevaju u ukazivanju na problem čestog smanjenja vrijednosti no ne uspijevaju u identifikaciji uzroka tom smanjenju. Rjeđe provedena istraživanja operativne efikasnosti pobliže objašnjavaju poslovne okolnosti prije i nakon provedene integracije no pomoću uobičajenih analiza na osnovu računovodstvenih podataka i dalje ne uspijevaju objasniti krajnje utjecaje na rezultate poslovanja integriranih poduzeća. U Republici Hrvatskoj su, usprkos procesima integriranja u protekla dva desetljeća i njihovom očekivanom intenziviranju ulaskom države u Europsku uniju, vlasničke integracije poduzeća nedovoljno znanstveno istražene. Obzirom da spajanja i pripajanja poduzeća u značajnoj mjeri utječu na profitabilnost i konkurentnost poduzeća, ali i na strukturu tržišta te

gospodarske tokove u cjelini, provođenje istraživanja njihove uspješnosti je potrebno i znanstveno relevantno s ciljem utvrđivanja relevantnih čimbenika od utjecaja na rezultate njihova poslovanja.

Slijedom svega navedenog, moguće je definirati **problem istraživanja**:

**Istraživanja vlasničkih integracija poduzeća ukazuju na česte neuspjehe tih procesa u ostvarivanju povećanja uspješnosti poduzeća.**

U ovoj doktorskoj disertaciji polaziti će se od teze da se razlozi tog neuspjeha mogu tumačiti razlikom u ciljevima vlasnika poduzeća u odnosu na one menadžmenta. Menadžment tako umjesto povećanju vrijednosti za vlasnika može težiti povećanju imovine, prometa, tržišnog udjela ili broja zaposlenih u poduzeću, ali i povećanju vlastite koristi. Oportunističko ponašanje menadžmenta te asimetrija informacija u njegovu korist objašnjava se agencijskim problemom odnosno odnosom vlasnika nekog dobra i agenta koji donosi odluke vezane uz to dobro. Daljnji problem predstavljaju brojna ograničenja vlasničkih prava koja u velikoj mjeri utječu na mogućnost vlasnika da utječe na mnoge aspekte poslovanja poduzeća. Ti su problemi izraženi kod poduzeća koja se u procesima vlasničkih integracija pojavljuju u svojstvu preuzimatelja, ali isto tako i meta, te su vjerojatni uzrok neuspjeha u pravilnom izboru strateških odluka pri ulascima u procese vlasničkih integriranja, ali isto tako i neuspjeha u postizanju željenih postintegracijskih efekata na poslovanje poduzeća.

Empirijski razlozi neuspjeha procesa vlasničkih integracija najčešće se pripisuju teškoći u pravilnoj procjeni vrijednosti ciljnog poduzeća, koji kao rezultat imaju često njegovo preplaćivanje. Drugi značajni razlog neuspjeha leži u nedovoljnom poznavanju ključnih tehnoloških i organizacijskih resursa te ljudskih potencijala ciljanog poduzeća što otežava mogućnost procjene sinergijskih efekata koji se mogu ostvariti integriranjem. Uslijed ovim razlogom ostvarenih propusta, vlasnički povezana poduzeća često ne uspijevaju ostvariti ono zbog čega je došlo do njihova povezivanja. Problemi u integraciji novog združenog poslovnog sustava često su obilježeni organizacijskim konfliktima i otporima promjeni, koji rezultiraju povećanjem neusklađenosti interesa uključenih strana, odnosno produblјivanjem problema agencijskog odnosa.

Zbog metodoloških razloga, odnosno veće dostupnosti i lakšeg prikupljanja podataka, predmetom empirijskih istraživanja su uglavnom preuzimateljska poduzeća čijim se dionicama trguje na kapitalnim burzama. Empirijska istraživanja u utjecaju vlasničkih spajanja i pripajanja na vrijednost poduzeća je moguće provesti samo za ta poduzeća jer im je tržišna vrijednost poznata. I istraživanja operativne uspješnosti se najčešće provode kod izlistanih poduzeća zbog njihove obveze javnog objavljivanja financijskih izvješća. Kako je dioničarstvo obilježje prvenstveno velikih poduzeća, navedena istraživanja uspješnosti integracija se uglavnom odnose na takva, relativno velika poduzeća. Poduzeća čijim se udjelima ne trguje na tržištima kapitala bila su predmetom empirijskih istraživanja u svojstvu mete preuzimanja od strane izlistanih poduzeća. Preuzimanja takvih meta, u usporedbi s metama preuzimanja čijim se udjelima trguje na burzama, prema većini empirijske literature pokazuju veći stupanj uspješnosti. U ovom radu će se pod pojmom mala poduzeća podrazumijevati i da ta poduzeća nisu izlistana na dioničkim burzama.

Nedovoljno je empirijski istražena uspješnost vlasničkih integracija u postizanju rasta i poboljšanju poslovanja kod malih poduzeća čijim se udjelima ne trguje na burzama kapitala i koja u manjoj mjeri obilježava profesionalizacija menadžmenta. Agencijski problem u odnosu vlasnika i menadžera je kod malih poduzeća manje izražen ili nepostojeći zbog toga što je menadžer često i vlasnik ili jedan od suvlasnika poduzeća pa ne dolazi ni do problema različitih motiva i interesa.

Također je važno prepoznati određene situacijske odrednice u procesu pripreme vlasničkih integracija i procesa due diligencea tijekom kojih se s poduzećima metama koja nisu izlistane na burzi ostvaruje viši stupanj suradnje. Ta suradnja doprinosi boljem razlučivanju potencijalnih pozitivnih efekata združenog poslovanja u post-integracijskom razdoblju nego što je slučaj ukoliko se preuzima na burzi izlistano poduzeće. Iz svega navedenog proizlazi da je procese vlasničkih integriranja malih poduzeća potrebno i značajno istražiti s ciljem ustanovljavanja uspješnosti tih integracija u postizanju željenih rezultata, a s obzirom na pretpostavljene teorijske i empirijske razlike u uspješnosti u odnosu na velika poduzeća.

Iz definiranog problema istraživanja proizlaze **hipoteze** koje će se istraživanjem testirati:

**H1: Vlasničke integracije u kojima sudjeluju mala poduzeća su uspješnije od integracija u kojima su preuzimana velika poduzeća.**<sup>1</sup>

**H1a: Usklađenost ciljeva između menadžera i vlasnika, lakše provođenje monitoringa te manji ukupni agencijski troškovi dovode do veće uspješnosti vlasničkih integracija malih poduzeća.**

**H1b: Kod preuzimanja malih poduzeća se ostvaruju manji ex-ante troškovi te veće ex-post koristi za preuzimatelja.**

Malo poduzeća u ovom radu podrazumijevaju poduzeća koja nisu izlistana na burzi i kod kojih se preuzimanje ne provodi posredstvom uređenih tržišta (burzi). Ovakvim pristupom širi se obuhvat populacije poduzeća obuhvaćenih integracijskim procesima, koja zbog tehničkih zahtjeva uobičajenih empirijskih istraživanja biva svedena isključivo na preuzimanja obavljena posredstvom burzi. Dodatno, promjenom kanala preuzimanja, mijenjaju se i neposredni poticaji (to jest načini stjecanja uvida u poslovanja poduzeća mete prije preuzimanja), budući da je često pozadina preuzimanja (motivi) skrivena iza ranijih partnerstava, odnosno međusobnog poznavanja kroz odnose suradnje.

Slijedom navedenog u radu će biti potrebno preispitati komponente uspješnosti integracijskog procesa (kako se navodi u ciljevima istraživanja) s time da se, polazeći od postojeće literature, smatra prikladnih troškove i koristi razgraničiti i dva vremenska okvira (troškovi koji prethode samom aktu povezivanja), i troškovi/koristi koji slijedu nakon preuzimanja.

---

<sup>1</sup> U ovom radu se pod pojmom mala poduzeća, osim uobičajenih karakteristika, podrazumijeva i da je riječ o poduzećima koja nisu izlistana na dioničkim burzama. Detaljnije objašnjenje načina razgraničavanja malih poduzeća dano je u poglavlju 4. ovog rada.

## **1.2. CILJEVI ISTRAŽIVANJA**

Prema postavljenom problemu istraživanja mogu se definirati znanstveni i aplikativni ciljevi istraživanja.

Znanstveni ciljevi istraživanja su:

1. Sistematizirati i obrazložiti postojeće teorijske znanstvene spoznaje i doprinose u razumijevanju rasta poduzeća s posebnim naglaskom na spoznaje vezane uz procese vlasničkih integracija kao modela rasta te teorijska i empirijska obrazloženja izbora tog modaliteta.
2. Kritički analizirati saznanja iz dosadašnjih empirijskih istraživanja uspješnosti vlasničkih integracija u svijetu i u Republici Hrvatskoj. Objasniti najčešće navedene razloge za neuspjeh integracija, kao i ograničenja dosega provedenih istraživanja u istraživanju te uspješnosti.
3. Testirati popis faktora koji pogoduju uspješnosti vlasničkog integriranja poduzeća (komponente uspješnosti).
4. Razviti metodologiju istraživanja integracijskih procesa u kojima su mete preuzimanja mala poduzeća
5. Empirijski istražiti uspješnost provedenih spajanja i pripajanja kod poduzeća u uzorku.
6. Ukazati na specifičnosti postupaka i posljedica spajanja i pripajanja u kojima su mala poduzeća uključena kao mete preuzimanja .
7. Povezati rezultate provedenog empirijskog istraživanja s postojećim teorijskim spoznajama te unaprijediti znanja o vlasničkim integracijama malih poduzeća .

Aplikativni ciljevi istraživanja su:

1. Na temelju provedenog empirijskog istraživanja pojasniti čimbenike uspješnosti vlasničkog integriranja poduzeća općenito i u Republici Hrvatskoj.

2. Prijedlogom modela i sintezom provedenog empirijskog istraživanja približiti hrvatskim privrednim subjektima moguće prednosti i opasnosti izbora modaliteta rasta putem vlasničkog integriranja, te im time olakšati razmatranje i uspješnu provedbu spajanja ili pripajanja.
3. Osmisliti niz preporuka koje će subjektima uključenima u procese vlasničkih integracija omogućiti kvalitetnije ex-ante pregovaranje, a ex-post bolje rezultate vlasničkog integriranja.
4. Ponuditi prijedlog mjera zakonodavcu i tržišnim regulatorima olakšalo postupanje kojima bi se umanjile moguće neželjene posljedice spajanja i pripajanja na tržišne strukture, a istodobno potpomagale vlasničke integracije koje bi rezultirale poboljšanjem konkurentne sposobnosti poduzeća i društvenom korisnošću.

### **1.3. METODE ZNANSTVENOG ISTRAŽIVANJA**

U doktorskoj disertaciji koristile su se različite metode znanstvenog istraživanja. U prvom dijelu disertacije dan je pregled i kritička analiza recentne znanstvene i stručne literature iz područja vlasničkih integracija, istraživanja integracijskih ciklusa, motiva i čimbenika koji pogoduju spajanjima i pripajanjima. Isto tako sagledane su i najvažnije spoznaje teorija organizacije vezanih uz rast poduzeća i spajanja i pripajanja i to neoklasične, tehnološke, transakcijske, agencijske, vlasničke teorije i teorije resursne ovisnosti. Pri tome su deduktivno-logičkim pristupom povezane dosadašnje spoznaje iz navedenih područja.

Za pregled empirijskih istraživanja korištene su metode sistematizacije, klasifikacije, analize i sinteze, te povijesna metoda i metoda deskripcije, kako bi se prikazale metodološke odrednice, predmete istraživanja te dobivene rezultate za velik broj provedenih istraživanja o uspješnosti vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti poduzeća u dugom i u kratkom roku, te postintegracijske operativne efikasnosti.

Prije provođenja empirijskog istraživanja oblikovano je i primijenjeno izviđajno (eksplorativno) istraživanje putem intervjua s relevantnim ekspertima. U empirijskom

dijelu istraživanja na reprezentativnom uzorku je primijenjen anketni upitnik kao instrument oblikovan temeljem izloženih teorijskih spoznaja i rezultata eksplorativnog istraživanja. Za analizu odgovora iz anketnog upitnika korištene su metode deskriptivne statistike, počevši od univarijantne deskriptivne analize koja je omogućila provjeru ispravnosti unosa podataka, utvrđivanje učestalosti za kvalitativne te utvrđivanje distribucije rezultata za kvantitativne varijable. Korištene metode za provjeru normalnosti krivulje su bile Kolmogorov-Smirnov i Lillieforsov test. Potom se je t-testovima u okviru metoda inferencijalne statistike pristupilo usporedbi rezultata dobivenih anketom po grupama poduzeća sastavljenima u skladu s teorijskih pretpostavkama. Kao metoda neparametrijske zamjene u slučaju velikog odstupanja od normalne raspodjele korišten je Mann-Witney U test za nezavisne skupine podataka. Anketni upitnik je, između ostalog poslužio za izbor, odnosno preliminarnu selekciju poduzeća za provođenje dubinskih intervjua.

Nakon preliminarnog anketnog istraživanja, u odabranom će uzorku poduzeća su provođeni dubinski intervjui. U sklopu dubinskih intervjua, menadžerima su postavljana pitanja o uspješnosti organizacijske prilagodbe, ocjeni utjecaja procesa vlasničke integracije na tržišni položaj poduzeća i operativnu efikasnost, promjenama u korištenoj tehnologiji, uspostavi sustava odlučivanja u integriranom poduzeću te uspostavi sustava monitoringa sustava odlučivanja od strane vlasnika. Rezultati analize će biti na primjeren način prezentirani tabličnim i grafičkim prikazima.

## **1.4. KRATKI OPIS STRUKTURE DISPOZICIJE**

U prvom dijelu, **UVODU**, definiran je problem i predmet istraživanja, postavljena hipoteza, određena svrha i ciljevi istraživanja, dana ocjena dosadašnjih istraživanja, navedene najvažnije znanstvene metode, te je obrazložena struktura doktorske disertacije.

Drugi dio ima naslov **TEORIJSKE OSNOVE VLASNIČKIH INTEGRACIJA PODUZEĆA**. U njemu su pojmovno određene vlasničke integracije i navedene vrste i integracija. Zatim su objašnjeni temeljne teorijski modeli kojima se tumače odrednice

ostvarivanja rasta poduzeća uz pomoć vlasničkih integracija te obrazloženi motivi vlasničkih integracija. Navedena su i obilježja glavnih ciklusa integracija u dvadesetom stoljeću te su objašnjeni čimbenici koji pogoduju ciklusima i procesima vlasničkih integracija. Na kraju su predstavljeni alternativni modeli rasta poduzeća te organizacijske implikacije vlasničkih integracija.

U trećem dijelu s naslovom **PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA U SVIJETU** utvrđena je uspješnost vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti za vlasnike preuzimateljskog poduzeća u dugom i u kratkom roku te na povećanje vrijednosti poduzeća mete. Prikazana su i najvažnija istraživanja utjecaja spajanja i pripajanja na združenu operativnu efikasnost uključenih poduzeća te su navedeni zaključci istraživanja operativne efikasnosti preuzetih javnih dioničkih društava u Republici Hrvatskoj. Sistematizirani i objašnjeni su i glavni razlozi neuspjeha vlasničkih integracija poduzeća.

**ORGANIZACIJSKI ČIMBENICI ZA PROVOĐENJE USPJEŠNIH VLASNIČKIH INTEGRACIJA MALIH PODUZEĆA** naslov je četvrtog dijela. U njemu su istaknuta bitna obilježja malih poduzeća na osnovu kojih je formirana teorijska pretpostavka o mogućoj boljoj uspješnosti integracijskih procesa u kojima mala poduzeća sudjeluju u svojstvu mete preuzimanja.

Peti dio pod naslovom **ANKETNO ISTRAŽIVANJE ORGANIZACIJSKIH PROMJENA U VLASNIČKI POVEZANIM PODUZEĆIMA** opisuje postupak provedenog anketnog istraživanja te metodama deskriptivne i inferencijalne statistike analizira dobivene informacije. Potom su navedene i implikacije proizašle iz provedenog anketnog istraživanja.

U šestom dijelu koji nosi naslov **DUBINSKO ISTRAŽIVANJE SITUACIJSKIH VARIJABLI NA UZORKU VLASNIČKI INTEGRIRANIH PODUZEĆA** su na temelju rezultata preliminarne selekcije iz anketnog istraživanja odabrana poduzeća za provođenje dubinskog intervjua. Potom je provedena analiza i objašnjeni zaključci o uspješnosti vlasničkih integracija kod promatranog uzorka poduzeća.

U sedmom dijelu s naslovom **PRIKAZ REZULTATA ISTRAŽIVANJA** su navedeni rezultati provedenog istraživanja te ocijenjena uspješnost poslovne prilagodbe



integriranih poslovnih sustava promatranih poduzeća. Objašnjena su se i ograničenja provedenog te navesti smjernice za buduća istraživanja.

U posljednjem dijelu, **ZAKLJUČKU**, sustavno su i koncizno formulirani i prezentirani najvažniji rezultati znanstvenog istraživanja kojima se dokazuje postavljene hipoteze.

## 2. TEORIJSKE OSNOVE VLASNIČKIH INTEGRACIJA PODUZEĆA

Rastom poduzeća i njegovim uzrocima te načinu i razlozima uspostavljanja kontrole nad poduzeću značajnim resursima bave se mnoge teorije organizacije.

Neoklasična teorija pretpostavljala je da razlog postojanja pa i rasta poduzeća leži u želji za maksimizacijom profita. Pritom je na poduzeće gledala kao na „crnu kutiju“ te je ono predstavljeno uz pomoć proizvodne funkcije koja realizira određenu količinu outputa uz zadanu količinu inputa. Odnos inputa i outputa pa stoga i troškovi poduzeća rezultat vezan je uz proizvodnu funkciju, dok su prihodi poduzeća izvedeni iz krivulje potražnje. Količina koju će poduzeće proizvoditi biti će ona koja maksimizira razinu profita, odnosno ona pri kojoj su izjednačeni granični prihodi s graničnim troškovima.

Profitni motiv je bio dominantan u vrijeme kad su se poduzeća poistovjećivala s vođenjem od strane vlasnika. Međutim, razdvajanje vlasništva i upravljanja poduzeća<sup>2</sup> te sve veća mogućnost menadžera da upravlja ciljevima i usmjerava razvoj poduzeća, dovodi do razvoja teorija koje su to osporavale. Prema tim teorijama, menadžment poduzeća vlasnicima osigurava samo nužnu razinu profitabilnosti. Prema jednim viđenjima, menadžeri nastoje maksimizirati razinu prodaje (prometa) poduzeća<sup>3 4</sup> te tako ostvariti zadovoljavajući položaj na tržištu, ugled poduzeća, svoj osobni ugled i primanja, a istovremeno nastojeći postići očekivani profit vlasnicima. U slučaju takve težnje za rastom, razina profita može čak i opadati čime se klasična teza o maksimizaciji profita dovodi u pitanje. Prema Williamsonovu modelu maksimizacije korisnosti<sup>5</sup> menadžer nastoji maksimizirati svoju korisnost također uz održavanje minimalne prihvatljive razine

---

<sup>2</sup> O tome više, cf. Weber, M.: The Theory of Social and Economic Organization, Economy and Society, Vol 1., translate 1947.

<sup>3</sup> O tome više, cf. Baumol, W.J.: Business Behaviour, Value and Growth, 1959.

<sup>4</sup> Anderson, W.L. i Ross, R.L.: The Methodology of Profit Maximization: An Austrian Case, The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol 8, No. 4, 2005., p. 31.-33.

<sup>5</sup> Williamson, O.E.: The Economics of Discretionary Behavior: Managerial objectives in a theory of the firm, 1964.

profita za vlasnike.<sup>6</sup> Osim vlastitih prihoda i drugih troškova kojima povećava svoje zadovoljstvo poput luksuznih ureda, putovanja, vozila i sličnog, menadžer nastoji povećati broj zaposlenih u poduzeću jer time povećava i svoje prihode, no i ugled i sigurnost. Nadalje, menadžeri nastoje i osigurati željenu razinu profita koji će ostati poduzeću nakon isplate dobiti vlasnicima. Prema tom gledištu će veličina poduzeća premašiti onu koja je potrebna za maksimizaciju profita za vlasnike. Penrose<sup>7</sup> je razvila model maksimizacije rasta poduzeća prema kojem će poduzeće težiti maksimizaciji stope rasta uz zadovoljavanje minimalne zahtijevane razine profitabilnosti, a kasnije su ga razrađivali mnogi autori.

Poseban vid teorija rasta predstavljaju tehnološke teorije prema kojima su pravci rasta poduzeća vezani uz ostvarivanje minimalnog razmjera aktivnosti. Proizvodne tehnologije približavanja točki najnižih proizvodnih troškova uvjetuju optimalnim iskorištavanjem fiksnih proizvodnih faktora. Tehnološki rast povećava granice ekonomske veličine poduzeća te uspješnija poduzeća postaju ona koja uspiju pratiti razvoj tehnologije i realizirati strategije rasta. Razvoj tržišta tijekom dvadesetog stoljeća, povećanje u obujmu količina, ali i brzine protoka dobara i sirovina te uznapredovali proizvodni procesi i razvoj proizvoda, omogućili su velikim poduzećima da proizvode uz manje troškove.<sup>8</sup> Na taj način, tržišta su ubrzano postajala oligopolska uz manji broj velikih poduzeća. Kako na oligopolskim tržištima poduzeća nastoje izbjegavati cjenovne ratove, borba za tržišni udio počela se voditi unapređivanjem procesa, razvojem proizvoda i diferencijacijom istih od konkurencije, jačanjem marketinških aktivnosti i upravljanjem ljudskim resursima. Nadalje, konkurente se je nastojalo preteći u pristupu brzo-rastućim tržištima kako bi se ostvarilo prednosti koje ostvaruju oni koji tržištima prvi pristupe, tzv. „*first movers*“.

Rast poduzeća se okviru teorije resursne ovisnosti<sup>9 10 11</sup> objašnjava potrebom poduzeća da smanji ovisnost o drugim subjektima iz okruženja. Nijedno poduzeće ne može u

---

<sup>6</sup> O tome više, cf. Yarrow, G. K., "Managerial Utility Maximization under Uncertainty." *Economica*, 1973.

<sup>7</sup> O tome više, cf. Penrose, E. T.: *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, New York, 1959.

<sup>8</sup> Chandler, A.D., Hikino, T.: *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap Press of Harvard University Press, United States, 1990., p.21.-25.

<sup>9</sup> Jacobs, D.: *Dependency and Vulnerability: An exchange Approach to the Control of Organizations*. In: *Administrative Science Quarterly*, 19, 1974. p. 45-59.

potpunosti kontrolirati resurse bitne za održavanje svog postojanja pa je nužna interakcija s okolinom koja vodi stvaranju ovisnosti prema subjektima koji kontroliraju poduzeću nužan resurs. Poduzeća nastoje umanjiti tu ovisnost modelima strateških partnerstva i kooperacije, ili pak čvršćim oblicima kontrole kroz vlasnička povezivanja. Zagovornici teorije resursne ovisnosti napominju da izostanak povezanosti rasta poduzeća, bilo kroz vlasničke integracije ili kroz internu ekspanziju, sa rastom profitabilnosti ukazuje da cilj rasta nije povećanje profita već povećanje stabilnosti poslovanja i izgleda za opstanak poduzeća.

Problem ugovornog odnosa između agenta i principala, odnosno različiti identitet vlasnika određene imovine i donosioca odluke koja je od utjecaja na vrijednost te imovine, osnovno je pitanje agencijske teorije.<sup>12 13</sup> Pritom se najčešće na vlasnika poduzeća gleda kao na principala, a na menadžera kao na agenta, no teorija može predstavljati i odnos menadžera poduzeća i zaposlenika poduzeća pri čemu se na menadžerov ugled gleda kao na imovinu koja je povjerena na upravljanje drugoj osobi. Problem agencijskog odnosa izvire iz problema asimetrije informacija u korist agenta te pretpostavke o mogućem oportunističkom ponašanju koje može dovesti do situacije moralnog hazarda, odnosno ponašanja agenta koje rezultira manjom uspjehom poslovanja poduzeća od one koja bi bila u interesu vlasnika. Cilj agencijske teorije je kreiranje ugovora koji osigurava ponašanje agenta u skladu s interesima principala iako ti interesi nisu u potpunosti podudarni sa njegovim osobnim interesima. Takav bi ugovor trebao sadržavati shemu nagrađivanja menadžera kojim bi se osiguravalo da njegovo ponašanje dovodi do Pareto efikasnosti funkcija korisnosti agenta i principala.<sup>14</sup> U širem pogledu, agencijska teorija se odnosi na problem optimalnih shema nagrađivanja i u situaciji kada je izvor inputa za poduzeće jedna od njegovih divizija, a usuglašenost motiva te divizije i osnovnog poduzeća je od utjecaja na razinu kvalitete tog inputa. U

---

<sup>10</sup> O tome više, cf. Pfeffer, J. i Salancik, G.R.: The external control of organizations: A resource dependence perspective, Harper & Row, New York, 1978.

<sup>11</sup> O tome više, cf.: Johnson, B. L.: Resource dependence theory: a political economy model of organizations. University of Utah, Educational Resource. Salt Lake City, 1995.

<sup>12</sup> Jensen, M.C. i Meckling, W.H.: The Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol 3., 1976.

<sup>13</sup> Sloof, R. i Praag, M.: Performance Measurement, Expectancy and Agency Theory: An Experimental Study, Journal of Economic Behavior & Organization, Elsevier, vol. 67(3-4), 2007., p. 794-809

<sup>14</sup> O tome više, cf. Aoki, M.: The Cooperative Game Theory of the Firm, Oxford University Press, 1984

tom slučaju je osnovno poduzeće u poziciji principala, a divizija koja odrađuje dio posla koji je od utjecaja na zadovoljenje interesa osnovnog poduzeća nalazi se u poziciji agenta. Na isti način agencijska teorija se odnosi se i na problem shema nagrađivanja u kojima dobavljač inputa nije divizija već drugo, vlasnički neovisno poduzeće.<sup>15</sup>

Naglašavanje značaja pitanja vlasništva i rezidualnih vlasničkih prava u fokusu je istraživanja Olivera Harta. Prema njemu, ex-post rezidualna prava kontrole su značajna jer su ugovori kojim se regulira postupanje i odnos uključenih strana u pravilu nepotpuni, što znači da ne uspijevaju predvidjeti sve okolnosti koje bi u budućnosti mogle utjecati na izvršenje ugovora. Obzirom da se može očekivati nastupanje okolnosti koje nisu obuhvaćene ugovorom, relevantno je koja od ugovornih strana u tim okolnostima donosi odluku o načinu postupanja. U tim situacijama, pravo odlučivanja imati će vlasnik, jer njemu pripada pravo raspolaganja dobrom na bilo koji način koji nije nekonzistentan s zakonom i stavkama koje su regulirane ugovorom. Granice poduzeća odnosno sagledavanje pitanja rezidualnih vlasničkih prava od velikog je značaja u reguliranju ugovora poput ugovora među strateškim partnerima, ugovorima o zajedničkoj proizvodnji i podugovaranju. Osim toga, rezidualna vlasnička prava i s njima vezana prava na rezidualne prihode, ključna su za donošenje odluke o ugovornom ili vlasničkom povezivanju te sagledavanju prednosti i nedostataka u motivaciji i sustavima nagrađivanja uključenih strana. U svezi s tim Hart naglašava da će uključena strana vjerojatno nastojati posjedovati dobro ukoliko se nalazi pred važnom investicijskom odlukom koja će utjecati na produktivnost ili očuvanje tog dobra. Nadalje, teorija implicira da bi dobra s visokom razinom komplementarnosti trebala biti vlasnički integrirana. Time se uklanja opasnost od „situacije taoca“ do koje bi moglo doći ukoliko bi vlasništva takvih dobara bila odvojena. Treći zaključak teorije je da neovisna dobra, dakle dobra koja ne obilježava visoka međusobna komplementarnost, trebaju biti u odvojenom vlasništvu. Navedeni zaključci teorije značajni su u sagledavanju granica poduzeća te razumijevanju težnji poduzeća ta vlasničkim integriranjima, odnosno dezintegriranjima.

Pored agencijske teorije, drugi ogranak suvremenih ekonomskih teorija poduzeća relevantan za istraživanje fenomena preuzimanja poduzeća predstavlja teorija

---

<sup>15</sup> Hart, O.: *Firms, Contracts and Financial Structure*: Clarendon Press, Oxford, 1995., p.18.-20.

transakcijskih troškova,<sup>16</sup> osobito segment u kojem Williamson razlučuje ex-ante i ex-post troškova transakcije: naime i poduzeće je u biti predmet trgovanja te i u slučaju preuzimanja vrijede pretpostavke da su potrebna prethodna ulaganja (istraživanje okolnosti provedbe transakcije i u osiguravanje provedbe transakcije) te je unatoč (troškovima) pripreme, daljnji tijek; odnosno koristi, uvijek neizvjestan. Drugim riječima i povrati i na ulaganje mogu biti viši ili niži.

Osim detaljnijeg objašnjavanja postavki navedenih teorija, u ovom će se dijelu rada pojmovno odrediti vlasničke integracije, objasniti njihove osnovne vrste, sintetizirati obilježja proteklih valova integracija, navesti alternativne oblike rasta te organizacijske implikacije vlasničkih integracija.

## **2.1. POJMOVNO ODREĐENJE VLASNIČKIH INTEGRACIJA**

Vlasničke integracije poduzeća odnose se na pojavu kada se menadžment poduzeća upušta u kupovanje, prodaju, ili kombiniranje različitih poduzeća s ciljem ostvarenja rasta bez potrebe za osnivanjem novog poslovnog subjekta. Prema tome, u procesima vlasničkih integracija jedno poduzeće preuzima vlasništvo nad drugim poduzećem (ili poduzećima), ili se dva (ili više) poduzeća stapaju u novo poduzeće. Ovisno o načinu na koji realiziran pravni status integracije razlikuju se preuzimanja, spajanja i pripajanja.

**Preuzimanje ili akvizicija** se događa kad jedno poduzeće preuzima kontrolni vlasnički paket drugog poduzeća i time uspostavlja kontrolu nad njegovim poslovanjem.<sup>17</sup> Za preuzimanje kontrolnog paketa najčešće je potreba natpolovična većina udjela u vlasništvu, no to ne mora uvijek biti slučaj.<sup>18</sup> Preuzeto poduzeće i nakon preuzimanja

---

<sup>16</sup> Williamson, O.E.: *Markets and Hierarchies: Analyses and Antitrust Implications*, The Free Press, New York, 1975.

<sup>17</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Second Edition, Academic Press, San Diego, California, 2003. p. 6.

<sup>18</sup> Primjerice, statut poduzeća može zahtijevati više od 50% glasova za donošenje odluka ili može biti predviđeno pravo veta od strane određenog vlasnika udjela.

nastavlja pravno postojati no u vlasništvu preuzimatelja. Kontrola nad preuzetim poduzećem uspostavlja se mogućnošću izbora menadžmenta poduzeća i tako utjecanja na poslovanje i ciljeve poduzeća. Preuzimanja su često karakterizirana spekulativnim motovima po kojima vlasnici nemaju dugoročni interes za vođenjem preuzetog poduzeća već su isto preuzeli s nakanom zarađivanja u budućoj prodaji udjela.<sup>19</sup>

**Pripajanje ili merger** predstavlja vlasničku integraciju poduzeća pri kojoj samo jedno poduzeće i to poduzeće kupac, zadržava svoju pravnu samostalnost. Poduzeće meta prestaje samostalno postojati i postaje dio poduzeća kojemu je pripojeno. Pritom je moguće da pripojeno poduzeće postane podružnica poduzeća kojemu je pripojeno ili da bude u potpunosti integrirano u njega.<sup>20</sup> Pripajanje je moguće ostvariti kupnjom kompletnog vlasničkog paketa poduzeća ili davanjem dijela vlasničkog udjela poduzeća preuzimatelja vlasnicima preuzetog poduzeća

Pripajanja je moguće terminološki razlikovati od **spajanja ili konsolidacije**. Kod spajanja, slično kao i kod pripajanja, integrirana poduzeća postaju jedno poduzeće s razlikom da se ne ostvaruje pripajanjem jednog poduzeća drugome, nego spajanjem poduzeća u novo, do tada nepostojeće poduzeće. Pritom vlasnici spojenih poduzeća postaju vlasnici novog poduzeća. Poseban oblik spajanja čini takozvano „spajanje jednakih“, što je termin koji se koristi kod spajanja poduzeća sličnih po veličini, konkurentskoj poziciji i profitabilnosti.

Međutim, iako je iz definicija jasna razlika između pripajanja i spajanja, u praksi ih je često teško razlikovati. Naime, preuzimanja često izazivaju ili mogu izazvati negativne konotacije kod zaposlenika, poslovnih partnera i šire javnosti. Stoga se integrirana poduzeća često odlučuju pripajanje proglasiti spajanjem kako bi se umanjilo strahove i otpore navedenih skupina. No proglašavanje određene integracije spajanjem i/ili izbor kombiniranog naziva za novo poduzeće ne mora značiti da će se i na provedbenoj razini raspodjele moći u novonastalom poduzeću ravnopravno rasporediti menadžerske snage spojenih poduzeća. Vjerojatnije je za očekivati da će jedna od integriranih strana uspjeti

---

<sup>19</sup> Bertonecel, A.: *Akvizicije*, Narodne Novine, Zagreb, 2006., p. 3.

<sup>20</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 14.

ostvariti dominantnu poziciju te da se usprkos formalnom spajanju zapravo radi o pripajanju. Zbog toga se često smatra da su spajanja, a pogotovo spajanja jednakih iznimno rijetka.

Poseban oblik integracija predstavljaju takozvane **obrnute integracije**.<sup>21</sup> Obrnute integracije su tip integracije kod kojih neizlistano poduzeće preuzima vlasnički paket nad izlistanim poduzećem i tako izbjegava dugotrajnu i složenu proceduru potrebnu za islistavanje na burzi.<sup>22</sup> Preuzeta javno izlistana meta se naziva školjkom jer nakon što bude preuzeta služi samo kao osnovni okvir za djelovanje preuzimateljskog poduzeća s kojim je spojeno ili kojem je pripojeno. Na taj način preuzimateljsko poduzeće koristi glavnu prednost izlistanih poduzeća u mogućnostima prikupljanja kapitala novom emisijom dionica. Pritom je izloženo manjem riziku od tržišnih tijekova od izlistavanja pomoću inicijalne javne ponude (IPO).

## **2.2. VRSTE VLASNIČKIH INTEGRACIJA**

Integracije se mogu razlikovati prema različitim kriterijima. Najpoznatije je razlikovanje integracija prema smjeru integriranja, prema stavu menadžmenta mete o preuzimanju i prema načinu plaćanja integriranog poduzeća.

### **2.2.1. Integracije prema smjeru integriranja**

Prema postojanju vezi u djelatnostima poduzeća, odnosno prema smjeru, integracije se može razgraničiti na horizontalne, vertikalne, konglomeratske i cirkularne. Udio integracija prema smjeru integriranja prikazan je na grafikonu 2.1.

**Horizontalne ili laterlane integracije** predstavljaju udruživanje poduzeća koja proizvode (ili prodaju) iste proizvode, istim kupcima. Riječ je dakle o udruživanju konkurentskih poduzeća. Rezultat horizontalnih integracija je uvijek povećanje koncentracije tržišta. Provode se s ciljem povećanja tržišnog udjela, raspoloživih

---

<sup>21</sup> En. Reverse merger ili reverse takeover

<sup>22</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Reverse\\_takeover](http://en.wikipedia.org/wiki/Reverse_takeover) (10.05.2010.)



kapaciteta, smanjivanjem konkurencije, ali i pokušajem približavanja optimalnom razmjeru aktivnosti koji omogućava ostvarivanje troškovnih ušteda putem ekonomija razmjera i raspona, pristupa tehnološkim, organizacijskim i ostalim posebnim znanjima. Prema World Investment Report-u iz 2000. gotovo 70% vrijednosti u prekograničnim vlasničkim integracijama 1999. godine je ostvareno horizontalnim povezivanjem. Deset godina ranije je taj udio iznosio 56% što govori o snažnom porastu značaja horizontalnih integracija.<sup>23</sup> Kako koncentracijom tržišta i rastom udjela integriranih poduzeća može doći do pojave monopola, horizontalne integracije su posebno pod prismotrom tržišnih regulatora.

**Vertikalne integracije** su udruživanja poduzeća koja su u različitim fazama jednog proizvodno-prometnog lanca. Ovisno o tome integrira li se poduzeće s poduzećem koje mu prethodi ili ga slijedu u proizvodno-prometnom lancu, razlikujemo vertikalne integracije unaprijed i unatrag. Vertikalne integracije se provode s ciljem poboljšavanja položaja unutar vrijednosnog lanca. Kao takve rijetko mogu omogućiti nastanak ili jačanje ekonomija razmjera i raspona ni uštede koje iz njih proizlaze<sup>24</sup> pa su razlozi ulaska u vertikalne integracije nešto drugačiji.

Vertikalna integracija unatrag provodi se s ciljem pristupa sirovinama (resursima). Obzirom da poduzeća preferiraju tržišno nabavljati potrebne resurse sve dok su im pristup i uvjeti nabavljanja stabilni, vertikalne integracije su najčešće defanzivne prirode u svrhu osiguranja takvim specifičnim resursima.<sup>25</sup> Poduzeće na taj način nastoji umanjiti resursnu ovisnost o poduzećima iz poslovnog okruženja.<sup>26</sup> Osim s ciljem osiguranja pristupa resursima i umanjivanja ukupnih transakcijskih troškova<sup>27</sup>, vertikalna integracija unatrag se može provoditi s ciljem stvaranja monopola u pristupu sirovini, pa time i osiguravanjem boljeg konkurentskog položaja.

---

<sup>23</sup> WIR2000: Cross-border M & A and Development p. 101.

<sup>24</sup> Chandler, A.D., Hikino, T.: *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, op.cit., p. 37.

<sup>25</sup> Belak, V.: *Profitni centri i interna ekonomija poduzeća*, RRiF, Zagreb, 1994., p. 23.-26.

<sup>26</sup> O tome više, cf. supra. 2.3.3.

<sup>27</sup> Više o tome cf. Williamson, O.E.: *Organization Theory*, Oxford University Press, Oxford, 1995.

Vertikalna integracija unaprijed provodi se s ciljem kontrole distribucijskih kanala poduzeća. Chandler navodi da su malobrojna poduzeća koja mogu ostvariti cjenovne uštede ukoliko preuzmu distribuciju svojih proizvoda. Većini poduzeća je povoljnije koristiti postojeće veleprodajne i maloprodajne lance i vlasničkim integracijama najčešće pristupaju ukoliko je specifičnost potrebnih znanja ili resursa za distribuciju njihovog proizvoda zahtjevnija od one koju uobičajeno nude distribucijski lanci.<sup>28</sup> U uvjetima kada proizvodnja u većini industrijskih grana premašuje potražnju, može se očekivati da će važnost distribucijskih kanala u budućnosti sve više rasti pa će integracija unaprijed, kao i integracija unatrag za poduzeća sve više poprimiti strateška obilježja. Udio vertikalnih integracija u svjetskim razmjerima je tijekom 90.-ih godina 20. stoljeća rastao i padao, ali je konstanto iznosio ispod 10%.<sup>29</sup>

**Konglomeratske ili mješovite integracije** su udruživanja poduzeća iz različitih industrijskih grana i nepovezanih poslovnih segmenata. Takvim tipom udruživanja ne postižu se ni ekonomije razmjera i raspona, koje su potencijalni izvor troškovnih ušteda, ni poboljšavanje tržišnog udjela, kao ni vrijednosnog lanca. Motivi takovog povezivanja tržišno nepovezanih poduzeća najčešće leže u pokušajima disperzije rizika i širenja u profitabilnije tržišne segmente.<sup>30</sup> Osim toga, konglomeratskim se integracijama može postići određeni stupanj financijskih sinergija u vidu alokacije financijskih resursa unutar integriranog poduzeća koja može biti povoljnija od pribavljanja potrebnih odnosno plasmana viškova sredstava posredstvom tržišta. Konglomeratske integracije su bile na vrhu popularnosti u 4. valu<sup>31</sup> integracija tijekom 80.-ih godina 20. stoljeća, no u devedesetima je njihov udio u ukupnoj vrijednosti opao 15% na vrijednost od 27% 1999. godine.

**Grafikon 2.1.** Udjeli vlasničkih integracija poduzeća prema smjeru 1987. – 1999.

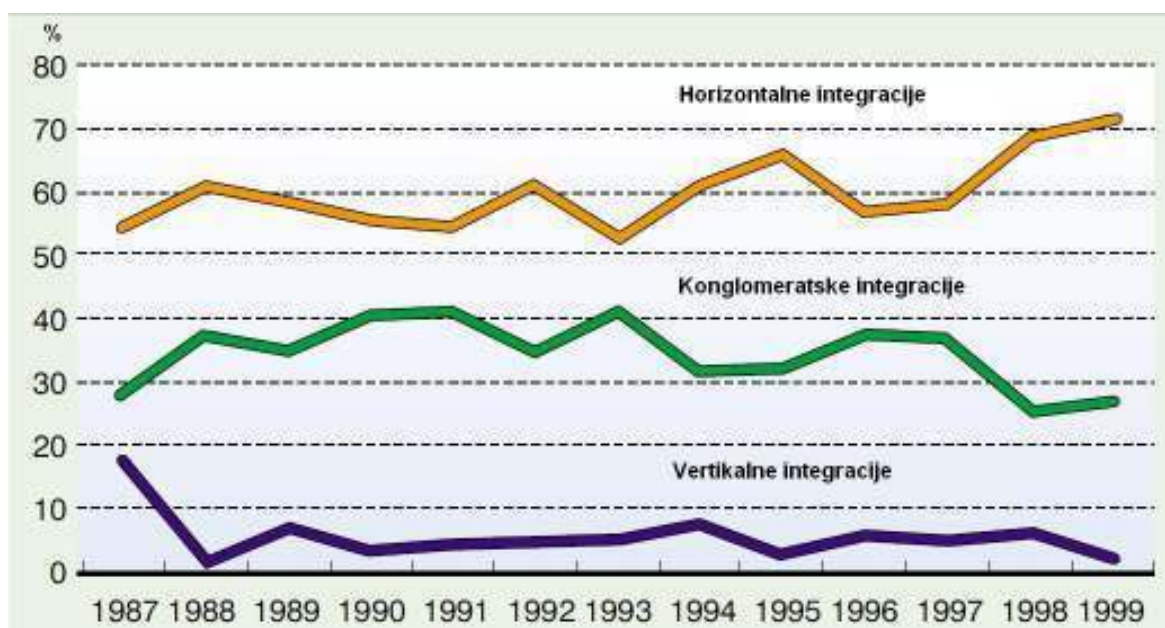
---

<sup>28</sup> Chandler, A.D., Hikino, T.: *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, op.cit., p. 28.-31.

<sup>29</sup> WIR2000: *Cross-border M & A and Development* . p. 101.

<sup>30</sup> Bertonec, A: *Akvizicije*, op.cit., p. 6.

<sup>31</sup> O valovima integracija će detaljnije biti riječi u dijelu 2.2. ovog rada.



Izvor: WIR2000: Cross-border M & A and Development . p. 102.

**Cirkularne ili koncentrične integracije** predstavljaju integracije s poduzećima koji nude različite proizvode koji se prodaju istim kupcima. Najčešće se radi o integriranju poduzeća iz srodnih industrija, a u cilju umjerene diversifikacije. Na taj način se cirkularnim integracijama, ukoliko je riječ o srodnim proizvodima, mogu ostvarivati ekonomije raspona u proizvodnji korištenjem istih proizvodnih kapaciteta. Drugi vid ušteda kod cirkularnih integracija predstavlja mogućnost zajedničke distribucije komplementarnih proizvoda. Osim toga, efekti cirkularnog integriranja mogu se očitovati i kroz povećanje združenog prihoda i profita ukoliko je riječ o proizvodima koji su međusobno upotpunili ponudu i tako postali zanimljiviji većem broju kupaca.

U tehnološki razvijenim industrijskim granama, a posebno na području računalne i elektroničke industrije, dolazi do sve veće težnje za multifunkcionalnošću pa i cirkularne integracije sve više dobivaju na značaju u objedinjavanju komplementarnih tehnologija pri razvoju i proizvodnji novih proizvoda poput primjerice objedinjavanja mobilnog telefona, fotoaparata u uređaje koji još nude pristup internetu i korištenje uredskih i multimedijjskih alata.

Udio cirkularnih integracija u ukupnom broju integracija nije naveden u WorldReport izvješću. Razloge tome treba tražiti u teškoći njihova razlikovanja od ostalih vrsta. Tako se horizontalne integracije utvrđuju prema pripadnosti istoj dvoznačenkastoj grupi u

klasifikaciji djelatnosti prema SIC<sup>32</sup> standardu, vertikalne prema određenim kombinacijama grupa, a u konglomeratske sve ostale. Međutim, klasifikacija po grupama ne može dovoljno detaljno razlikovati proizvode, kao što ni iz pripadnosti različitoj grupi ne može automatski ukazivati na komplementarnost, pa se cirkularne integracije u određenom udjelu skrivaju u ostalim tipovima.

### **2.2.2. Prijateljske i neprijateljske integracije**

Prijateljska i neprijateljska preuzimanja razlikuju se ovisno o stajalištu menadžmenta, zaposlenika i šire društvene zajednice poduzeća mete kada biva obznanjena namjera preuzimanja. Prema tome, ukoliko je menadžment poduzeća mete suglasan s preuzimanjem pa sudjeluje u dogovoru s poduzećem kupcem oko uvjeta preuzimanja, smatrati će se da se radi o prijateljskom preuzimanju. Ukoliko se pak menadžment poduzeća mete protivi preuzimanju i nastoji to preuzimanje izbjeći, pokušaj preuzimanja će biti okarakteriziran kao neprijateljski. Iako je naočigled razlikovanje prijateljskih od neprijateljskih preuzimanja jednostavno, u stvarnosti se često događa da je teško utvrditi o kakvom se tipu preuzimanja radi. Stoga se karakterizaciju preuzimanja kao prijateljskog, odnosno neprijateljskog, može radije tretirati kao percepcijsku nego kao stvarnu.<sup>33</sup> Primjerice, preuzimanje može započeti kao prijateljsko pa se kasnije, uslijed neslaganja oko uvjeta preuzimanja, pretvoriti u neprijateljsko. Isto tako, ponekad preuzimanje koje je zapravo prijateljsko može izgledati kao da je neprijateljsko ukoliko menadžment poduzeća mete, sa strateškim ciljem podizanja visine ponude preuzimatelja proglasi preuzimanje neprijateljskim. Općenito, prijateljska preuzimanja se najčešće odrađuju dogovaranjem bez uplitanja javnosti i obavijest o preuzimanju postaje javno poznata tek u kasnoj fazi dogovora ili nakon što je dogovor postignut. Zbog toga se prijateljska preuzimanja često nazivaju i mirnim preuzimanjima.<sup>34</sup> Za razliku od toga, neprijateljska preuzimanja nisu dogovorna i poduzeće meta često s informacijom o preuzimanju izlazi u javnost nastojeći ga okarakterizirati kao neprijateljsko i štetno za poduzeće.

---

<sup>32</sup> En. Standard Industrial Classification

<sup>33</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 114.

<sup>34</sup> Bertonecel, A.: *Akvizicije*, op.cit., p. 89.

Potencijalna poduzeća mete su posljednjih 30-ak godina razvili čitav niz mjera za obranu od neprijateljskih preuzimanja. Jedna od najpoznatijih mjera je takozvana „otrovna pilula“<sup>35</sup> koja postoji u različitim oblicima, ali u osnovi se uvijek svodi na povoljnu prodaju novih dionica s pravom glasa postojećim vlasnicima poduzeća u slučaju da poduzeće preuzimatelj kupi ostvari određeni postotak udjela u poduzeću. To se može ostvariti izdavanjem preferencijalnih dionica koje se u trenutku preuzimanja pretvaraju u redovne, ili opcijama na kupnju redovnih dionica po povoljnim uvjetima koje se aktiviraju u navedenim uvjetima. Otravne pilule ne mogu spriječiti preuzimanje poduzeća, ali ga mogu otežati i poskupiti jer preuzimatelj mora kupiti više dionica da bi ostvario kontrolu nad poduzećem.

Drugu poznatu mjeru obrane od neprijateljskih preuzimanja čine „zlatni padobranci“<sup>36</sup> koji predstavljaju ugovorenu odštetu koju ostvaruju članovi vrhovnog menadžmenta poduzeća mete u slučaju da ono bude preuzeto. Takve visoke odštete, slično kao i otrovne pilule ne sprječavaju preuzimanje već ga čine skupljim i manje privlačnim.

Osim tih dviju mjera, poduzeća za potrebe obrane od neprijateljskih preuzimanja mogu u pravne akte poduzeća ugraditi pravila o nemogućnosti otpuštanja menadžmenta bez razloga, potrebe najavljuvanja izvanredne skupštine dugo vremena unaprijed, zatim mogu izdati dionice s različitim pravom glasa, uspostaviti ESOP programe koji se u funkciji obrane od preuzimanja pojavljuju kao poteškoća za preuzimatelja da (od poduzeću vjernih zaposlenika i bivših zaposlenika) otkupi vlasničke udjele<sup>37</sup> te razne druge mjere. Česti su i pokušaji traženja zaštite od regulatornih organa pozivajući na antimonopolske mjere kako bi se dobilo na vremenu i pripremilo na zaštitu. Poduzeće meta može zatražiti pomoć i od takozvanih „bijelih vitezova“<sup>38</sup>, tj. preuzimanje od strane „prijateljskih“ poduzeća koja kupuju velike blokove dionica i tako sprječavaju neprijateljsko preuzimanje.<sup>39</sup> Među drastične i rizične mjera zaštite od neprijateljskog preuzimanja je pokušaj istovremenog preuzimanja poduzeća preuzimatelja, takozvana „Pac-Man“

---

<sup>35</sup> En. Poison Pill

<sup>36</sup> En. Golden Parachutes

<sup>37</sup> Gaughan, P.A.: *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, Wiley M&A Library, 4th Edition, 2007., p. 395-400

<sup>38</sup> En. White Knight

<sup>39</sup> Scharf, G., Shea, E.E., Beck, G.C.: *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers: A Handbook With Forms, Fourth Edition*, Prentice Hall, Ney Jersey, 1991., p. 248.

zaštita. Mjera se smatra rizičnom jer u pokušajima međusobnog preuzimanja oba poduzeća iscrpljuju svoje resurse i značajno se zadužuju.<sup>40</sup> Aktualan i još uvijek nedovršen pokušaj preuzimanja Volkswagen grupe od strane Porschea je nedavno doveo do Pac-Man manevra u kojem je Volkswagen dao ponudu za preuzimanje Porschea - financijski iscrpljenog od pokušaja preuzimanja.<sup>41</sup>

Ostali drastični pokušaji obrane mogu uključivati povlačenje poduzeća s burze ili u krajnjim situacijama čak i likvidaciju društva ukoliko bi premija koju bi vlasnici ostvarili prodajom imovine poduzeća premašivala premiju koju bi ostvarili prihvaćanjem preuzimateljske ponude.<sup>42</sup>

Valja naglasiti da je problem neprijateljskih preuzimanja izražen poglavito kod dioničkih društava čijim se udjelima trguje na burzama vrijednosnica i to najčešće onih sa raspršenijim vlasništvom. Postojanje većinskog strateškog vlasnika i/ili registracija poduzeća u nekom od pravnih alternativnih oblika primorava preuzimatelja na izravan dogovor s vlasnikom, pa je manje vjerojatno neprijateljsko postupanje. Ono je karakteristično za preuzimanje paketa dionica od institucijskih ulagača ili vlasnika manjinskih udjela koji su spremni posredstvom burze prodati svoje udjele za odgovarajuću cijenu bez nužnog interesa o identitetu ili namjerama kupca.

### **2.2.3. Integracije prema načinu plaćanja poduzeća mete**

Najjednostavniji način provedbe vlasničke integracije je plaćanje udjela integriranog poduzeća novcem. Tako se standardno obavlja preuzimanje poduzeća čije dionice kotiraju na burzama, ali vrlo često i kupnja poduzeća čiji udjeli nisu javno dostupni. S obzirom da poduzeća najčešće nemaju dovoljnu zalihu novaca za kupnju drugih poduzeća, često se za pribavljanje potrebnih sredstava poduzeće kupac zadužuje. Podaci pokazuju da se oko 90% otkupne cijene najčešće financira dugom i to najčešće zalogom materijalne

---

<sup>40</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 146.

<sup>41</sup> <http://www.marketwatch.com/story/porsche-and-volkswagen-swap-roles-2009-07-23> (30.07.2009.)

<sup>42</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 148.

imovine poduzeća.<sup>43</sup> Oblik preuzimanja poduzeća koji se u potpunosti ili u velikoj mjeri financira uz pomoć duga (financijske poluge) naziva se **LBO**<sup>44</sup>. Sam LBO se često koristi kad poduzeće na burzi ili od privatnih vlasnike otkupljuje kontrolne ili ukupne udjele u vlastitom poduzeću u procesu povlačenja poduzeća s organiziranog tržišta<sup>45</sup>.

Osim plaćanja preuzetog poduzeća vlastitim ili posuđenim sredstvima, integracija se može realizirati tako da se vlasnicima poduzeća mete za nadomjestak da vlasnički udio poduzeća preuzimatelja. Prednost ovakvog načina preuzimanja je da nije potrebno izdvajati velike svote financijskih sredstava. Međutim, osim što mijenja vlasničku strukturu poduzeća preuzimatelja, za ovaj način preuzimanja je karakteristično da često rezultira preplaćivanjem poduzeća mete. Kao najčešći razlog tome navodi se da ponudu za kupnju udjela koji bi bio plaćen dionicama preuzimatelja vlasnici poduzeća mete tumače vjerojatnom precijenjenošću preuzimateljeve dionice te korigiraju željenu cijenu.<sup>46</sup> U tom slučaju, smanjuje se vjerojatnost za dugoročnu uspješnost integracije, ali i povrati na uloženo poduzeća kupaca.

Zbog navedenih razloga, plaćanje poduzeća mete dionicama se najčešće koristi kod kupnje relativno velikih poduzeća čija vrijednost kupnje premašuje financijske mogućnosti (i mogućnosti zaduživanja) preuzimatelja. Kod preuzimanja poduzeća manjih vrijednosti, najčešće se koristi plaćanje novcem. Za razliku od preuzimanja, kod spajanja se integracija može vršiti i na način da dotadašnji vlasnici poduzeća koja pristupaju integraciji postaju vlasnici novonastalog poduzeća i dobivaju udio u vlasništvu sukladan dogovoru.

Novčani oblik plaćanja dionica i nadomještanje vlastitim vrijednosnim papirima je moguće i kombinirati, pa tako postoji i kombinirani način plaćanja pripojenih poduzeća. U Republici Hrvatskoj je najčešći način kupovine poduzeća novcem, a u svijetu je

---

<sup>43</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 558.

<sup>44</sup> LBO – en. Leverage Buyout

<sup>45</sup> En. „Going private“

<sup>46</sup> Martynova, M, Renneboog, L: *The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave*, European Financial Management Journal, Forthcoming ECGI - Finance Working Paper No. 135/2006, članak revidiran 10.01.2009., p. 8.

nadomještaj vrijednosnim papirima i kombinacija vrijednosnih papira i novca uobičajeno.<sup>47</sup>

## **2.3. ODREDNICE OSTVARIVANJA RASTA PODUZEĆA SPAJANJIMA I PRIPAJANJIMA U TEORIJI ORGANIZACIJE**

Ostvarivanja rasta poduzeća vlasničkim integracijama dotiču se mnoge organizacijske teorije. Obzirom na različite predmete njihova žarišna interesa i pogledi na vlasničke integracije su različiti, iako ne nužno i suprotstavljeni. Zbog njihove relevantnosti, biti će objašnjeni aspekti tehnološke, resursne, transakcijske, agencijske i vlasničke teorije poduzeća.

### **2.3.1. Tehnološka teorija**

Među najstarije teorije organizacije ubraja se tehnološka teorija. Naglasak te teorije je na tehnologiji kao čimbeniku od dominantnog utjecaja na veličinu organizacije. Ovisno o tehnologiji koja se koristi u pojedinoj industrijskoj grani poduzeća nastoje povećavati svoju veličinu s ciljem ostvarivanja efekata ekonomija razmjera i raspona. Do njihova ostvarenja dolazi postizanjem troškovnih ušteda tj. opadanja prosječne jedinične cijene proizvoda s povećanjem količine proizvodnje.

Ekonomije razmjera manifestiraju se kroz povećanje, ili smanjenje jediničnih troškova proizvodnje uslijed povećanja ili smanjenja njezina obujma. Ako se pretpostavi da se s povećanjem proizvodnje jedinični troškovi neće mijenjati, onda neće doći do pojave ekonomija razmjera. Primjerice, ukoliko je za proizvodnju 10 jedinica nekog proizvoda potrebno 6 jedinica resursa A i 7 jedinica resursa B, može se logično pretpostaviti da će za proizvodnju 20 jedinica tog proizvoda biti potrebno 12 jedinica resursa A i 14 jedinica resursa B. Međutim, možda je uslijed primjerice mogućnosti za korištenjem druge tehnologije ili specijalizacije 20 jedinica navedenog proizvoda moguće proizvesti i s manjim utroškom resursa. U tom slučaju, ostvarit će se rastuće ekonomije razmjera. S

---

<sup>47</sup> Bertonec, A.: *Akvizicije*, op.cit., p. 76.-77.



daljnjim rastom proizvodnje možda može doći i do teškoća u organizaciji tako velikog posla te gubitka na efikasnosti pa utrošak resursa s daljnjim povećanjem proizvodnje može početi i rasti pri čemu se ostvaruju opadajuće ekonomije razmjera odnosno disekonomije razmjera.

Ekonomije razmjera se često podrazumijevaju kao efekt povećanja veličine poduzeća. Međutim, one predstavljaju samo potencijal i ne može se pretpostaviti da će sa rastom poduzeća automatizmom doći do opadanja troškova. Prema Sitgleru, postoje četiri osnovna izvora rastućih prinosa i to neizbježno prekapacitiranje, niža cijena za nabavku veće količine inputa, specijalizacija i uštede uslijed zakona velikih brojeva.<sup>48</sup> Izvori ušteda objašnjeni su u nastavku.

- Neizbježno prekapacitiranje kod nekih resursa. Ukoliko kod nekog od resursa nije bilo moguće izbjeći prekapacitiranost, povećanje razmjera aktivnosti neće dovesti do razmjernog rasta troška korištenja tog resursa pa će i cijena po jedinici proizvoda kod proizvoda koji koriste taj resurs opadati. Primjer neizbježne prekapacitiranosti može predstavljati stroj, infrastrukturni objekt ili drugi resurs razmjerno velike vrijednosti koji je poduzeću neophodan, a nije ga moguće (ili isplativo) pribaviti samo u skladu s potrebnim proizvodnim kapacitetom. Tako će primjerice značajan trošak kupnje ribarske brodice za ribara, izgradnje sportske dvorane za grad ili vijadukta za državu biti neizbježan za obavljanje ribarske djelatnosti, organizaciju sportskih manifestacija odnosno prometnu povezanost, no s povećanjem razmjera aktivnosti korištenja tog resursa, njegova će cijena po jedinici biti niža.
- Kod mnogih inputa, moguće je ostvariti nižu jediničnu cijenu s povećanjem ukupnog obujma kupnje. Do toga može doći uslijed pojave uobičajenih količinskih rabata u trgovini, no i zbog sporijeg rasta cijene od rasta kapaciteta kod neke opreme pa će možda 10% jači elektromotor od slabijeg biti skuplji samo 5 % više, a dvotonski viličar možda neće koštati dvostruko više od jednotonskog. Ekonomičnost većih narudžbi može se postići i zbog fiksnih zavisnih troškova nabave (primjerice troškova raspisivanja natječaja, traženja najjeftinije ponude i

---

<sup>48</sup> Stigler, G. J.: The Theory of Price, third edition, The Macmillian Company, New York, 1967., p. 153.-154.

troškova odvjetnika za sastavljanje ugovora), troškova prijevoza (primjerice autoprijevoznik će vjerojatno jednako naplatiti zatražen posebni prijevoz za manju ili veću količinu tereta u kamionskoj prikolici) i slično.

- Povećanje razmjera djelovanja često omogućava veću specijalizaciju procesa. Kod ljudskih resursa tako može doći do povećanja produktivnosti uslijed usavršavanja u manjem broju poslova ili zadataka, dok kod opreme i strojeva povećanje obujma može omogućiti isplativost kupnje specijalizirane opreme. Primjeri specijalizacije najočiti su pri korištenju tehnologija masovne proizvodnje u kojima se ljudski rad pojednostavnjuje i specijalizira, a korištena oprema nije univerzalnog već namjenskog tipa za jednu ili mali broj različitih operacija.
- Zakon velikih brojeva omogućava neke uštede i ostvarenja ekonomija razmjera. Primjerice, velik broj klijenata banci omogućava da veći dio deponiranih sredstava pozajmljuje u obliku kredita jer je s porastom veličine manja vjerojatnost da će zahtjevi klijenata za isplatom svojih deponiranih sredstava biti istovremeni. Slično tome, veći razmjer proizvodnje će možda biti stabilniji i više predvidljiv u svojem tijeku pa neće zahtijevati razmjerno veću količinu zaliha materijala od proizvodnje manjeg obujma.

Dok su ti čimbenici dominantni, povećanje razmjera aktivnosti će dovesti do smanjenja jediničnih cijena i poduzeće će ostvarivati ekonomije razmjera. Međutim, većim organizacijama je teže upravljati te nakon određene veličine, trošak uslijed problema s upravljanjem u vidu gubitaka na fleksibilnosti, krivog ili zakašnjelog donošenja odluke ili drugih organizacijskih gubitaka, ekonomije razmjera prestaju djelovati i jedinični trošak outputa počinje rasti. Osim toga, poduzeće se suočava s problemom „rijetkog“ faktora, odnosno resursa kojeg nije moguće razmjerno povećavati. Primjer tome mogu biti sposobni menadžeri ili drugi vješti radnici potrebni na određenim pozicijama. Nastupanje razdoblja disekonomija razmjera objašnjava zašto često nije najisplativije da u proizvodnji nekog proizvoda postoji samo jedno veliko poduzeće.

Poduzeća probleme teškoća u organizaciji i upravljanju velikim sustavima često nastoje riješiti divizionalizacijom na više manjih, relativno autonomnih poslovnih cjelina. No osim pozitivnih efekata lakšeg upravljanja, postoji opasnost da time poduzeće izgubi

ranije navedene izvore rastućih prinosa te usprkos veličini ne ostvaruje moguće ekonomije razmjera.

Obzirom na navedeno, krivulja dugoročnih jediničnih troškova poprimaju konkavni oblik (prema osi x) ukazujući najprije na smanjivanje troškova s porastom proizvedenog učinka pa potom na njihov rast. Točka (ili područje) minimuma jediničnih troškova u dugom roku predstavlja optimalnu veličinu poduzeća. Ukoliko bi poduzeće proizvodilo na razini koja manja od točke dugoročnog minimuma jediničnih troškova, težilo bi povećanju proizvodnje do te točke, ili bi, u nemogućnosti da poveća obujam proizvodnje i ostvari niže troškove, napustilo granu. Poslovanje na razini nakon točke dugoročnog minimuma bi uslijed diseconomija razmjera dovela do manje troškovne efikasnosti u odnosu na poduzeća koja to postižu i ponovno bi prisilila poduzeće na pokušaj približavanja toj točki.

Međutim, empirijska istraživanja veličina poduzeća pokazala su da poduzeća opstaju u grani pri različitim veličinama.<sup>49</sup> Ukoliko bi bilo riječ poduzećima koja ne uspijevaju ostvariti potrebnu veličinu ili joj se približavaju postupno rastući, dolazilo bi do promjena u veličini tih poduzeća kroz promatrano razdoblje, ili izlaska nekih poduzeća s tržišta. Kako je veličina promatranih poduzeća ostala približno jednaka i nije bilo izlazaka, iako su sustavi bili usporedno značajno različite veličine, može se zaključiti da ne postoji jedna nego više optimalnih veličina poduzeća. To se objašnjava tezom da poduzeća značajno različite veličine opstaju na tržištu ukoliko proizvode pri jednakoj razini graničnih troškova. Do toga može doći uslijed velikog broja varijacija u količini i cijeni inputa koje mogu postojati u proizvodnji s istim učinkom. Primjerice poduzeće koje posluje u području s jeftinom radnom snagom će realizirati proizvodnju zapošljavanjem relativno većeg broja radnika, dok drugo poduzeće koje posluje u području s jeftinijom energijom proizvodnju može realizirati s većim naglaskom na strojeve i opremu. Kako se najniži troškovi ostvaruju izjednačavanjem odnosa graničnog prinosa i cijene za svaki pojedini input, u različitim okolnostima je jednake granične troškove moguće postići različitim kombinacijama faktora pa stoga i veličinom.

---

<sup>49</sup> Ibidem, p.158.-160.

Optimalna veličina poduzeća najbolje definira onom pri kojoj poduzeće može na neodređeno vrijeme opstati konkurirajući poduzećima drugih veličina. Prema tome, ako poduzeća različitih veličina dugoročno opstaju ne mijenjajući značajno svoju veličinu, vjerojatno posluju u nekima od mogućih optimalnih veličina. Definiranje optimalne veličine poduzeća kroz sposobnost dugoročnog opstanka u konkurentskom okruženju Stigler naziva načelom opstanka (the survivor principle).<sup>50</sup>

Daljnji korak u razvoju tehnološke teorije predstavljalo je uvođenje pojma *minimalnog efikasnog razmjera aktivnosti*<sup>51</sup> koji predstavlja najmanju veličinu outputa poduzeća potrebnu za proizvodnju u području dugoročno najmanjih prosječnih jediničnih troškova.<sup>52</sup> Razina proizvodnje koja će predstavljati minimalni efikasni razmjer aktivnosti ovisiti će o ekonomijama razmjera koje se mogu postići u određenoj industrijskoj grani. Kao što je ranije navedeno, do iste razine proizvodnje se često može doći različitim kombinacijama inputa. Jedan od najvažnijih utjecaja na kombinaciju inputa predstavlja raspoloživa tehnologija proizvodnje. Razvoj tehnologije u nekim industrijama omogućava značajno opadanje jediničnih troškova s njenim uvođenjem i povećanjem obujma proizvodnje, dok su u nekim drugim industrijama te ostvarenje uštede od porasta obujma proizvodnje značajno manje. Industrije s manje izraženim efektima ekonomija razmjera u proizvodnji Chandler<sup>53</sup> prepoznaje kao radno intenzivne. Kod radno intenzivnih djelatnosti s povećanjem razine proizvodnje dolazi do ostvarivanja ekonomija razmjera u primjetnoj, ali mnogo manjoj mjeri nego kod kapitalno intenzivnih djelatnosti. Nasuprot njima, kapitalno intenzivne industrije, obilježene su s promjenom alokacije proizvodnih resursa u korist kapitala (odnosno povećanje odnosa kapital/rad). Do pada troškova, ali i značajnog rasta outputa kod njih dolazi uslijed upotrebe tehnološki naprednije opreme, reorganizacijom procesa i značajnijom upotrebom energetske resursa.

Osim ekonomija razmjera, poduzeća značajne uštede u proizvodnji mogu ostvarivati i pomoću ekonomija raspona.<sup>54</sup> Do njihove pojave dolazi kada poduzeće uspije već

---

<sup>50</sup> Stigler, G.J.: The Economies of Scale, The Journal of Law and Economics, October 1958, p. 54.-56.

<sup>51</sup> En. Minimum efficient scale ili skraćeno MES

<sup>52</sup> O tome više, cf. Scherer, F.M.: Economies of Scale and Industrial Concentration, Harvey J. Goldschmid (editor), Industrial Concentration: The New Learning, 1974.

<sup>53</sup> Chandler, A.D., Hikino, T.: *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, op.cit., p. 22.

<sup>54</sup> En. Economies of scope

postojeću infrastrukturu i opremu koristiti i za proizvodnju druge vrste proizvoda tehnološki srodne svojim osnovnim proizvodima. Ekonomije raspona u proizvodnji dovode do ušteta ukoliko povećavaju iskorištenost kapaciteta nedovoljno iskorištenih postrojenja i time troškove tih postrojenja bez znatnih dodatnih ulaganja raspoređuju na veći broj proizvoda.

Poslovanje u uvjetima minimalnog razmjera aktivnosti poduzećima koja to uspijevaju postići u tehnološki intenzivnim djelatnostima omogućava značajne troškovne prednosti u odnosu na poduzeća koja su ispod te razine. Kao efekt toga, poduzeća koja se ne uspiju približiti toj razini aktivnosti vjerojatno u dužem razdoblju mogu postati neprofitabilna i prisiljena na napuštanje grane. Isto tako, tehnološki i kapitalno uvjetovan visok minimalni razmjer aktivnosti predstavlja značajnu prepreku ulasku potencijalnim novim konkurentima, pa je za očekivati da većina industrija obilježena sličnim efektima ima relativno visoku razinu tržišne koncentracije.

Međutim, postojanje dovoljnih proizvodnih kapaciteta za ostvarivanje minimalnog razmjera aktivnosti u poduzeću predstavlja samo potencijal za ostvarivanje troškovnih ušteta. Za realizaciju tog potencijala potrebno je ostvarivati tok proizvodnje, odnosno iskorištenost postojećih kapaciteta, na razini minimalnog razmjera aktivnosti. Obzirom da su takva kapitalno intenzivna postrojenja financijski veoma zahtjevna, neuspjeh u realizaciji dovoljne razine iskoristivosti kapaciteta dovodi do naglog porasta jediničnih troškova. Razlog tome je da vrijednost postrojenja predstavlja neizbježni fiksni trošak (tzv. *sunk costs*) koji postoji neovisno o razini proizvodnje, pa u slučaju manje proizvodnje njegovo raspoređivanje na manji broj proizvoda značajno podiže njihove jedinične troškove.<sup>55</sup>

Minimalni razmjer aktivnosti ne uvjetuje sposobnost konkuriranja ostvarivanjem nižih troškova samo u proizvodnji, već je slična situacija i u distribuciji proizvoda. Tako veletrgovci, koji služe kao spona između proizvođača i kupaca ili trgovaca na malo, kako bi bili troškovno konkurentni također trebaju ostvarivati ekonomije razmjera i raspona. Ekonomije razmjera ostvaruju preuzimajući distribuciju istovrsnih proizvoda više proizvođača i tako postižu obujam prodaje koji proizvođači zasebno nisu u mogućnosti

---

<sup>55</sup> Chandler, A.D., Hikino, T.: *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, op.cit., p. 24.

ostvariti. Dok je minimalni razmjor aktivnosti u distribuciji na razini iznad razina proizvodnje proizvođača na tržištu, veletrgovci će, poslovanjem u tom području postizati troškovne uštede i njihova će uloga biti potrebna i poželjna. Osim toga, veletrgovci su u prilici ostvarivanja i ekonomija raspona koristeći postojeće infrastrukturne, organizacijske i druge kapacitete za širenje svoje ponude na veći broj sličnih ili povezan proizvoda.

Širenje proizvođača na područje distribucije svojih proizvoda i stoga izbjegavanje usluga veletrgovaca postaje ekonomski isplativo kada proizvođačeva proizvodnja omogućuje postizanje dovoljnih razmjera za približavanje minimalnom razmjeru aktivnosti u distribuciji. To najčešće može biti slučaj u visoko koncentriranim industrijama s monopolskom ili oligopolskom strukturom. Kod slabije koncentriranih industrija, minimalni razmjor aktivnosti u distribuciji nije dostupan proizvođačima pa širenje na područje distribucije bilo organskim rastom, bilo vlasničkim integriranjem rjeđe može biti isplativo. Preuzimanje distribucije svojih proizvoda čak i ako se ne može dosegnuti minimalni razmjor aktivnosti za poduzeće može imati pozitivne rezultate kada se radi o proizvodima za čiju je uspješnu prodaju potrebno vladati posebnim znanjima. Takav je slučaj ponovno čest na oligopolskim tržištima s diferenciranom ponudom robe.

Problem održavanja potrebne iskorištenosti raspoloživih kapaciteta pri razini minimalnog razmjera aktivnosti ukazuje da minimalni razmjor aktivnosti nije samo pitanje tehnoloških mogućnosti. Uspješnost u održavanju potrebne razine iskorištenosti kapaciteta je organizacijsko pitanje. Ovisiti će znanju, vještinama, iskustvu, uspješnoj primjeni timskog rada, adekvatnim menadžerskih kapacitetima i ostalim organizacijskim kategorijama. Primjeri iz automobilske industrije u kojoj usprkos kapitalnoj intenzivnosti i tehnološkim zahtjevima za visokim razmjerom aktivnosti neki od najvećih proizvođača bilježe rekordne gubitke, ukazuje upravo na probleme u realizaciji potencijala koje raspoloživi kapaciteti pružaju. Obzirom da s jedne strane tehnološki razvoj, a s druge veličina tržišta utječu na minimalni razmjor aktivnosti u nekom trenutku, lako se može dogoditi uslijed smanjenja tržišta proizvodni kapaciteti koje su bili rezultat tehnoloških zahtjeva postanu preveliki. Istovremeno neizbježni fiksni troškovi onemogućavaju poduzeću profitabilno poslovanje sa manjom razinom proizvodnje što dovodi do situacije prekapacitiranosti industrije kakva trenutno pogađa, između ostalih i automobilsku industriju.

### **2.3.2. Resursna teorija**

Za razliku od većine organizacijskih teorija, teorija resursne ovisnosti naglašava značaj poznavanja okruženja poduzeća odnosno šireg konteksta poslovanja u razumijevanju njegova ponašanja. Pritom polazi od razlikovanja efikasnosti i efektivnosti poduzeća. Pod efikasnošću podrazumijeva interne standarde performansi organizacije odnosno kontrolu internih procesa organizacije prilikom pretvorbe inputa u outpute. Obzirom da su ti procesi vidljivi te jednostavni za proučavanje i za mjerenje, većina organizacijske literature se koncentrira na utvrđivanje njihova utjecaja i pokušaje njihova unaprjeđenja s ciljem unaprjeđenja poslovanja poduzeća. Tako se često pronalaze načini kako bi se uz zadane inpute ostvarilo maksimizaciju outputa, a pritom se zanemaruje procese pribavljanja tih resursa.

No organizacije nisu samoodržive i samodostatne već je njihov opstanak u manjoj ili većoj mjeri ovisan o zakonodavnom okviru, odnosima s kupcima i dobavljačima, snazi konkurencije i mnogim drugim čimbenicima. Pod efektivnošću se stoga u okviru resursne teorije podrazumijeva sposobnost organizacije u kreiranju zadovoljavajućih ishoda i akcija. Tako efektivnost predstavlja eksterne standarde o tome kako organizacija ispunjava očekivanja raznih interesnih grupa i organizacija zainteresiranih za njezine aktivnosti, a koje su od značaja za uspjeh i opstanak poduzeća. Uspjeh poduzeća u ostvarenju ovako definirane efektivnost značiti će opstanak poduzeća.<sup>56</sup>

Jedno od ključnih obilježja djelovanja poduzeća u okruženju je međuovisnost koju se može razmatrati kroz međuovisnost outputa i međuovisnost u ponašanju poduzeća. Međuovisnost outputa u skladu igara sa nultom sumom u teoriji igara može se manifestirati kroz međusobni utjecaj tržišnih participanata na ukupnu razinu proizvodnje ili prodaje. U tom je slučaju njihova međuovisnost outputa konkurentska. Ukoliko je pak output jednog poduzeća input za drugo, njihova će međuovisnost biti simbiozna. Za razliku od konkurentske međuovisnosti, ovdje će smanjenje outputa jednog poduzeća uzrokovati smanjenje outputa drugoga. Iste se relacije ostvaruju i u međuovisnosti u ponašanju pri čemu ponašanje jednog poduzeća utječe na ponašanje drugoga. Značajno je

---

<sup>56</sup> Pfeffer, J. i Salancik, G.R.: The external control of organizations: A resource dependence perspective, Harper & Row, New York, 1978., p. 2-12

za naglasiti da odnosi međuovisnosti ne moraju biti ni simetrični ni uzajamni već će ovisiti o situacijskim varijablama konkretnog odnosa.<sup>57</sup>

Na resursnu ovisnost poduzeća u određenom odnosu od utjecaja će biti razmjer proporcija inputa ili outputa koji se razmjenjuju u tom odnosu. Primjerice, poduzeće koje proizvodi samo jedan proizvod biti će u većoj ovisnosti prema svojim kupcima nego poduzeće s nekoliko linija proizvoda. Slično, poduzeće s jednim ili malim brojem inputa potencijalno će biti u velikoj ovisnosti o razmjeni u kojoj ih pribavlja. Isto tako, na razinu ovisnost utjecati će kritičnost inputa ili outputa koje je predmet razmjene na poslovanje poduzeća. Tako će i input koji je u malom postotku zastupljen u ukupnoj vrijednosti ili količini inputa poduzeća, ukoliko je od kritične važnosti, biti potencijalni izvor ovisnosti.

<sup>58</sup> Primjerice, restoran može biti onemogućen u normalnom radu u slučaju nestašice vode iako je njezina potrošnja zanemariva u ukupnom trošku poslovanja.

Važan potencijalni izvor ovisnosti poduzeća je ukoliko druga strana ima moć utjecanja na alokaciju i upotrebu specifičnog resursa. Takva se moć može ostvariti vlasničkim pravima, pravima raspolaganja, ali i mogućnostima lobističkog djelovanja. Ukoliko resurs nije specifičan, moć druge strane neće značiti ovisnost poduzeća jer će resurs moći biti zamijenjen drugim, no kod specifičnih resursa, mogućnost utjecaja druge strane na alokaciju ili upotrebu resursa značiti će za poduzeće ovisnost u ponašanju. Pritom je razumljivo za stvaranje situacije ovisnosti potrebna ne samo moć od utjecaja na alokaciju već i koncentracija te moći nad dostupnim resursima. Ukoliko ponuda resursa nije koncentrirana, usprkos moći određenog subjekta da utječe na alokaciju dijela koji je u njegovu vlasništvu ili pravu raspolaganja, njegova će se moć odnositi samo na mali dio ukupne raspoloživosti resursa i neće dovesti do pozicije ovisnosti druge strane.

U skladu s navedenim Pfeffer i Salanick rast poduzeća tumače kao svjesnu i ciljanu aktivnost s ciljem smanjenja ovisnosti nad ključnim resursima, odnosno kao pokušaj uspostavljanja kontrole u odnosima međuovisnosti.<sup>59</sup> Navode da se rast poduzeća ne može povezivati s rastom profitabilnosti i time objašnjavaju veliki postotak neuspješnih

---

<sup>57</sup> Ibidem

<sup>58</sup> Ibidem, p. 46

<sup>59</sup> Ibidem, p. 131-138



vlasničkih integracija, kao i izostanak rasta profitabilnosti uslijed organskog rasta poduzeća. Isto tako, odbacuju motive poduzeća za rast s ciljem postizanja ekonomija razmjera navodeći da veličina poduzeća nakon određene točke prestaje dovoditi do opadanja troškova. Kao snažan motiv za rast navode težnju ka stabilnosti koju se postiže veličinom i smanjivanjem resursne ovisnosti. Međutim, ograničenje rasta u ovom slučaju predstavljaju negativni efekti previše velikih poduzeća poput snažnijeg sindikalnog udruživanja radnika ili opasnost od intervencije antimonopolskih regulatornih tijela.

Teorija resursne ovisnosti stoga na vlasničke integracije poduzeća gleda kao na pokušaje restrukturiranja odnosa međuovisnosti u svom poslovnom okruženju s ciljem stabiliziranja kritičnih razmjena.<sup>60</sup> Pritom pojavu različitih tipova integracija prema smjeru integriranja tumače potrebom za savladavanje različitih izvora ovisnosti te stoga zasebno objašnjavaju motive za horizontalne i vertikalne integracije te diversifikacije.

Motivi vertikalnih integracija u skladu s teorijom resursne ovisnosti mogu ležati u pokušaju smanjivanja međuovisnosti o poslovnom okruženju, dakle ovisnost od snage dobavljača ili kupaca u proizvodno prometnom lancu. Tradicionalne teorije bi vertikalnu integraciju mogle vezivati uz pokušaje povećanja profitabilnosti.

Motive vertikalnih integracija s ciljem smanjenja međuovisnosti o poduzećima u okruženju se može povezati u slučaju integracije s poduzećima s kojima je već postojao poslovni odnos. Štoviše, to bi se posebno moglo očekivati ukoliko je taj poslovni odnos bio problematičan za poduzeće i u slučaju da se tim poslovnim odnosom realizirao značajni dio nabave, odnosno prodaje poduzeća. U slučaju pretpostavljenog vertikalnog integriranja s ciljem povećanja profitabilnosti, za očekivati je da će takve integracije biti pretežito u sektore koje obilježava visoka stopa profitabilnosti. Druga pretpostavka je da će se integracijama pokušati prodrijeti u sektore obilježene tržišnom koncentracijom zato što su u njima često značajne pojave barijera ulaska.

Empirijska provjera ovih teza pokazala je visoku korelacijsku povezanost vertikalnih integracija s postotnim udjelom ranijih transakcija između povezanih poduzeća i to prema kupcima i prema dobavljačima. Nasuprot tome, istraživanje nije pokazalo korelativnu

---

<sup>60</sup> Ibidem, p. 115

povezanost vertikalnih integracija s profitabilnošću kao ni koncentriranošću ciljanog sektora. Rezultati stoga pokazuju da je kao primarni cilj vertikalnih integracija među istraživanim poduzećima bilo smanjenje resursne ovisnosti, a ne traganje za profitabilnošću.

Daljnja pretpostavka je da će se u slučaju pokušaja smanjivanja ovisnosti o okruženju, poduzeća koja posluju u koncentriranim tržištima orijentirati na vertikalne integracije unatrag (dakle prema izvorima svojih resursa), dok će se poduzeća iz tržišta slabe koncentracije vjerojatnije upuštati u vertikalne integracije unaprijed (dakle prema kupcima ili distributerima svojih proizvoda). Naime, kupci proizvoda koncentriranih tržišta nemaju previše izbora jer je broj poduzeća od kojih proizvode mogu kupovati relativno malen, te stoga neće imati ni pregovaračku snagu kakvu će imati kupci proizvoda koji se prodaju na tržištima sa slabom koncentracijom. Zbog toga će poduzeća sa slabo koncentriranih tržišta vjerojatno nastojati umanjiti ovisnost o kupcima, a poduzeća s koncentriranih tržišta će se usredotočiti na ključne resurse.

Kod horizontalnih integracija, prema teoriji resursne ovisnosti, nastoji se umanjiti konkurentsku nesigurnost. To se može postići smanjenjem sinergijske međuovisnosti i konkurentске međuovisnosti. Sinergijsku međuovisnost je, slično kao i kod vertikalnih integracija, moguće umanjiti vlasničkim povezivanjem se konkurentskim poduzećima s kojima je od ranije postojao odnos u vidu međusobne razmjene resursa. Korelativni odnos u provedenom istraživanju nije bio jak kao kod vertikalnih integracija. Razina koncentracije kao ni profitabilnost industrijske grane nisu ni ovdje pokazale pozitivnu korelaciju.

U tumačenju horizontalnih integracija kao pokušaju smanjivanja konkurentске međuovisnosti, polazi se od teze da je svezu nesigurnosti i koncentracije tržišta moguće opisati obrnutom U krivuljom.<sup>61</sup> Prema tom tumačenju, kada na tržištu postoji velik broj konkurenata, konkurentska nesigurnost nije posebno izražena jer bi postupak jednog konkurenta svojim efektima bio relativno ograničen obzirom na ograničenu tržišnu moć. Povećavanjem tržišne koncentracije, mogući utjecaj konkurenata raste, a time i konkurentska nesigurnost. Međutim, nakon neke razine koncentracije, smanjeni broj

---

<sup>61</sup> Ibidem, p. 124 i 124

konkurenata povećava mogućnost za njihov međusobni dogovor (eksplicitni ili prešutni) pa time i smanjuje razina nesigurnosti. Usporedbom omjera vlasničkih integracija unutar iste industrijske grane (dakle, horizontalnih integracija) i omjera tržišne koncentracije, pokazalo se da je najveća koncentracija integracija pri tržišnoj koncentraciji od oko 40% za najveća četiri poduzeća. To je podudarno s prosječnom koncentracijom tržišta kod svih integracija u provedenoj studiji. Daljnja analiza je pokazala da se broj horizontalnih integracija smanjuje kad se tržišna koncentracija udaljava od te vršne vrijednosti, bilo prema većoj ili prema manjoj razini koncentracije.

Teorija resursne ovisnosti diversifikaciju, odnosno konglomeratski rast, vezuje uz pokušaj poduzeća da smanji ovisnost o jednom partneru. Najčešće se pritom radi o monoproizvodnim poduzećima koje svu ili veliku većinu proizvodnje realiziraju s jednim kupcem. U takvim slučajevima, poduzeće je suviše ovisno o tom jednom partneru i šireći se u druge, nepovezane djelatnosti, nastoji umanjiti ovisnost o njemu. Posebno se naglašava težnja za diversifikacijom kod poduzeća koja proizvode za državu. Naime, država je poduzećima potencijalno problematičan klijent zato što promjenom politike može doći do promjene obima, ili čak otkazivanja posla. Nadalje, ovisnost o državi se ne može smanjiti vertikalnom integracijom u naprijed, a i strateška partnerstva i zajednička ulaganja su rijetko moguća.<sup>62</sup>

Usprkos mogućim ograničenjima resursne teorije uslijed mogućnosti da mnoge pa možda i većina integracija započinje s motivima povećanja profitabilnosti, njezina drugačija perspektiva pruža potencijalno objašnjenje velikog broja neuspješnih vlasničkih integracija. Naime, ukoliko im je prvenstveni cilj u smanjenju međuovisnosti s poduzećima iz okruženja, onda izostanak rasta tržišne vrijednosti ili izostanak rasta profita u postintegracijskom razdoblju ne mora značiti da integracija nije dala željene rezultate i smanjila neizvjesnost poslovanja.

---

<sup>62</sup> Ibidem

### 2.3.3. Teorija transakcijskih troškova

Teorija transakcijskih troškova nastanak poduzeća i granice njegove veličine vezuje uz postojanje tzv. transakcijskih troškova. Među izvorišta teorije se najčešće ubraja znamenit članak Priroda poduzeća Ronalda Coasea u kojem se nastoji definirati pojam poduzeća te objasniti potreba za njegovim postojanjem.<sup>63</sup> Naime, prema Coasevu zapažanju, većina ekonomskih aktivnosti, uključujući proizvodnju, bi se mogla ostvariti posredstvom tržišta i koordinacijom cjenovnog mehanizma. Stoga se postavlja dilema zašto dolazi do uloge poduzetnika koji intervenira u tržište, organizira poduzeće i zapošljava ljude umjesto da ih posredstvom tržišta angažira za obavljanje određenih zadataka. Prihvatajući ideju da su poduzeća „otoci svjesne moći u oceanu nesvjesne kooperacije“<sup>64</sup>, navodi da se unutar poduzeća tržišne transakcije eliminiraju i zamjenjuju koordinacijom poduzetnika. Različite razine vertikalnog integriranja u različitim industrijama jasno pokazuju da ono za što se u jednom slučaju koristi tržište, odnosno cjenovni mehanizam, u drugom slučaju biva integrirano unutar poduzeća. Koordinacija tako u nekim slučajevima biva zadatak tržišta, a u drugima poduzeća.

Po Coaseovu gledištu, profitabilno je organizirati poduzeće u slučajevima kada postoje troškovi korištenja tržišnog mehanizma. Kao glavni izvor tih troškova navodi teškoće u ustanovljavanju relevantne razine cijena. Integriranjem tržišnih transakcija unutar poduzeća, smanjuje se trošak sastavljanja mnogobrojnih ugovora odvojeno za svaku pojedinu transakciju. Umjesto sastavljanja mnogobrojnih ugovora, sastavlja se jedan ugovor čija druga strana postaje zaposlenik poduzeća te uz određena ograničenja pristaje biti podređen vođenju od strane poduzetnika. Ugovorom između poduzetnika i zaposlenog se na ovaj način reguliraju samo ograničenja unutar kojih zaposlenik izvršava volju poduzetnika. Što je razdoblje trajanja ugovora duže, manje je moguće i poželjno specificirati ugovorne stavke. Poduzeće će stoga vjerojatnije nastati u situacijama kod

---

<sup>63</sup> Coase, R.: The Nature of Firm, *Economica*, Vol 4, 1937, p. 386.-387.

<sup>64</sup> Coase, R.: The Nature of Firm, op.cit., prema: Robertson, D.H.: *The Control of Industry*, Cambridge University Press, 1923.

kojih kratkotrajni ugovori ne mogu zadovoljiti potrebe zbog postojanja neizvjesnosti. Bez neizvjesnosti, prema Coaseu, nije vjerojatno da bi dolazilo do nastanka poduzeća.<sup>65</sup>

Kod tako definiranog poduzeća, ono raste kada se unutar njega organizira realizacija većeg broja transakcija, a smanjuje kada se dio transakcija prepušta tržištu. No sljedeća dilema je kako dolazi do toga da se u poduzeću organizira baš određeni broj transakcija, a ne jedna više ili jedna manje, odnosno, ukoliko se organizacijom unutar poduzeća mogu izbjeći troškovi tržišta, zbog čega uopće postoje tržišne transakcije umjesto da se sva proizvodnja realizira unutar jednog, velikog poduzeća? Odgovor na dilemu se Coase nalazi u opadajućim prinosima menadžmenta, odnosno u teškoćama u upravljanju velikim organizacijama. Prema tome: „*poduzeće će tendirati rasti sve dok trošak organiziranja dodatnih transakcija unutar poduzeća ne postane jednak trošku realizacije transakcije na otvorenom tržištu ili trošku organiziranja u drugom poduzeću*“.<sup>66</sup> Drugim riječima, poduzeća će rasti:

- što je niži trošak organiziranja, i što je sporiji rast tih troškova obuhvatom novih transakcija
- što je manja vjerojatnost donošenja pogrešnih odluka od strane poduzetnika, odnosno što je manji rast broja pogrešaka s povećanjem broja obuhvaćenih transakcija
- što je veće opadanje troškova pribavljanja proizvodnih faktora s povećanjem poduzeća

Aktualizaciji teorije transakcijskih troškova i njezinom daljnjem razvoju posebno je pridonio Oliver E. Williamson.<sup>67</sup> Prihvaća koncept ograničene racionalnosti koja predstavlja nesavršenu sposobnost za rješavanje kompleksnih problema.<sup>68</sup> Prema Herbertu Simonu, ljudsko ponašanje ima namjeru racionalnosti, ali je takvo samo u

---

<sup>65</sup> Ibidem, p. 390

<sup>66</sup> Ibidem, p. 391.

<sup>67</sup> Williamson, O.E.; Markets and Hierarchies: Analyses and Antitrust Implications, The Free Press, New York, 1975.

<sup>68</sup> Jacobson, D. i O'Callagan, B.A.: Industrial Economics and Organization: A European Perspective, McGraw-Hill Publishing Company, England, 1996., p. 39.

ograničenoj mjeri.<sup>69</sup> Ovakvo poimanje ograničene racionalnosti ima dvije dimenzije: namjeravanu i ograničenu racionalnost. Namjeravana racionalnost se očituje u procesima i postupcima rješavanja problema, odnosno odlučivanja. Međutim, obzirom da se u teoriji transakcijskih troškova pretpostavlja dimenzija ograničene racionalnosti, postavlja se pitanje na koji način donosioci odluka u organizacijama ekonomiziraju informacijama u izboru najprikladnijeg sustava upravljanja u pojedinim situacijama, odnosno koji su tipovi upravljanja prikladniji za koje vrste transakcija.<sup>70</sup>

Ograničena racionalnost otvara mogućnost za sljedeću kritičnu varijablu: oportunističko ponašanje. Oportunističko ponašanje se odnosi na sebično ljudsko ponašanje uslijed kojeg su spremni na djelovanje i na tuđu štetu, ako to njima donosi korist. Ukoliko ne bi bilo ograničene racionalnosti, oportunističko ponašanje bi moglo biti na vrijeme prepoznato i izbjegnuto (ili spriječeno). Oportunističko ponašanje uključuje uobičajeno naglašene pojave poput laganja, varanja ili krađe, no nije ograničen samo na njih već i na diskretnije forme zavaravanja poput krivog upućivanja, prikrivanja, ošamućivanja i moralnog hazarda, a u svrhu nepotpunog iznošenja ili iskrivljavanja informacije.<sup>71</sup>

Treću kritičnu varijablu za Williamsona predstavlja specifičnost resursa odnosno imovine. Pod istome podrazumijeva svaku situaciju u kojoj korištena tehnologija nije općeg tipa nego prilagođena za posebne potrebe. Čim je tehnologija specifična, ne može biti jednostavno za proizvodnju drugih dobara pa za nju ne vrijedi neoklasična pretpostavka homogenosti inputa koji biti savršeno djeljivi te pribavljani posredstvom tržišnog mehanizma.<sup>72</sup> Za objašnjavanje specifičnosti resursa se često koristi primjer proizvodnje za koju se može koristiti oprema opće namjene ili posebna oprema prilagođena samo za tu proizvodnju. Pretpostavlja se da će posebna oprema omogućiti troškovne uštede u odnosu na opću opremu pa je ulaganje u nju prihvatljivo sa stajališta efikasnosti. Međutim, takva posebna oprema nije lako (odnosno bez troškova)

---

<sup>69</sup> Simon, H.: *Administrative Behavior*. 4th ed. New York: Free Press, 1997, prema: Klaes, M. i Sent E.-M.: *A Conceptual History of the Emergence of Bounded Rationality*, *History of Political Economy* 37:1 © 2005 by Duke University Press, p. 41.

<sup>70</sup> Williamson, O.E.: *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, macmillian, New York, 1985., p. 45.-46.

<sup>71</sup> *Ibidem*, p. 47.

<sup>72</sup> Best, M. H.: *The New Competition: Institutions od Industrial Restructuring*, Polity Press, Cambridge, 1990., p. 114.

prenamjenjiva za druge tipove proizvodnje te stoga njezino korištenje istodobno predstavlja rizik. Na organizaciji je donošenje trade-off odluke o tome predstavljaju li troškovne uštede dovoljan motiv za ulazak u rizičnu investiciju s opremom koja nije prenamjenjiva. Specifičnost se može odnositi na bilo koji resurs koji je poseban i vezan uz određenu transakciju od rijetke sirovine, tehnologije izrade pa do ugovora s zaposlenikom s posebnim vještinama.

Specifičnost resursa se može javljati u sljedećim osnovnim oblicima:<sup>73</sup>

- Prostorna specifičnost – u slučajevima kad uslijed prostornog rasporeda imovine nije moguće ili nije ekonomski isplativo dobavljati resurse iz drugih, udaljenih izvora (primjerice kod prirodnih resursa). Prostorna specifičnost često podrazumijeva da su sukcesivne postaje nekog procesa u neposrednoj blizini (cheek-by-jowl<sup>74</sup> odnos) pri čemu je moguće ekonomizirati transportnim troškovima i visinom zaliha. Strane uključene u poslovni odnos obilježen prostornom specifičnošću koriste taj odnos za bilateralnu razmjenu sve dok ostvaruju njezine korisne efekte.
- Specifičnost fizičke imovine – odnosi se na specifičnu opremu potrebnu za proizvodnju određene komponente. Pretpostavlja ranije objašnjeno ulaganje u opremu koja nije opće namjene već je posebno izrađena za primjenu u konkretnom proizvodnom postupku. Čest primjer specifične fizičke imovine predstavlja u masovnoj industriji uobičajeno korištenje kalupa za preše koji su namijenjeni za proizvodnju samo jedne komponente. U slučaju promjene specifikacije komponente ili prestanka potrebe za njome, kalup se modificira ili mijenja drugim što uzrokuje znatne troškove.
- Specifičnost ljudskih resursa – specijalizirana znanja i vještine, fizičkog ili intelektualnog tipa, razvijena postupnim učenjem za ovladavanje određenim postupkom ili procesom (learning by doing<sup>75</sup>). Specifičnost ljudskog resursa

---

<sup>73</sup> Williamson, O. E.: Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange, American Economic Review, Vol 73, No 4, 1983, p. 526

<sup>74</sup> En. Vilica kraj obraza – ukazuje na neposrednu fizičku povezanost dva elementa

<sup>75</sup> En. Učenje radeći

uslijed dugotrajnog učenja, posebnih znanja ili problema vezanih uz motivaciju izvršioca ili teškoće u grupnom radu dovode do preferiranja ugovora o zaposlenju u odnosu na alternativne mogućnosti izvršavanja posla putem neovisnog ugovaranja.

- Namjenska imovina – rezultat posebnog ulaganja u poduzeću za korištenje u određenom svezi s konkretnim poslovnim odnosom koja ne može biti (ili nije ekonomski opravdano) iskorišteno u drugu namjenu. Namjenska imovina se razlikuje od specifičnosti fizičke imovine po tome što ne podrazumijeva ulaganja u opremu koja nije lako prenamjenjiva, već se radi o ulaganjima u imovinu opće namjene. Razlog njezine specifičnosti je u tome što do ulaganju u nju ne bi došlo da se nije bilo očekivanja od konkretnog poslovnog odnosa, pa u slučaju prekida tog odnosa ta imovina predstavlja značajni višak kapaciteta. Za primjer može poslužiti prijevozničko poduzeće koje nakon dogovaranja poslovnog odnosa s proizvodnim poduzećem investira u značajno povećanja prijevoznih kapaciteta koji ne bi bili iskoristivi u slučaju prestanka ili izostanka realizacije poslovnog odnosa.
- Vremenska specifičnost<sup>76</sup> - kod resursa vremenski specifične vrijednosti, odnosno onih čija je vrijednost snažno ovisna o korištenju u određenom kratkom vremenskom razdoblju.

Postojanje specifičnih resursa u određenom odnosu dovodi do nastanka troškova promjene partnera,<sup>77</sup> odnosno bilateralnog monopola. Riječ je o situaciji kada je ekonomski oportuno izvršavati transakcije s jednim određenim partnerom jer je zbog specifičnosti resursa, prelazak na drugog partnera nemoguć ili ekonomski neopravdan. Williamsonova „jednostavna ugovorna shema“<sup>78</sup> ukazuje na načine postizanja efikasnosti poslovanja organizacije ovisno o specifičnosti resursa i postojanju mehanizama zaštite transakcija (Shema 2.1.).

---

<sup>76</sup> Malone, T. W., Yates, J., and Benjamin, R. I.: Electronic Markets and Electronic Hierarchies, Communications of the ACM, Vol 30, No 6, 1987, p. 486

<sup>77</sup> En. Switching Costs

<sup>78</sup> Williamson, O.E.: Transaction Cost Economics and Organization Theory, Organizational Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond, expanded edition, Oxford University Press, New York, 1995., p. 226.-228.



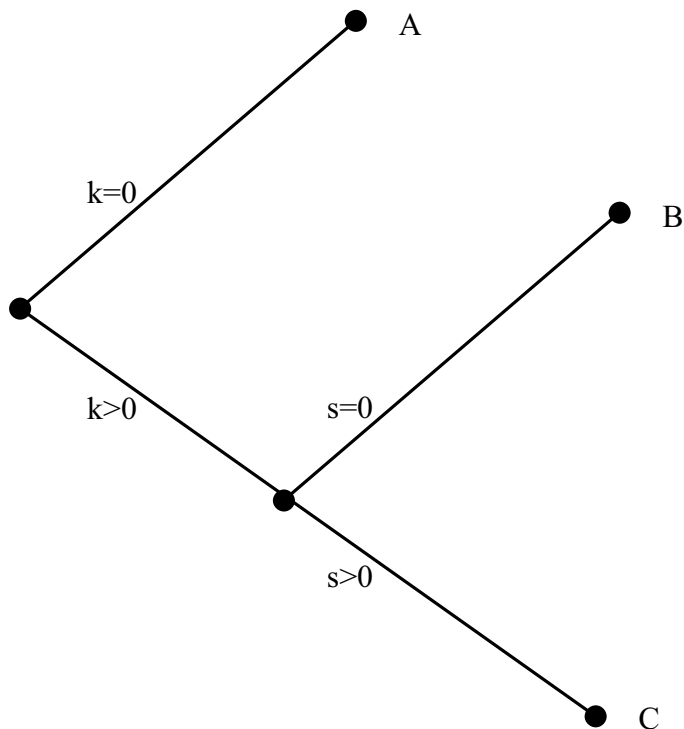
Na shemi oznaka „k“ označava specifičnost resursa, „s“ predstavlja mehanizme zaštite transakcija (*safe guards*), dok „A“, „B“ i „C“ predstavljaju čvorišta sheme. Prema navedenom,  $k=0$  predstavlja situaciju nespecifičnih resursa, odnosno korištenje opreme generalne namjene koja poduzeće ne vezuje uz određenu transakciju ni određeni odnos. Situacija  $k>0$  je ona sa specifičnim resursima, odnosno specifičnom opremom, tj. kod koje postoje troškovi promjene partnera. Situacija  $s=0$  predstavlja izostanak mehanizama zaštite transakcija, što znači povećanu opasnost od kasnijih poteškoća u realizaciji transakcije uslijed oportunitizma i ograničene racionalnosti. Za razliku od toga,  $S>0$  je situacija pri kojoj postoje mehanizmi zaštite transakcije odnosno ex-ante jamstva koja umanjuju opasnost od ex-post oportunitizma.

Objašnjenje sheme upućuje na to da će kod transakcija koje ne uključuju specifične resurse ( $k=0$ ) doći do realizacije istih korištenjem tržišnog mehanizma (čvorište „A“). Ako resurs nije specifičan, odnosno ponuda je homogena, nema troškova promjene partnera i ekonomski je najefikasnije rješenje nabavka resursa na tržištu. U slučaju postojanja nekog oblika specifičnosti ( $k>0$ ), postoje troškovi promjene partnera, odnosno postoji ekonomska potreba za realizaciju transakcije na način da se ne može koristiti uobičajeno načelo najpovoljnije cijene koje je osnova tržišne realizacije. Nepostojanje mehanizama zaštite transakcija (čvor „B“) predstavljati će situaciju u kojoj uključene strane eventualne sporove u realizaciji transakcija mogu riješiti pravnim putem odnosno korištenjem institucije tužbe.<sup>79</sup> Neoklasična organizacijska teorija pretpostavlja efikasnost sudova u donošenju odluka takvim sporovima. Međutim, sudska rješenja su često neprikladna uslijed sporosti, neupućenosti ili drugih problema koji bi mogli ugroziti poželjno ex-post razrješenje pa su poduzeća sklona dogovoriti sustave zaštite koji se primjenjuju u takvim slučajevima pri čemu se sudsko rješenje ostavlja samo kao krajnja mogućnost. Čvor „C“ podrazumijeva situaciju osiguranja transakcije nekim od raspoloživih instrumenta. Najčešće se pritom mogu očekivati sklapanja nepotpunih ugovora s dogovorenim ugovornim kaznama u slučaju neizvršenja obveza iz transakcije od strane jedne od ugovornih strana i/ili dogovaranje modela arbitraže kojim će se riješiti problematične situacije u slučaju da do njih dođe.

---

<sup>79</sup> Williamson, O.E.: Chester Barnard and the Incipient Science of Organization, *Organizational Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond*, expanded edition, Oxford University Press, New York, 1995., p. 195.-197.

**Shema 2.1.** Jednostavna ugovorna shema



Izvor: Williamson, O.E.: Transaction Cost Economics and Organization Theory, Organizational Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond, expanded edition, Oxford University Press, New York, 1995., p. 227.

Jedna od mogućnosti je i dogovaranje uzajamnosti odnosa (reciprociteta) koji rizik neizvršenja transakcije izjednačuje obim stranama (bilateralni monopol). Kako je temeljno obilježje nepotpunih ugovora nemogućnost predviđanja svih mogućih okolnosti (uslijed složenosti, neizvjesnosti i vremenske odgode) naglasak njihovog sastavljanja je baš na izabiranju najefikasnijeg oblika arbitraže. Obzirom na postojanje mehanizama zaštite transakcije odnosno smanjenje rizika njezinog neizvršavanja, pretpostavlja se da će cijena realizirana okolnostima u čvorištu „C“ biti povoljnija od one u čvorištu „B“ koji takvu zaštitu ne podrazumijevaju. Naime, kao što je ranije navedeno, ulaganje u specifične resurse osim povećanja efikasnosti dovodi i do nastanka rizika vezanih uz opasnost od neizvršenja transakcije pa opcija „B“ kod koje kupac traži transakciju koja uključuje specifične resurse, ali nije spreman omogućiti mehanizme zaštite mora pristati

na višu cijenu od one koja bi mogla biti ostvarena da je zaštita bila dogovorena. Krajnji oblik zaštite od neizvršenja transakcija je internalizacija, odnosno integriranje odvijanja transakcije unutar poduzeća.

Dvije osnovne vrste troškova koje nastaju realizacijom transakcija s specifičnim resursima su ex-ante i ex-post troškovi. Ex-ante troškovi nastaju prije realizacije transakcije, a mogu se sastojati od troškova pripreme ugovora, troškova pregovaranja (u vidu potrebnog vremena koje se troši na pregovaranje i eventualnih ustupaka na koje poduzeće prilikom pregovaranja pristaje) i troškove odabranog oblika zaštite od neizvršenja transakcije. Ex post troškovi su troškovi koji nastaju uslijed problema realizacije transakcije i mogu biti troškovi prilagodbe novim okolnostima nastalim uslijed neispunjenja ugovora, troškovi ponovnog pregovaranja i troškovi arbitraže ili suđenja do kojeg je došlo uslijed nepoštivanja ugovora.

Izbor oblika realizacije transakcije između oslanjanja na tržište ili čvršće oblike kontrole poput bilateralnog dogovaranja (*private ordering*) ili vlasničke integracije, odnosno internalizacije transakcije, kao konačnog oblika, ovisiti će o zastupljenosti kritičnih varijabli. U Tablici 2.1. je prikazan Williamsonov prikaz očekivanih obrazaca ponašanja ovisno o zastupljenosti kritičnih varijabli. Pritom je prisustvo pojedine kritične varijable u značajnoj mjeri označeno s „+“, a izostanak s „0“.

Prva situacija ukazuje na vrstu ugovora u slučajevima kad ne postoji ograničena racionalnost. Tada bi, usprkos sklonosti sudionika oportunističkom i usprkos specifičnosti resursa, sve posljedice i ishode ugovornog odnosa bilo moguće ex-ante izdvojiti, dogovoriti i propisati ugovorom. Tako do osporavanja ugovora nikada ne bi dolazilo jer bi sve potencijalne situacije njime bile obuhvaćene pa je ugovorni odnos bez ograničene racionalnosti obilježen prvenstveno planiranjem. Ukoliko bi se pretpostavilo izostanak varijable oportunističkog, osnova ugovornog odnosa bi mogla biti obećanje. Naime, postojanje ograničene racionalnosti bi i dalje onemogućavalo predviđanja svih mogućih okolnosti, ali ako nema sklonosti oportunističkom, ugovorne strane samo moraju obećati da će u svim okolnostima poduzimati akcije koje će pretpostavljati efikasnost, odnosno združeno maksimiziranje korisnih efekata. Prema tome, ugovorne obveze bi se u ovakvim okolnostima uspješno realizirale jer bi dano obećanje bilo samo-nametnuto i dovoljno snažno za provođenje.

**Tablica 2.1.** Oblici ugovora u različitom prisustvu kritičnih varijabli

Pretpostavke o ljudskoj prirodi		Specifičnost resursa	Implicirani oblik ugovora
Ograničena racionalnost	Oportunizam		
0	+	+	planiranje
+	0	+	obećanje (promise)
+	+	0	konkurencija
+	+	+	internalizacija

Izvor: Williamson, O.E.: The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press, macmillian, New York, 1985., p. 31.

U situaciji odsutnosti specifičnosti resursa, ne postoji potreba vezivanja stranaka u ugovornom odnosu i identitet druge strane je ugovaravatelju nebitan. Takvi će ugovori biti obilježeni konkurencijom, odnosno tržišnim nadmetanjem. Zadnja promatrana situacija pretpostavlja postojanje ograničene racionalnosti, oportunizma i specifičnosti resursa u nekom ugovornom odnosu. Pritom bi planiranje zbog ograničene racionalnosti bilo nepotpuno, a na obećanja se ne bi bilo moguće osloniti jer bi bila prekršena uslijed postojanja oportunizma. Nadalje, zbog postojanja specifičnih resursa, identitet druge strane u ugovornom odnosu je bitan. Uključene strane će u takvoj situaciji posezati za čvršćim ugovornim oblicima i mehanizmima zaštite transakcija i takve će situacije često biti osigurane upravljanjem, odnosno internalizacijom transakcije.<sup>80</sup>

Prema Williamsonu pri odabiru efikasnog oblika upravljanja se osim postojanja specifičnih ulaganja (ulaganja u specifične resurse) treba voditi i učestalošću transakcije. Pritom se ulaganja u nespecifične resurse kao što je već navedeno najefikasnije realiziraju klasičnim posredstvom tržišta neovisno o učestalosti transakcija.

---

<sup>80</sup> Williamson, O.E.: The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press, macmillian, New York, 1985., p. 31.-32.

**Tablica 2.2.** Efikasno upravljanje

		Vrsta ulaganja.		
		Nespecifično	Umjereno specifično	Specifično
Učestalost	Povremeno	Tržišna realizacija	Trilateralno upravljanje	
	Učestalo		Bilateralno upravljanje	Unilateralno upravljanje

Izvor: Williamson, O.E.: The Economic Institutions of Capitalism, The Free Press, macmillian, New York, 1985., p. 79.

Kada ipak postoji specifičnost ulaganja tržišna realizacija nije najefikasnije rješenje već se traže čvršći oblici zaštite. Predloženi oblici pretpostavljaju mogućnost bilateralnog ili zajedničkog upravljanja pri čemu obje strane zadržavaju barem djelomičnu samostalnost, unilateralno upravljanje odnosno vlasničku kontrolu investicije te trilateralno upravljanje u kojem se dvije ugovorne strane dogovaraju oko arbitraže kojoj će se pristupiti u slučaju sporova. Potonje se koristi kod manje učestalosti transakcija s umjereno specifičnim i djelomično s specifičnim ulaganjima. Kada je učestalost transakcija veća, kod umjereno specifičnih ulaganja se efikasnim smatraju modeli bilateralnog upravljanja koji mogu uključivati različite oblike strateških partnerstava ili zajedničkog ulaganja. Situacije potpuno specifičnih ulaganja s izraženom učestalošću, a i dio onih kod kojih je učestalost manje izražena biti će podložno unilateralnom upravljanju odnosno internalizacijom.

Osnovna prednost internalizacije je u tome da ako je isti subjekt na obje strane transakcije, zajedničko maksimiziranje profita je zajamčeno. To je stoga što će cijena transakcije unutar jednog poduzeća biti kompletnija nego kod drugih oblika upravljanja.<sup>81</sup>

<sup>81</sup> Ibidem, p.78.

Značaj transakcijske teorije za područje izučavanja spajanja i pripajanja je iznimno velik jer je doprinijela razumijevanju procesa odlučivanja na osnovu kojih se poduzeća odlučuju za određene oblike širenja. Transakcijski pristup ukazuje da specifičnost resursa i učestalost pojedine transakcije čini ključne čimbenike pri odlučivanju za tržišnu, ugovornu ili samostalnu realizaciju određenog promatranog dijela poslovanja. Poslovna praksa u različitim industrijskim granama pa čak i unutar pojedinih grana ukazuje na vrlo različite izabrane razine vertikalne integriranosti poduzeća. Primjer vodećih europskih proizvođača odjeće ukazuje da jedan od njih vlasnički upravlja svim fazama proizvodno prometno lanca od kupnje sirovina, proizvodnje, distribucije i prodaje. Drugi kombinira samostalnu proizvodnju i prodaju s bilateralnim ugovaranjem dijela svojih poslova s izabranim partnerima no zadržavajući pod vlasničkom kontrolom procese razvoja proizvoda i marketing robne marke. Treći veliki lanac kompletnu proizvodnju realizira ugovorno s partnerima i ne posjeduje vlastite proizvodne pogone, ali pod čvrstom vlasničkom kontrolom zadržava distribuciju i razvoj proizvoda. Razloge različitog pristupa istom problemu realizacije transakcija i kod tih poduzeća vjerojatno treba tražiti u različitoj ocjeni specifičnosti resursa i procjeni ex-ante i ex-post transakcijskih troškova koji su vezani uz različite oblike upravljanja transakcijama.

#### **2.3.4. Agencijska teorija**

Klasična teorija organizacije na poduzeće gleda kao na „crnu kutiju“<sup>82</sup> objašnjavajući kako ono koristi inpute i optimizira troškove kako bi maksimiziralo profit, a pritom zanemaruje brojne i veoma složene procese i odnose koji su od ključnog utjecaja na ostvarivanje organizacijskih ciljeva. Kao jedna od značajnijih teorija nastalih kao odgovor na takvo pojednostavljenog gledanje na poduzeća nastala je agencijska teorija koja u svom fokusu ima nesavršeni odnos između principala i agenta.

---

<sup>82</sup> En. Black Box

Nastavljajući se na rad Alchiana i Demsetza koji su poduzeće objašnjavali kao sustav autoriteta baziran na ugovorima i s usmjerenošću na nadzor proizvodnje koja zahtjeva timsko djelovanje i/ili zajedničko korištenje inputa, Jensen i Meckling značaj ugovora za ustrojstvo organizacija šire izvan granica proizvodnje na sva područja djelovanja.<sup>83</sup> Oni organizacije (pa i poduzeća) opisuju kao „zakonsku fikciju“<sup>84</sup> koja služi kao splet ili veza za ugovorne odnose među pojedincima. Takvo poimanje poduzeća usprkos svojoj apstraktnosti dalje naglasak na iznimno bitna pitanja: zašto konkretni set ugovornih odnosa nastaje kod različitih oblika organizacija, koje su posljedice tih odnosa i kako se na njih odnose promjene izvan granica organizacije.<sup>85</sup> Nadalje, takvo gledanje na poduzeće čini besmislenim gledanje na organizaciju kao na zatvorenu cjelinu (crnu kutiju) jer je iznimno teško odvojiti kompleksne odnose unutar samog poduzeća (zakonske fikcije) od onih izvan njega poput odnosa sa imateljima radne snage i drugih resursa poduzeća poput sirovina ili kapitala ili kupaca proizvoda poduzeća na drugoj strani. Uslijed navedenog, naglašavaju i da je na poduzeća pogrešno gledati kao na osobe ili individue, jer ona po svom funkcioniranju više sličje na tržišta, odnosno kao na rezultat ravnoteže kompleksnih odnosa. Organizacije nemaju osobne preferencije i ne donose svjesne i racionalne izbore kao što to čine ljudi.

U svojoj osnovi, agencijska teorija izučava odnos između principala i agenta, odnosno između vlasnika poduzeća i menadžera koji tim poduzećem upravlja. Kod poduzeća u kojima je glavni menadžer istodobno i jedini vlasnik poduzeća, agencijski odnos ne postoji. No zbog mnogih razloga uključujući povećanje kvalitete donošenja odluka, izbjegavanja odgovornosti i osobnih preferencija često dolazi do odvajanja tih dviju funkcija.<sup>86</sup> Ukoliko se identiteti vlasnika i menadžera ne poklapaju, dolazi do agencijskog odnosa. Agencijski odnos definira se kao odnos u kojem „jedna ili više osoba (principal) zadužuje drugu osobu (agent) za izvršavanje određenih usluga u njegovo ime, a što

---

<sup>83</sup> Jensen, M.C. i Meckling, W.H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4, p. 8.

<sup>84</sup> En. Legal fiction

<sup>85</sup> Jensen, M.C. i Meckling, W.H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, op.cit.

<sup>86</sup> Doleys, T.J.: The Origins Of EU Merger Control: Insights From Agency Theory, ECPR Standing Group on the European Union, 2006., p. 6.-7.

uključuje delegiranje autoriteta za donošenje određenih odluka u ruke agenta.<sup>87</sup> Drugim riječima, agencijski odnos je odnos u kojem dolazi do odvajanja vlasništva i kontrole nad nekim resursima. Ukoliko se pretpostavi da obje strane nastoje maksimizirati korisnost, za očekivati je da agent neće uvijek djelovati u interesu principala. Do toga dolazi stoga što osobna korist agenta i principala nisu iste, odnosno maksimizacija osobne koristi agenta može smanjiti vrijednost poduzeća, a time i onemogućiti maksimizaciju koristi principala, odnosno upravo ono što je agentu bilo povjereno. Osim toga, agent možda uz veći trud može ostvariti i bolje rezultate od onih koje principal očekuje, no ukoliko su očekivanja niska i uloženi trud agenta će biti manji, te se neće truditi premašiti očekivanja.<sup>88</sup> Uslijed problema sa oportunistom, brige o vlastitim interesima, ali i nedostataka racionalnosti, ne može se očekivati da uopće postoje savršeni agenti.<sup>89</sup>

Principal će stoga nastojati postaviti sustave kontrole ili nadziranja<sup>90</sup> (monitoringa) kojima će nastojati ograničiti mogućnosti agenta za ponašanje koje nije u skladu s interesima principala. Takvi sustavi će nužno proizvesti troškove poznate kao troškove monitoringa. Ipak, nije za očekivati da će sustavi kontrole biti dovoljni da bi uskladili ponašanje agenta s interesima principala pa će principi uz monitoring uspostaviti i sustav poticaja kojima će pokušati uskladiti ponašanje agenta sa svojim interesima. Ti poticaji će uzrokovati određene troškove koji će umanjiti stupanj ostvarene koristi principalu (odnosno umanjiti vrijednost poduzeća). Ti troškovi predstavljaju takozvane troškove vezivanja<sup>91</sup> (ili bondinga). Usprkos sustavima monitoringa i vezivanja i dalje su moguća određena odstupanja u mogućoj i ostvarenoj razini korisnosti za principala. Ta odstupanja nazivaju se rezidualnim troškovima i predstavljaju troškove nesavršenosti agencijskog odnosa koje nije bilo moguće ili nije bilo oportuno nadzirati. Prema tome, tri osnovne skupine agencijskih troškova su:

- troškovi kontrole ili monitoringa

---

<sup>87</sup> Jensen, M.C. i Meckling, W.H.: Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, op.cit., p. 5.

<sup>88</sup> Sloof, R. i van Praag, C.M.: Performance Measurement, Expectancy and Agency Theory: An Experimental Study, Discussion Paper No. 3064, September 2007, p. 8.

<sup>89</sup> Jensen, M.C.: Self-Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. VII, no. 2, 1994., p. 5.-9.

<sup>90</sup> En. Monitoring

<sup>91</sup> En. Bonding



- troškovi vezivanja ili bondinga i
- rezidualni agencijski troškovi.

Agencijski troškovi se na drugi način mogu izraziti kao troškovi strukturiranja, administriranja i osiguravanja provođenja ugovora te rezidualne troškove. Formalno i neformalno osiguravanje provođenja ugovora uključuje i troškove monitoringa i troškove vezivanja. Rezidualni troškovi pak predstavljaju troškove koji nastaju kad je ugovorni odnos optimalno, ali ipak ne i savršeno strukturiran.<sup>92</sup> U ovakvom širem poimanju, agencijski troškovi podrazumijevaju sve troškove koje se često referira kao troškove ugovaranja, transakcijske troškove, troškove moralnog hazarda i troškove informiranja.<sup>93</sup>

Za objašnjenje specifičnosti agencijskog problema kod različitih organizacijskih oblika je potrebno objasniti pojam rezidualnih vlasničkih prava.<sup>94</sup> Fama i Jensen<sup>95</sup> navode kako je poduzeće ugovorni splet, a u centralnom ugovoru svakog poduzeća bivaju definirane osnove rezidualnih prava te alokacija koraka procesa odlučivanja među agentima. Pritom se u većini organizacija rizik od ponašanja agenta umanjuje ugovaranjem fiksnih isplata agentu ili sustav poticajnih isplata vezanih uz mjere uspješnosti. Obzirom da su stvarni priljevi u poduzeće ovisni o teško predvidljivim stohastičkim događajima, dolazi do razlike između tih priljeva i isplata agentima. Te se razlike nazivaju rezidualnim rizikom, a nositelji tih rizika su nositelji rezidualnih rizika odnosno nositelji rezidualnih prava. Rezidualna prava u različitim organizacijskim oblicima imaju različita ograničenja. Najmanje ograničenja imaju rezidualna prava kod javnih dioničkih poduzeća jer se nositelja tih prava (dioničara) ne obvezuje ni na kakve uloge u poduzeću. Nadalje, kako je takva vlasnička prava moguće prenijeti na drugu osobu bez ikakvih ograničenja, nositeljima tih prava (dioničari) je omogućeno sudjelovanje u rezidualnom riziku bez ikakvih ograničenja. Kod drugih vrsta poduzeća kao primjerice zatvorenih dioničkih društava, partnerstava i poduzetničkih poduzeća, rezidualna vlasnička prava su

---

<sup>92</sup> Jensen, M.C. i Smith, C.W. Jr.: Stockholder, Manager, And Creditor Interests: Applications Of Agency Theory, Recent Advances in Corporate Finance, Dow-Jones Irwin, 1985., p. 3.

<sup>93</sup> Ibidem

<sup>94</sup> En. Residual Claims

<sup>95</sup> Fama, E. F. i Jensen, M.C.: Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, June, 1983., p. 2.-3.

ograničena na nekoliko nositelja. Iz tih razlika, proizlaze i razlike u alokaciji koraka procesa odlučivanja u različitim organizacijskim oblicima.

Proces odlučivanja može se svesti na četiri osnovna dijela: iniciranje, potvrđivanje, provođenje i nadgledanje odluke.<sup>96</sup> Iniciranje i provođenje odluke su obično alocirani kod istog agenta i mogu se zajedno nazvati menadžmentom odlučivanja, dok potvrđivanje i nadgledanje predstavljaju kontrolu odlučivanja. Kod organizacija kod kojih je vlasništvo nad rezidualnim pravima odvojeno od menadžmenta odlučivanja, doći će do odvajanja menadžmenta odlučivanja i kontrole odlučivanja. Kod sustava kod kojih je menadžment odlučivanja združen na manji broj agenata s kontrolom odlučivanja, rezidualna prava će biti snažno ograničena na te agente.

Agencijski problem nastaje u situacijama kad agenti u procesu menadžmenta odlučivanja nisu i značajni nosioci rezidualnih prava jer tada rezultati njihovih odluka neće imati posljedica na njihovo bogatstvo, već će te posljedice pogađati nosioce rezidualnih prava. Do toga dolazi uslijed specijalizacije uloga pri kojoj nositelji rezidualnih prava ne moraju učestvovati u menadžmentu odlučivanja, a agenti ne moraju istodobno biti i nositelji rezidualnih prava.<sup>97</sup> U takvoj situaciji je vjerojatnije da će agenti donositi odluke koje nisu u skladu s interesima nosioca rezidualnih prava.<sup>98</sup> Takvo ponašanje se nastoji ograničiti u procesima kontrole odlučivanja koristeći raspoložive mogućnosti poput nadziranja ponašanja agenta od strane nadzornih odbora, sustava interne revizije, obaveze izdavanja i revidiranja financijskih izvješća i slično. Nadalje, u javnim dioničkim društvima se kao mehanizmi zaštite nositelja rezidualnih prava pojavljuju i tržište dionica, opasnost od vlasničkog preuzimanja. Tržište dionica pritom predstavlja mogućnost nositelju rezidualnih prava da ih prenese na drugoga ukoliko je nezadovoljan učinkom agenta (što ima odraz na tržišnu kapitalizaciju koja predstavlja svojevrstni kontrolni mehanizam rada poduzeća). Mogućnost preuzimanja agentima predstavlja opasnost jer isto može redefinirati odnose između agenta i nosioca rezidualnih prava.

---

<sup>96</sup> Ibidem p. 4.

<sup>97</sup> Fama, E. F. i Jensen, M.C.: Agency Problem and Residual Claims, Journal of Law & Economics, Vol XXVI, June, 1983., p. 4.

<sup>98</sup> Fama, E. F. i Jensen, M.C.: Separation of Ownership and Control, op.cit. p. 5.

Mala poduzeća su za razliku od velikih često obilježena manjom kompleksnošću poslovanja. Pod manjom kompleksnošću Fama i Jensen podrazumijevaju specifičnost informacija bitnih za donošenje odluka koncentriranih kod malog broja agenta.<sup>99</sup> U takvim okolnostima nije ekonomično razdvajanje menadžmenta odlučivanja od kontrole odlučivanja. Naravno, ukoliko su iniciranje i provođenje, kao i potvrđivanje i kontrola odluka realizirane od strane istih agenata, nositelj rezidualnih prava je u iznimno lošoj poziciji uslijed opasnosti od oportunističkog ponašanja agenata. Zbog toga se u ovakvim situacijama ograničava nositelje rezidualnih prava na one povezane s agentima koji donose odluke. Takav je slučaj u zatvorenim dioničkim društvima, ali i u partnerstvima i poduzetničkim poduzećima. Zatvoreni sustavi poput nabrojanih najčešće imaju manji broj nositelja rezidualnih prava s većim udjelima, a ti nositelji su vrlo često i sami agenti koji donose odluke, te njihove kolege i članovi obitelji. Ukoliko je agent i nositelj rezidualnih prava ista osoba, agencijski problem se smanjuje sukladno s povećanjem udjela agenta u vlasništvu. Obiteljski odnosi služe kao dobra osnova za neformalne sustave kontrole jer ju omogućavaju bez obveznih procedura. Suvlasništvo pak omogućuje horizontalnu kontrolu agenata pa slično kao i obiteljsko vlasništvo i sudjelovanje agenta u vlasništvu omogućava nešto viši stupanj zaštite rezidualnih prava nego u slučajevima kada imatelji rezidualnih prava nemaju ovakvih mehanizama, a istodobno nemaju ni mogućnost kontrole odlučivanja.

Ograničavanje nosioca rezidualnih prava samo na opisane kategorije donosi i određene nedostatke u odnosu na model bez ograničavanja prisutan u javnim dioničkim društvima.<sup>100</sup> Prvi nedostatak proizlazi iz opasnosti od smanjivanja efikasnosti zbog toga što agent, odnosno osoba koja upravlja procesima odlučivanja, treba istodobno biti osoba spremna na snošenje rizika za donesene odluke i osoba s dovoljno novčanih sredstava da bi mogla posjedovati udjele u organizaciji. Naime, pri odvajanju identiteta agenta i nositelja rezidualnih prava, potonji ne mora imati želju ni sposobnost za upravljanje organizacijom, a da svejedno može učestvovati u riziku, odnosno posjedovati udjele u poduzeću. Agent pak ne mora imati sklonost riziku potrebnu za vlasništvo nad rezidualnim pravima već može samo upravljati poduzećem za dogovorenu naknadu. Kod

---

<sup>99</sup> Ibidem p. 6.

<sup>100</sup> Fama, E. F. i Jensen, M.C.: Agency Problem and Residual Claims, op.cit. p. 7. - 8.

poduzeća s ograničenjima, te se osobine trebaju naći u istoj osobi što predstavlja potencijalnu neefikasnost uslijed ograničenog broja agenata koji su na dispoziciji. Drugi nedostatak može se očitovati u manjem izlaganju rizičnim odlukama od strane agenta obzirom da istodobno želi zaštititi nosioce rezidualnih prava (među koje spada i on sam, odnosno uzak krug njemu bliskih ljudi). Naime, kod neograničenih rezidualnih prava, njihovi nositelji ta prava lako prenose, a i jednako lako diversificiraju rizik izgradnjom portfelja vlasništva. U zatvorenim sustavima je vlasništvo teže promjenjivo i s većim ulozima pa agent osjeća veću odgovornost prema nositeljima rezidualnih prava. No izbjegavanje rizičnijih odluka može dovesti do smanjene stope dobiti te možebitno i opasnosti po opstanak poduzeća. Nedostaci zatvorenih sustava se osim navedenih mogu pojaviti i kod potrebe za specifičnim investicijama veće kapitalne vrijednosti pri čemu se ovakve organizacije ne mogu osloniti na izdavanje i slobodnu prodaju novih dionica što javnim dioničkim društvima može predstavljati relativno neograničen izvor kapitala.

Svojevrsnu nadogradnju agencijske teorije ponudili su Hill i Jones<sup>101</sup> proširujući problem agenata i principala na agente i sve stakeholdere.<sup>102</sup> Stakeholdere pritom objašnjavaju kao sve one koji imaju interese naspram poduzeća pa tu skupinu čine nositelji vlasničkih udjela (shareholders), kreditori, menadžeri, zaposlenici, kupci, dobavljači, lokalna zajednica i šira javnost. Sve navedene skupine pružaju nešto poduzeću te od njega imaju određena očekivanja, no mogu se značajno razlikovati po visini njiva interesa spram poduzeća. Primjerice, zaposlenici poduzeću pružaju uslugu rada, a dobavljači sirovine, no u skladu s Williamsonovim objašnjenjem specifičnosti resursa,<sup>103</sup> taj rad i sirovine mogu biti lako nadomjestivi i manje značajnosti ukoliko su opće namjene. Ukoliko su pak specijalizirani upravo za to poduzeće, njihov je ulog značajno veći. Posebno se pritom naglašava uloga menadžera kao središnje stranke svih ugovora sa stakeholderima i nosiocima izravne kontrole nad procesima odlučivanja pa je stoga i postavljena relacija agent-stakeholder. Uobičajena postavka agencijske teorije pretpostavlja efikasnost tržišta koja omogućava agentima i principalima da lako izađu iz štetnog ugovornog odnosa. Hill i Jones pak napominju da iako tržišta u dugom roku najčešće jesu efikasna, u kratkom

---

<sup>101</sup> Hill, C.W.L. i Jones, T.M.: Stakeholder-Agency Theory, Journal of Management Studies, 29:2, March 1992, p. 131.-152.

<sup>102</sup> En. Stakeholder - nositelj interesa

<sup>103</sup> Cf. infra. 2.3.3. Teorija transakcijskih troškova

roku su moguće mnoge nesavršenosti.<sup>104</sup> Te se nesavršenosti očituju kroz razlike u snazi između strana u ugovornom odnosu koje jednu od strana mogu dovesti u poziciju zavisnosti (u skladu s spoznajama teorije resursne zavisnosti).<sup>105</sup> Primjerice, agenti možda ne mogu bez značajnih poteškoća izaći iz poduzeća i prijeći u drugi ukoliko su nezadovoljni odnosom sa principalima. Ni principalali ne mogu uvijek lako i bez troška smijeniti agente i zamijeniti ih drugima. U prvom slučaju poteškoću može stvarati prevelika, a u drugom premala ponuda odgovarajućih agenata na tržištu rada.

Prenošenje relacije je moguće na odnos menadžera poduzeća s primjerice svojim zaposlenicima, dobavljačima ili kupcima oko cijene rada ili cijene proizvoda. Tako menadžeri pregovaraju s dobavljačima oko cijene poluproizvoda. Ukoliko je riječ o poluproizvodima za čiju proizvodnju se trebaju posebna znanja ili proizvodima koje je neisplativo dobavljati od drugih, udaljenijih dobavljača, menadžeri će biti primorani pristati na cijenu koja je iznad one koju bi se ostvarilo na savršeno efikasnom tržištu. Moguć je i obrnut slučaj pri kojem je poluga moći u pregovaranju na strani menadžera, a na uštrb dobavljača ukoliko je primjerice poduzeće najznačajniji dobavljačev klijent čiji bi gubitak bio teško nadomjestiv ili bi nadomjestaj izazivao značajne troškove. Opisani ili slični problemi koji proizlaze iz asimetrije moći u ugovornim odnosima mogući su između agenata poduzeća i svih nabrojanih skupina stakeholdera.

Posljedice asimetrija moći koje nastaju između poduzeća i njegovih stakeholdera se odražavaju poslovanje poduzeća pa stoga izravno i na razinu rezidualnih prava koja ostvaruju njihovi nositelji. Jednako značajno, posljedice tih asimetrija očituju se i kroz strateško ponašanje poduzeća. Primjerice odnos poduzeća s važnim dobavljačem može prerasti u neki od oblika strateškog partnerstva, a možda i vlasničke integracije kao rezultat lakšeg provođenja monitoringa i bondinga poduzeća nad djelovanjem dobavljača. Osim primjene agencijske teorije na stakeholdere izvan poduzeća, njezina aplikacija je značajna i na interesne skupine unutar samog poduzeća. Pritom valja naglasiti agencijski odnos između osnovnog poduzeća i njegovih subsidijara (ili poduzeća kćeri) pri čemu se menadžment subsidijara naspram osnovnog poduzeća ponaša na način na koji se agenti

---

<sup>104</sup> Hill, C.W.L. i Jones, T.M.: Stakeholder-Agency Theory, p. 135.

<sup>105</sup> Cf. infra, 2.3.2. Resursna teorija

ponašaju prema principalima.<sup>106</sup> Takvo proširivanje gledišta omogućuje aplikaciju saznanja iz agencijske teorije na odnos menadžmenta poduzeća prema svojim zaposlenicima, dobavljačima, subsidijarima, kooperantima i ostalim skupinama stakeholdera.

### **2.3.5. Motivi vlasničkih integracija u teoriji poduzeća**

Među mnogim mogućim motivima vlasničkih integracija opće je prihvaćena podjela na motive s ciljem ostvarivanja sinergijskih učinaka i na strateške motive. Međutim, osim tih dviju skupina motiva, mnogo se pažnje pridaje takozvanom menadžerskom ili agencijskom motivu. Nadalje, prema nekim novijim teorijskim i empirijskim istraživanjima, motive integracija se nastoji objasniti i kroz opći model oligopola.

#### **2.3.5.1. Sinergijski motivi**

Pod sinergijama se najčešće podrazumijeva efekte dodatnih koristi koje uključene strane ostvaruju uslijed zajedničkog djelovanja.<sup>107</sup> Među rječničkim definicijama može se tako sinergije objasniti kao: „Odnos dvaju ili više činitelja ili snaga kod kojega je njihov zbirni efekt veći nego zbroj pojedinačnih efekata“<sup>108</sup>, ili „Uzajamne prednosti uslijed spoja ili kompatibilnosti različitih poslovnih sudionika ili elemenata (poput resursa ili zajedničkog truda)“.<sup>109</sup>

---

<sup>106</sup> Mudambi, R. i Pedersen, T.: Agency Theory and Resource Dependency Theory: Complementary Explanations for Subsidiary Power in Multinational Corporations, SMG Working Paper No. 5/2007, 2007., p. 1.-10.

<sup>107</sup> Izvori sinergija su detaljnije raspravljani u točki 2.3.1. Tehnološka teorija

<sup>108</sup> <http://www.thefreedictionary.com/synergy> (12.08.2009)

<sup>109</sup> <http://www.merriam-webster.com/dictionary/synergy> (12.08.2009.)

Za razliku od monopolskih efekata koje se često drži štetnima za tržište i širu društvenu zajednicu, sinergijske efekte se smatra pozitivnima, pa se i integracije motivirane željom za sinergijama ubraja među one koje povećavaju vrijednost poduzeća.<sup>110</sup> Uslijed djelovanja sinergija može doći do efikasnijeg i efektivnijeg razvoja proizvoda, tehnoloških ušteda koje rezultiraju povećanjem proizvodne učinkovitosti te smanjivanja proizvodnih troškova, stabilizacije nabavke ključnih sirovina, poboljšanje distribucijskih kanala i dostupnost tržištima, bolje iskorištenosti ljudskih potencijala, smanjivanje rizika poslovanja pomoću diversifikacije, ostvarivanje financijske stabilnosti i drugih poželjnih efekata.

Procjena ušteda i drugih koristi koje će biti ostvarene vlasničkom integracijom jedan je od osnovnih zadataka poduzeća u procesu spajanja, a uspješnost te procjene jedan od ključnih čimbenika uspješnosti integracije. Ukoliko se sinergije precijene, potencijalna integracija bi mogla ostvariti negativne rezultate, a ukoliko se sinergije podcijene, neke od potencijalno uspješnih integracija neće biti realizirane.

Često se sinergije dijeli na operativne i financijske. Među operativnim sinergijama, najznačajnije su mogućnosti postizanja ekonomija razmjera i raspona. Pritom ekonomije razmjera omogućuju snižavanje jedinične cijene proizvodnje uslijed povećanja proizvedenog obujma. Ekonomije raspona, pak, ostvaruju uštede proizvođači različite proizvode koristeći iste resurse. Uslijed njihova djelovanja, poduzeća ostvaruju uštede u proizvodnji i distribuciji proizvoda. Tijekom prošlog stoljeća, nastanak efekata ekonomija razmjera doveo je do rasta industrijske proizvodnje i pada cijena u gotovo svim industrijama.

Kod industrija visoke tehnologije poput informacijske, elektroničke i farmaceutske industrije, ali i u drugim industrijama kod kojih je proces razvoja novih proizvoda od presudne važnosti, a istodobno dugotrajan, skup i neizvjestan, do integracije može doći u potrazi za zajedničkim razvojem. U navedenim industrijama ključ uspjeha ne leži u samoj proizvodnji već u razvoju. Osim u svrhu udruživanja s ciljem zajedničkog razvoja, bitan

---

<sup>110</sup> Markelovich, A: *Examining the Performance of Corporate Acquisitions Based on the Motive for the Acquisition*, Long Island University, New York, 2003., p. 1.

čimbenik integracija može biti i već razvijeni proizvod, dobiveno patentno pravo ili razina tehnološkog znanja koje je jednostavnije steći vlasničkim integriranjem nego samostalnim razvojem.

Integracije vertikalnog smjera se najčešće objašnjavaju pokušajem smanjivanja ukupnih transakcijskih troškova.<sup>111</sup> Transakcijski troškovi podrazumijevaju troškove pronalaženja potencijalnih partnera, pregovaranja, pisanja i sklapanja ugovora, realizacije ugovora te troškova koji nastaju neispunjenjem ili raskidom ugovora.<sup>112</sup> Prema tome, transakcijski troškovi nisu proizvodni troškovi i od njih se razlikuju po prirodi nastanka. Visina transakcijskih troškova će prema Williamsonu ovisiti o kompleksnosti i neizvjesnosti tržišta, te ograničenoj racionalnosti i oportunističkom ugovarača.<sup>113</sup> Tako će na stabilnim i dobro uređenim tržištima, kod resursa koji nisu specifični, vertikalna integracija biti nepotrebna jer će tržišna realizacija vjerojatno biti efikasnija od interne. No kod specifičnih resursa, a posebno kod nestabilnih tržišta, poduzeća će posezati za dugoročnim ugovaranja ili čak internalizacijom, odnosno vertikalnom integracijom, kao oblikom osiguranja transakcija u pokušaju smanjivanja ukupnih transakcijskih troškova. Drugim riječima, određeni set aktivnosti tendirat će se odraditi unutar poduzeća kad troškovi korištenja tržišta budu viši nego troškovi izravnog autoriteta.<sup>114</sup>

Osim operativnih, poduzeća vlasničkim integriranjem mogu ostvarivati i financijske sinergije. Kod njih se ne ostvaruju tehnološke ni ine uštede u proizvodnji i distribuciji, već se najčešće ostvaruju uštede u financiranju ili se omogućuje financijska stabilnost. Primjerice, ukoliko bi se udružilo jedno poduzeće iz zrelog tržišnog segmenta, koje ostvaruje zadovoljavajući novčani priljev, ali mu u segmentu nedostaje dobrih investicijskih prilika, s poduzećem koje je u brzo-rastućem segmentu te ima mnoge prilike za investiranje, ali ne i dovoljnu količinu financijskih sredstava za njegovo izvršenje, njihovom bi integracijom jedno poduzeće dobilo pristup perspektivnijim tržišnim segmentima, a drugo lakši pristup novčanim sredstvima. Osim toga, ukoliko bi ciklično kretanje gospodarstva pogodilo jedan segment udruženog poduzeća, a ne i drugi,

---

<sup>111</sup> O tome više cf. infra. 2.3.3. Transakcijska teorija

<sup>112</sup> Belak, V.: *Profitni centri i interna ekonomija poduzeća*, RRiF, Zagreb, 1994., p. 22.

<sup>113</sup> O tome više, cf.: Williamson, O.E.: *Markets and Hierarchies: Analyses and Antitrust Implications*, The Free Press, New York, 1975.

<sup>114</sup> Coase, R.: *The nature of the firm*, op.cit.



poduzeće bi imalo veću dozu financijske stabilnosti i smanjenu opasnost od bankrota. Zbog navedenog, može se zaključiti da se konglomeratske integracije vrše prvenstveno s navedenim motivima, iako se oni ostvaruju ili mogu ostvariti i integracijama drugog smjera.

### **2.3.5.2. Strateški (tržišni) motivi**

Za razliku od sinergijskih motiva, čiji je cilj povećanje efikasnosti i ostvarenja ušteda, razlozi strateških motiva najčešće leže u poboljšavanju tržišnog položaja poduzeća. Moglo bi se reći da sinergijski motivi teže koristima unutar organizacije, dok strateški teže koristima izvan nje. Strateški motivi integriranja za cilj imaju smanjivanje konkurencije, povećanje relativnog utjecaja u odnosu na konkurenciju, a sa željom podizanja profitabilnosti i sposobnosti utjecaja na cijenu.

Do nastanka danas dominantnih oligopolskih tržišnih struktura je i došlo mahom horizontalnim udruživanjem poduzeća. Međutim, strateški motivirana integriranja mogu imati za cilj i samu eliminaciju konkurencije, na način da se pripojeno poduzeće ugasi i odstrani sa tržišta. Obzirom da u mnogim industrijskim granama danas postoji višak kapaciteta, mnogim preuzimateljima kapaciteti mete jednostavno nisu potrebni, već integraciji pristupaju kako bi svoje kapacitete mogli proširiti na tržišta poduzeća mete.

Strateški motivirane integracije kod simetričnih poduzeća koja posluju u uvjetima „Cournotove konkurencije“,<sup>115</sup> a uz linearnu razinu potražnje i troškova, mogu dovesti nastanka takozvanog paradoksa mergera, odnosno pripajanja, pri čemu je profit koji ostvaruju integrirana poduzeća manji od onoga prije integracije.<sup>116</sup> Prema tim istraživanjima zaključilo se da strateški motivirane integracije u ovakvim uvjetima

---

<sup>115</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Cournot\\_competition](http://en.wikipedia.org/wiki/Cournot_competition) (20.10.2009.)

<sup>116</sup> Huck, S.: *Mergers in Stackelberg Markets: An Experimental Study*, ENCORE papers, London, 2005., p. 1

dovode do profitabilnosti samo ukoliko je zbirni tržišni udio poduzeća prije integracije premašivao 80%.<sup>117</sup>

### **2.3.5.3. Motiv povećanja konkurentnosti isključivanjem prekogranične konkurencije**

U svojim novijim radovima Peter Neary je zaključio da sinergijski i strateški motive spajanja i pripajanja poduzeća ne mogu u potpunosti objasniti razloge nastanka sve češćih prekograničnih vlasničkih integracija. Navodi da je vrlo čest slučaj da na nesavršenim tržištima konkurenti ulaze u cjenovne ratove i spuštaju cijenu na razinu marginalnih troškova (takozvana „Bertrandova konkurencija“<sup>118</sup>), te da u razdobljima šokova potaknutih liberalizacijom i promjenama zakonodavstava djelomični modeli ravnoteže koji uzimaju potražnju i cijenu, ne mogu odgovoriti na integracijske motive.<sup>119</sup> Isto tako, smatra da odgovor ne daje ni teorija međunarodne trgovine je polazi od dva osnovna tržišna stanja: savršene konkurencije i monopola, a većina tržišta je obilježeno oligopolskim strukturama. Stoga polazi od svog, ranije predstavljenog, modela oligopola<sup>120</sup>, te razlike u cijenama proizvodnje između zemalja različite razine komparativnih prednosti.

Nearyjev model pretpostavlja da su međunarodna tržišta liberalizirana, te da ne postoje carine, no zbog drugih barijera ulasku, poduzeća u zemljama s višim troškovima uspijevaju pozitivno poslovati iako postoji troškovno efikasnija inozemna konkurencija. S obzirom da integracija poduzeća s jednakim troškovima neće dovesti do stvaranja viška vrijednosti (osim u slučaju da su to jedina dva poduzeća te da su tako formirala monopol), doći će do integracije u kojoj će poduzeće s nižim troškovima (iz jedne zemlje) preuzeti

---

<sup>117</sup> Više o tome cf.: Salant, S., Switzer, S. i Reynolds, R.: *Losses due to merger: The effects of an exogenous change in industry structure on Cournot-Nash equilibrium*, Quarterly Journal of Economics, 98, 1983., p. 185.-199.

<sup>118</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Bertrand\\_competition](http://en.wikipedia.org/wiki/Bertrand_competition) (12.08.2009.)

<sup>119</sup> Neary, J.P.: *Cross-border Mergers as Instruments of Comparative advantage*, Oxford and CEPR, 2007, p.3

<sup>120</sup> O tome više, cf. Neary, J.P.: *International trade in general oligopolistic equilibrium*, University College Dublin, Mimeo, 2002.

poduzeće s višim troškovima iz druge. Gašenjem proizvodnje u poduzeću s višim troškovima, dovesti će do povećanja proizvodnje u poduzeću s nižim troškovima što će pak ukupno dovesti do stvaranja viška vrijednosti. Višak vrijednosti zbog gašenja proizvodnje u poduzeću s višim troškovima, odrazit će se i na ostala poduzeća na tržištu. Štoviše, ona će, potaknuta uspjehom integracije, slijediti isti put, te pripojiti drugo poduzeće s višim troškovima. Tako će doći do nastanka integracijskog vala.<sup>121</sup> Taj teorijski zaključak će zasigurno biti predmetom daljih istraživanja i propitivanja, no za sada je empirijski potvrđen istraživanjem zakonitosti prekograničnih spajanja i pripajanja u odabranim zemljama nakon 1980. godine koje su proveli Brakman, Garretsen i Van Marrewijk.<sup>122</sup>

#### **2.3.5.4. Menadžerski motiv**

U poduzećima kod koji postoji odvojenost vlasništva od kontrole, dakle kod onih koje vode profesionalni menadžeri koji istovremeno nisu i vlasnici, javlja se problem mogućeg sukoba interesa menadžera (agenta) i vlasnika (principala), takozvani agencijski problem. Ukoliko bi i vlasnik i menadžer težili maksimizaciji korisnosti i stoga oboje težili maksimizaciji vrijednosti poduzeća, problem ne bi postojao. Međutim, to uglavnom nije slučaj, te se javljaju agencijski troškovi kao rezultat nesavršenosti tog odnosa. Prve dvije skupine agencijskih troškova čine troškovi monitoringa ponašanja menadžera i troškovi bondinga (ili vezivanja) s ciljem usklađivanja motiva menadžera i vlasnika. No uslijed nesavršenosti monitoringa, menadžerovi motivi, pa stoga i ponašanje, su barem djelomično u raskoraku s interesima vlasnika, pa menadžeri donose i odluke koje ne moraju nužno povećavati vrijednost poduzeća, nego je ponekad čak i smanjivati. Troškovi

---

<sup>121</sup> Neary, J.P.: *Cross-border Mergers as Instruments of Comparative advantage*, op.cit., p. 6.-9.

<sup>122</sup> Brakman, S., Garretsen, H., Van Marrewijk, C.: *Cross-Border Mergers And Acquisitions: On Revealed Comparative Advantage And Merger Waves*, Groningen, The Netherlands, 2005., p. 22.

svih odluka koje donose menadžeri, a koje su u raskoraku s interesima vlasnika čine treću skupinu agencijskih troškova - rezidualne gubitke.<sup>123</sup>

Jedna od manifestacija raskoraka ciljeva menadžera i vlasnika je da menadžeri često ne preferiraju povećanje vrijednosti poduzeća više od ostalih ciljeva. Menadžerima je često važnije povećanje ekonomske moći poduzeća i povećanje tržišnog udjela čak i ako to poduzeću neće povećati konkurentne prednosti. Zbog toga, neki menadžeri povećanje prodaje pretpostavljaju povećanju profita. Time podižu ugled poduzeća, ali i svoj vlastiti ugled i primanja.<sup>124</sup> Kako je jedan od najbržih načina za povećanje prodaje horizontalno integriranje, menadžeri mogu biti skloni ući u spajanje i pripajanje čak i ako ne misle da će to povećati vrijednost poduzeća, ukoliko misle da je ukupna razina profitabilnosti nakon integracije ostati dovoljno visoka da njihov položaj u poduzeću ne bude u opasnosti.

## **2.4. OBILJEŽJA INTEGRACIJSKIH VALOVA PODUZEĆA TIJEKOM XX. STOLJEĆA**

Istraživanja pojava spajanja i pripajanja poduzeća tijekom 20. stoljeća pokazuju da su se iste događali u različitim intenzitetima po pitanju vrijednosti i broja vlasničkih integracija. Općeprihvaćeno gledište je da su se u prošlom stoljeću ti procesi odvijali u pet značajnih valova vlasničkih integracija. Iako je proučavanju valova integracija posvećena velika pažnja, još uvijek nije u potpunosti jasno zašto do vlasničkih integracija poduzeća dolazi u valovima i što te valove pokreće. Razlozi pojave valova integracija zacijelo će i nadalje ostati značajna tema brojnih znanstvenih istraživanja, a osnovna obilježja dosadašnjih valova biti će opisana u nastavku. Osim toga, biti će navedene i objašnjene okolnosti i čimbenici koji su se, izučavanjem proteklih integracijskih valova, pokazali značajnima za njihovu aktivnost.

---

<sup>123</sup> Jensen, M.C., Meckling, W.H.: *The Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol 3., 1976., p. 8.

<sup>124</sup> Baumol, W.J.: *Business Behaviour, Value and Growth*, op. cit. p.164

## 2.4.1. Valovi integracija

Valovi udruživanja počevši od prvog vala krajem 19. i početkom 20. stoljeća pa do petog vala u posljednjem desetljeću 20. bili su različitog intenziteta, vrijednosti integracija i načina integriranja. Promjene u svjetskoj privredi, tehnološki napredak, razvoj financijskih instrumenata, globalizacija i liberalizacija svjetske trgovine, ali i razvijanje antimonopolskog zakonodavstva i regulatornih institucija, utjecali su na obilježja integracija u pojedinim valovima.

### 2.4.1.1. Prvi val – horizontalna spajanja

Prvi veliki val vlasničkih integracija događao se od 1890-ih do 1904 i to uglavnom na području SAD-a. Masovni nastanak dioničkih društava, zakonska regulativa koja je u SAD-u počela sprečavati brojne kartelske sporazume, a omogućila nastanak holding poduzeća<sup>125</sup> te brz rast industrijske proizvodnje uzrokovan tehnološkim inovacijama, doveli su do velikog horizontalnog udruživanja. Ciljevi udruživanja su s jedne strane ležali u traganju za efikasnošću, a s druge strane u pokušajima koncentracije tržišta, smanjivanjem konkurencije i težnje monopolskom položaju. Procjenjuje se da je tijekom prvog vala 78% integracija bilo horizontalnog tipa.<sup>126</sup> Samo integriranje se uglavnom provodilo tako da su veliki sustavi kupovali male (dakle, preuzimatelji i mete su bili velikih razlika u veličini) pa je primjerice 1901. godine prva američka korporacija vrijedna preko milijarde dolara, U.S. Steel, formirana integracijom čak 785 poduzeća. Do kraja prvog vala došlo je uslijed recesije, sloma burze 1904. i brojnih slučajeva lošeg financiranja i prijevara.<sup>127</sup> Antimonopolsko zakonodavstvo je bilo tek u začecima, zakoni

---

<sup>125</sup> Chandler, A.D., Hikino, T.: *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap Press of Harvard University Press, United States, 1990., p. 71.-76.

<sup>126</sup> Duncan, W.: *Ten Important Lessons From the History of Mergers & Acquisitions* (<http://ezinearticles.com/> 15.08.2009.)

<sup>127</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 30.

koji su propisivali poslovno ponašanje poduzeća prilično labavi, a etičko ponašanje u poslovanju bilo je stvar izbora.

#### **2.4.1.2. Drugi val – nastanak oligopola**

Nakon Prvog svjetskog rata pa sve do početka velike ekonomske krize 1929. godine, trajao je drugi val vlasničkih integracija poduzeća. Za razliku od prvog vala koji je bio obilježen uglavnom horizontalnim širenjem poduzeća, u drugom valu je došlo do nastavka horizontalnih širenja, ali su zamjetniji bili oblici vertikalnog i konglomeratskog širenja. Razlozi tome su bili u sve oštrijoj antimonopolskoj regulativi u Sjedinjenim Državama i u Europi, ali i u iscrpljivanju mogućnosti daljnjeg horizontalnog rasta što je dovelo do širenja unutar proizvodno-prometnog lanca. Uzroci nastanka drugog vala pripisuju se ekonomskom procvatu nakon Prvog svjetskog rata te brzom tehnološkom razvoju. Uslijed daljnje koncentracije i vertikalne integracije brojne oligopolske strukture nastale u tom vremenu, mogu se smatrati rezultatom drugog vala.<sup>128</sup> Najzastupljenije industrijske grane tijekom drugog vala su bile metalurgija, prehrambena, kemijska i petrokemijska industrija te transportna oprema. Važnu ulogu u ovom valu odigrali su investicijski bankari, a udio financiranja dugom je bio značajan. Kraj drugog vala je nastupio slomom burze 1929. i početkom velike depresije.

#### **2.4.1.3. Treći val – konglomeratska udruživanja**

Treći val integracija je nastupio više od dva desetljeća nakon drugog vala. Smatra se da je započeo pedesetih godina i potrajao do kraja šezdesetih. Obilježja trećeg vala nisu bila ista u svim državama u kojima je zabilježen. Tako je u SAD-u treći val poznat kao era

---

<sup>128</sup> Gregoriou, G.N, Renneboog, L. (editors): *Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990.*, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990, Elsevier, Burlington, San Diego, London, 2007., p. 2.

velikih konglomeratskih udruživanja, dok je u Velikoj Britaniji bio izrazito horizontalnog tipa. Smatra se da je američki val bio konglomeratski usmjeren zbog tamošnje oštre antimonopolske regulative. Međutim, snažna diversifikacija je zabilježena i u zemljama poput Kanade, Njemačke i Francuske u kojima antimonopolski zakoni nisu bili tako rigidni.<sup>129</sup>

Burze vrijednosnica toga vremena su bilježile dugo razdoblje neprekinutog i snažnog rasta i zabilježene su rekordnim odnosima cijene dionice i zarade poduzeća.<sup>130</sup> U pokušajima povećanja zarade po dionici svojim vlasnicima, tadašnja poduzeća su shvatila da je to lakše postići integriranjima nego reinvestiranjem zarada. Tako su poduzeća s visokim odnosom cijene i zarade po dionici preuzimala poduzeća s nižim odnosom i u tako združenim poduzećima povećavala ukupnu zaradu po dionici. Zarade po dionici su se povećavale dok god odnosi cijena i zarada združenih poduzeća nisu padale ispod razine poduzeća preuzimatelja prije preuzimanja.<sup>131</sup>

Druga skupina objašnjenja konglomeratskih udruživanja u trećem valu, pripisivala su ista već navedenoj antimonopolskoj regulativi, slabo razvijenim vanjskim tržištima kapitala, neefikasnosti radne snage, ali i aktualnim ekonomskim i tehnološkim promjenama.<sup>132</sup>

#### **2.4.1.4. Četvrti val – deregulacija i neprijateljska preuzimanja**

Glavne značajke četvrtog vala, koji je trajao tijekom 1980-ih se mogu sažeti u eru tržišne deregulacije i neprijateljskih preuzimanja. Na vrhuncu vala, 1988. godine, čak 26%

---

<sup>129</sup> Ibidem

<sup>130</sup> En. P/E ratio – tj. odnos tržišne cijene dionice naspram ostvarenog neto profita

<sup>131</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 31.

<sup>132</sup> Gregoriou, G.N, Renneboog, L.: *Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990.*, op.cit., p.2.

preuzimanja bilo neprijateljsko (za razliku od maksimalnih 6% tijekom većeg dijela 90-ih).<sup>133</sup>

Sveopća neoliberalna deregulacija koja je nastupila nakon ekonomske krize u 70-ima, protegnula se od financijskih tržišta, antimonopolskih politika pa do stvaranja novih financijskih usluga i instrumenata poput LBO-a, MBO-a<sup>134</sup> i „junk“ obveznica. Jedan od razloga snage vala ležao je u ispravljanju neefikasnosti koja je nastala u prethodnim valovima tj. raspadom mnogih postojećih konglomerata. Prema nekim autorima do toga je došlo jer je povećanje efikasnosti tržišta kapitala smanjilo potrebu za internim kapitalnim izvorima.<sup>135</sup> No konglomerati su u eri brzih tehnoloških promjena postajali i ekonomski neefikasni zbog tromosti u odlučivanju i reakciji na tržišne promjene. Stoga su okolnosti koje su uvjetovale treći val bile izražene u industrijskim šokovima, težnji manjim i reaktivnijim poslovnim sustavima te jačanju menadžerske moći.

Uslijed slabe snage dolara u odnosu na valute ostalih razvijenih zemalja i različite računovodstvene politike po pitanju *goodwill*a u SAD-u i tim zemljama, treći val je po prvi puta zabilježio veću vrijednost preuzimanja američkih kompanija od strane stranih kompanija, nego stranih kompanija od strane američkih.<sup>136</sup>

#### **2.4.1.5. Peti val – globalizacija svjetskog tržišta i megamergeri**

Iako je svaki od valova bio snažniji od prethodnog gledajući broj integracija i njihovu vrijednost, snaga petog vala je svejedno bila iznenađujuća. Taj val, koji se odvijao u 1990-ima često se naziva erom megamergera. Prosječna vrijednost 5 najvećih transakcija tom valu iznosila je 4 puta više od one u četvrtom valu, ali i čak 400 puta više od

---

<sup>133</sup> WIR2000: Cross-border M & A and Development . p. 233.

<sup>134</sup> En. Management buyout – otkup poduzeća od strane menadžmenta poduzeća

<sup>135</sup> Gregoriou, G.N, Renneboog, L.: *Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990.*, op.cit., p. 3.

<sup>136</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 31.



vrijednosti u trećem valu.<sup>137</sup> Nadalje, broj integracija u petom valu bio je gotovo podjednak u Americi i Europi, dok je u prethodnom valu broj u Americi bio više nego dvostruk. Snažno okrupnjavanje europskih poduzeća ovog je puta tjeralo američka na slične procese u cilju opstanka u konkurentskoj borbi.

Snagu petog vala potaknula su rastuća liberalizacija i deregulacija tržišta, te brojne međunarodne integracija i stvaranje globalnog tržišnog okruženja. Osim toga, većinu tog vremena je obilježilo tržište bikova, kao i brojne mogućnosti i povoljni uvjeti zaduživanja. U takvim uvjetima povećan je broj i obim prekograničnih spajanja i pripajanja i ona postaju dominantan oblik stranih izravnih investicija iako je za sada nemoguće utvrditi njihov točan udio.<sup>138</sup>

Najveća tržišta, američko i britansko, su u ovom valu obilježena smanjivanjem broja neprijateljskih preuzimanja. To se pripisuje promjenama u oblicima upravljanja u odnosu na prethodno razdoblje, uvođenjem dioničkih opcija i otrovnih pilula, ali i regulatornim promjenama koje su spriječila pojavu brzih preuzimanja. Razloge smanjivanja broja neprijateljskih preuzimanja neki vide i u precijenjenosti vrijednosti dionica tijekom vladavine bikova, a uz pretpostavku da se menadžment poduzeća s precijenjenom dionicom manje opire preuzimanju.<sup>139</sup>

#### **2.4.1.6. Počeci novog vala**

Neka istraživanjima određuju 2003. kao godinu početka novog, šestog vala. Prema podacima iz World Investment Report-a iz 2006., ponovni rast vlasničkih integracija započeo je 2003. godine i do 2005., usprkos značajno nižim vrijednostima nego rekordne 2000., je dostigao prosječnu razinu iz razdoblja 1999.-2001. gledano u broju kao i u

---

<sup>137</sup> Ibidem p. 32.

<sup>138</sup> WIR2000. Cross-border M & A and Development, p. 10.

<sup>139</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 31.-32.

ukupnoj vrijednosti posla integracija.<sup>140</sup> Podaci iz najnovijeg razdoblja još nisu poznati no za očekivati je da je val prekinut u drugoj polovici 2008. nastupanjem aktualne svjetske gospodarske krize velikih razmjera. U tom slučaju, val bi mogao uslijediti nakon što kriza bude prebrođena i ekonomski ciklus uđe u novu fazu rasta te se stvore uvjeti koji su obilježili i ostale valove.

## **2.4.2. Čimbenici koji pogoduju integracijskim ciklusima**

Sagledavajući okolnosti nastanka integracijskih valova, moguće je izdvojiti neke od značajnijih čimbenika koje pogoduju procesima spajanja i pripajanja poduzeća. Među najvažnije spadaju industrijski šokovi koje čine tehnološke promjene, tržišna deregulacija, međunarodne integracije, rastuća tržišta (tržišta bikova), mogućnosti povoljnog zaduživanja, podcijenjenost poduzeća mete, kopiranje uspješnih integracija predvodnika (*first mover-a*), hipoteza menadžerske oholosti no i „prokletstvo pobjednika“<sup>141</sup> te porezne uštede.

### **Tehnološke promjene**

Tehnološke promjene jedan su od glavnih uzročnika industrijskih šokova i kao takve često pogoduju integracijskim procesima. No djelovanje tehnoloških promjena može do tih procesa dovesti na dva prilično drugačija načina. Prvi utjecaj tehnoloških promjena na poslovanje poduzeća je u otvaranju novih prilika za rast i seljenja resursa u rastuće tržišne segmente. Velika poduzeća često iskazuju tromost u prihvaćanju tržišnih promjena pa stoga kasne u prepoznavanju prilika i uključivanja u tehnološki razvoj. Međutim, njihova financijska snaga im omogućuje pripajanje manjih sustava koji su razvili perspektivnu tehnološku inovaciju te tako i prebacivanje u rastuće tržišne segmente. Neki od tih velikih

---

<sup>140</sup> WIR 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development, p. 14.

<sup>141</sup> En. Winner's curse

sustava tako uspijevaju ostvarivati visoku razinu novih tehnoloških znanja, inovacija i patenata, a da do njih u maloj mjeri dolaze samostalnim razvojem. Iako novija ekonomska povijest obiluje primjerima pripajanja malih inovatorskih firmi s perspektivnom tehnologijom od strane velikih sustava, noviji primjeri takvog ponašanja najočiti su u informacijskoj industriji u kojoj kompanije poput IBM-a, Googlea i Microsofta prisvajaju poduzeća s razvijenim aplikacijama. Osim s ciljem brzog prisvajanja inovativnih rješenja, tehnološki uzrokovane integracije se često mogu ostvarivati i sa strateškim motivima eliminacije ili prestizanja konkurencije.

Drugi utjecaj tehnoloških promjena na nastanak integracijskih procesa je uslijed prekapacitiranosti koja nastaje tehnološkim i organizacijskim napretkom. Jensen navodi da je od industrijskih šokova s kraja 19. stoljeća pa sve do novijeg vremena tehnološki napredak dovodio do viška kapaciteta u industriji koju je pogodio.<sup>142</sup> Dva su moguća razloga tehnološki uvjetovane prekapacitiranosti. Prvi je zastarjelost postojeće tehnologije ili proizvoda, a drugi je povećanje kapaciteta uslijed tehnoloških promjena,. Primjeri poput uvođenja radijalnih guma s trostrukim vijekom trajanja od njihovih prethodnica, a koje su dovele do velikog viška kapaciteta gumarske industrije, ili fleksibilnih japanskih postrojenja za proizvodnju kvalitetnih vozila koja su dovela do viška kapaciteta kod američkih proizvođača (uslijed troškovne nekonkurentnosti), pokazuju da prekapacitiranost nužno dovodi do potrebe za restrukturiranjem. Menadžeri u mnogim poduzećima ne shvaćaju pravovremeno potrebu za restrukturiranjem, ili na nju krivo reagiraju dodatnim ulaganjima u borbu za povećanjem udjela. U takvim slučajevima, pad potražnje i dugotrajno gomilanje gubitaka dovodi do tržišne konsolidacije pri kojoj mnoga poduzeća bivaju preuzeta, a njihovi kapaciteti ugašeni.<sup>143</sup> To potvrđuje i WIR2000 izvješće UN-a u kojem stoji da u „kapitalno i tehnološki intenzivnim sektorima preuzimanja mogu biti poduzimana sa svrhom održavanja konkurentnosti smanjivanjem prekomjernih kapaciteta (automobili i obrana) ili da pokriju ogromne investicije u

---

<sup>142</sup> O tome više, cf.: Jensen, M. C.: *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, Journal of Finance 48, 1993.

<sup>143</sup> Ibidem p. 20.-25.

informacijsku tehnologiju i istraživanje i razvoj (farmaceutika, telekomunikacije i bankarstvo)".<sup>144</sup>

### **Tržišna deregulacija**

Mnogo teorijskih i empirijskih dokaza idu u prilog tezi da tržišna deregulacija dovodi do intenzivnijih integracijskih procesa među sudionicima tih tržišta. Deregulacijom se smanjuju ili ukidaju umjetne prepreke i omogućava konkurencija. Pritom konkurenti motivirani ostvarivanjem potencijalnih operativnih sinergija ili strateškim razlozima češće i više posežu za spajanjima i pripajanjima. Izučavanja integracijskih valova pokazuju da su isti često bili uvjetovani upravo promjenama tržišne regulacije. Posebno se to odnosi na najsnažniji, peti val koji je uslijedio nakon značajne deregulacije u SAD-u i ostatku svijeta pod pritiskom ubrzavanja liberalizacije i globalizacije.<sup>145</sup> Becher, Mulherin i Walkling su proveli empirijsko istraživanje te dokazali da su promjene regulatornog okvira u području komunalnih usluga u SAD-u u posljednjih tri desetljeća bile od relevantnog utjecaja na integracijske procese poduzeća iz tog sektora.<sup>146</sup>

### **Međunarodne integracije**

Ubrzavanje globalizacije tijekom prošlih desetljeća te posebno stvaranje jedinstvenog europskog tržišta dovelo je do velikog broja prekograničnih spajanja i pripajanja. U prilog tome govori i podatak da je posljednji val integracija u Europi po prvi puta u povijesti dostigao onaj u SAD-u. Do toga dolazi zbog okrupnjavanja europskih poduzeća u pokušaju nošenja s japanskom i američkom konkurencijom, a omogućeno je sve većim otvaranjem tržišta kapitala. U pokušaju dostizanja potrebne veličine, kao preduvjeta za sposobnost sudjelovanja na globalnom tržištu, zabilježena su i značajna udruživanja na

---

<sup>144</sup> WIR2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, 2000., p. 126.

<sup>145</sup> Gregoriou, G.N, Renneboog, L.: *Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990.*, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990, Elsevier, Burlington, San Diego, London, 2007. p. 2.-6.

<sup>146</sup> Becher, D.A., Mulherin, J.H., Walkling, R.A.: *Industry Shocks and Merger Activity: An Analysis of U.S. Public Utilities*, Philadelphia/Georgia, 2008., p. 26.-28.

azijskom tržištu, ali i veća aktivnost prekograničnih akvizicija američkih poduzeća, koja su do tada bila više orijentirana na domaće tržište.<sup>147</sup> Osim integriranja zbog okrupnjavanja, važan motiv za integriranje u uvjetima globalizacije je i pristup novim tržištima i pritom se vrše prekogranične integracije s poduzećima na tim ciljanim tržištima. Međutim, poduzeća se za pristup na novom tržištu mogu integrirati i s poduzećem iz svoje države ukoliko to poduzeće ima već izgrađen pristup ciljanom tržištu. To znači da integracije za pristup prekograničnim tržištima ne moraju biti prekogranične.

2005. godine je unutar 20 najaktivnijih zemalja u prekograničnim preuzimanjima bilo realizirano 2154 integracija u čemu su kao preuzimatelji daleko prednjačile zemlje Zapadne Europe, zatim Sjeverne Amerike, te Azije i Australije, pri čemu je vidljiv rast udjela zemalja Zapadne Europe i pad Amerike. I s gledišta zemalja meta poredak je isti pa je vidljivo da se većina prekograničnih preuzimanja i dalje odvija između razvijenih zemalja.<sup>148</sup>

### **Povoljni tržišni uvjeti**

Istraživanja integracijskih valova pokazuju da su preuzimanja i spajanja češća u vrijeme rastućih tržišta kapitala, dok je završetak prosperiteta i dolazak tržišta medvjeda je zaustavljalo integracijske valove. No stanje tržišta kapitala, osim na učestalost integracija utječe i na način njihove realizacije. Tako se u vrijeme tržišta bikova veći broj preuzimanja plaća dionicama poduzeća preuzimatelja nego novcem. Do toga dolazi jer preuzimatelji znaju da su im dionice precijenjene pa su skloniji metu plaćati tim dionicama nego gotovinom. To je bio slučaj i kod vala preuzimanja u drugoj polovici 1990-ih tijekom snažnog rasta tržišta kada su integracija uglavnom bile unutar istog

---

<sup>147</sup> Gregoriou, G.N, Renneboog, L.: *Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990.*, op.cit., p.4.

<sup>148</sup> Brakman, S., Garretsen, H., Van Marrewijk, C.: *Cross-border mergers and acquisitions: the facts as a guide for international economics*, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990., Elsevier 2007, p. 32.-33.

sektora i plaćane dionicama, za što je bilo potrebno postojanje više precijenjenih poduzeća (preuzimatelja) i manje precijenjenih poduzeća (mete).<sup>149</sup>

Iskorištavanje trenutne tržišne neravnoteže može biti uzrokom integracija i u slučaju da poduzeće preuzimatelj zaključi da je vrijednost potencijalne mete podcijenjena, tj. da preuzimanje predstavlja povoljan način za priskrbljivanje korisne imovine. Do informacija o podcijenjenosti preuzimatelj može doći računanjem Tobinovog Q-omjera koji u odnos stavlja tržišnu vrijednost poduzeća s vrijednošću njegove imovine, te preuzeti poduzeće s niskim omjerom. Drugi način za kupovanje podcijenjenih poduzeća može biti u slučaju da je preuzimatelj došao do povlaštenih insiderskih informacija o poduzeću pa koristi trenutnu neupućenost tržišta, tj. asimetriju informacija koja je u njegovu korist. Takvo se ponašanje smatra štetnim i pod prismotrom je od strane tržišnih regulatora.<sup>150</sup>

Mogućnosti jeftinijeg zaduživanja također su od pozitivnog utjecaja na integracijske procese. Osim za preuzimanje drugih poduzeća, mogućnosti zaduživanja od ključne su važnosti i kod LBO-a koji se najviše koristi kao zaštita od neprijateljskih preuzimanja. U svakom slučaju relevantna promjena odnosa duga i imovine poduzeća od značajna je i za sigurnost vlasnika poduzeća kao i za dobrobit kreditora. Istraživanja nisu dala jednoznačne rezultate no pretežito pokazuju da dodatno zaduživanje pokazuje pozitivne reakcije vlasnika osim u slučaju da mu je svrha pokrivanje tekuće likvidnosti što znači da mogućnosti jeftinog zaduživanja mogu nagnati menadžment da isto iskoristi za financiranje integracije.<sup>151</sup>

### **Kopiranje tržišnih predvodnika**

Kopiranje uspješnih praksi tržišnih lidera i je uobičajeno i na financijskim i kapitalnim tržištima kao i u drugim područjima djelovanja. Kada neko poduzeće u grani provede

---

<sup>149</sup> Shleifer, A., Vishny, R.W.: *Stock Market Driven Acquisitions*, *Journal of Financial Economics*, revidirano 2001., p. 14.

<sup>150</sup> Bertonec, A.: *Akvizicije*, op.cit., p. 12.

<sup>151</sup> Renneboog, L. i Szilagyi, P.G.: *Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, ECGI - Finance Working Paper No. 124/2006, p. 12.

uspješnu integraciju, može se očekivati da će isto pokušati i druga poduzeća. To je i jedno od mogućih objašnjenja integracijskih valova, no i masovne primjene rješenja poput LBO-a i junk obveznica. Takvo kopiranje prakse se često tumači kao oblik mode i neracionalnosti menadžera, posebno zbog podataka da uspješne integracije najčešće slijedi serija manje uspješnih ili neuspješnih. Međutim, Persons i Warther ukazuju da financijske inovacije, poput drugih inovacija variraju u uspješnosti, s razlikom da je kod njih eksperimentiranje teško i veoma skupo, pa se u procesu učenja više oslanjaju na primjere korištenja iste prakse drugih tržišnih sudionika.<sup>152</sup>

### **Hipoteza oholosti i „prokletstvo pobjednika“**

Potencijalni preuzimatelji, prije davanja ponude za preuzimanje vrše samostalnu procjenu vrijednosti mete. Ukoliko ta procjena pokaže da je vrijednost mete niža od tržišne vrijednosti (dakle ukoliko ima Q-omjer veći od 1), od preuzimanja će se odustati. Međutim, ukoliko preuzimatelj procijeni da je vrijednost poduzeća veća od tržišne vrijednosti, trebao bi pretpostaviti da je došlo do pogreške u procjenjivanju. Generalno gledajući, ponašanje tržišta smatra se racionalnim, no ponašanje pojedinaca na njemu često može biti iracionalno. Tako pojedinci koji smatraju da je njihova procjena vrijednosti poduzeća bolja od tržišne često mogu biti iracionalni, odnosno oholi.<sup>153</sup>

Uspoređujući funkcioniranje tržišta s aukcijama Roll je naveo da se početna cijena na aukcijama često smatra premalenom, a kako aukcija teče, cijena se povećava da bi na kraju ponuda s kojom je aukcija završena trebala predstavljati stvarnu vrijednost predmeta aukcije. Međutim, na tržištu početnu ponudu daje samo tržište na osnovu procjene vrijednosti poduzeća. Naredne više ponude daju preuzimatelji koji smatraju da je vrijednost mete veća nego što je procijenjena od strane tržišta, pa nude višu, premijsku cijenu kako bi ju uspješno preuzeli. Pritom, zbog oholog stava da je njihova procjena

---

<sup>152</sup> Persons, J.C., Warther, V.A.: *Boom and Bust Patterns in the Adoption of Financial Innovations*, Dice Centre for Research in Financial Economics, Working Paper Series, 96-1, posljednja dorada 02.1998, p. 1.-7.

<sup>153</sup> Roll, R.: *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, Journal of Business, br. 59, 1986., p. 197.-201.

vrijednosti bolja od tržišne, tendiraju preplatiti metu. Na kraju uspiju u preuzimanju, ali po većoj cijeni od realne i to se naziva „prokletstvom pobjednika“.<sup>154</sup>

Neka od novijih istraživanja nadograđuju Rollovu hipotezu oholosti navodeći da je veličina poduzeća jedan od činitelja uspjeha integracije zbog toga što je fenomen preplaćivanja mete izraženiji kod slučajeva kad su preuzimatelji velika i financijski moćna poduzeća.<sup>155</sup>

### **Porezne uštede**

Porezne uštede bi rijetko mogle biti osnovni razlog, ali mogu biti jedan od dodatnih motiva za ulazak u integraciju. Primjerice, potencijalno poduzeće preuzimatelj s visokom stopom dobiti pa stoga i visokim iznosom poreza na dobit koji će morati podmiriti, može biti sklono preuzeti metu koja je ostvarila negativni financijski rezultat, pa potom konsolidiranim izvješćem smanjiti razinu neto dobiti i porezna davanja.

Sa stajališta mete, porezna politika će imati refleksiju na prodajnu cijenu. Ukoliko se kapitalna dobit ne oporezuje, cijena na koju će pristati će biti niža od one u slučaju da postoje da je kapitalna dobit oporeziva, jer će potonja pokušati kompenzirati dio budućih poreznih obveza.

Porezni razlozi mogu biti i jedan od glavnih motiva poticanja ESOP programa pri čemu se umjesto plaćanja poreza menadžment radije odlučuje ovakvim programima ponuditi zaposlenicima male udjele u vlasništvu poduzeća. Ti udjeli mogu osim poreznih zaklona istodobno služiti i kao oblik zaštite od neprijateljskih preuzimanja i/ili instrument nagrađivanja i motiviranja zaposlenika.

---

<sup>154</sup> Ibidem

<sup>155</sup> Martynova, M, Renneboog, L: *The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave*, op.cit., p. 8.



## **2.5. PRIKAZ ALTERNATIVNIH MODELA RASTA PODUZEĆA**

Iako je značaj spajanja i pripajanja kao načina rasta poduzeća izniman i čak dominantan u slučaju prekograničnog širenja, poduzeća mogu u skladu sa svojim mogućnostima i strateškim opredjeljenjima izabrati i druge načine rasta. Najznačajniji je, naravno, organski rast, odnosno rast pomoću interne ekspanzije. Osim toga, poduzeće se može odlučiti i za zajednička ulaganja, strateška partnerstva, uključivanje u klaster, kupnju ili prodaju licenci, dogovaranje franšiznih ugovora, ili realizaciju manjinskih ulaganja.

### **2.5.1. Rast pomoću interne ekspanzije (organski rast)**

Pri pokušajima rasta, poduzeća imaju dvije osnovne mogućnosti: internu ekspanziju i vlasničku integraciju s drugim poduzećem. Interna ekspanzija, ili takozvani organski rast, osnovni je način za rast poduzeća i gotovo svako rastuće poduzeće ga koristi u većoj ili u manjoj mjeri. Poduzeće koje primjenjuje strategiju rasta uz pomoć interne ekspanzije oslanja se na vlastite ljudske, tehnološke i organizacijske resurse. Širenje se najčešće ostvaruje prihvaćanjem određenih razvojnih zamisli, formuliranjem istih u projektne planove, te izbor projekata s najvećom sigurnošću uspjeha, najvećim neto novčanim tokom, najvećom stopom povrata ili prema nekom drugom, za poduzeće ključnom kriteriju. Moguće prednosti interne ekspanzije nad drugim mogućnostima rasta leže u:<sup>156</sup>

- potpunoj kontroli razmjera, raspona, planiranih troškova i vremenskih planova,
- mogućnosti instaliranja procesa i opreme potpuno kompatibilnih onima u ostatku poduzeća,

---

<sup>156</sup> Scharf, G., Shea, E.E. i Beck, G.C.: *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers: A Handbook With Forms*, op.cit., p. 8.

- prilici da se primjene željena nova tehnološka rješenja,
- mogućnostima profesionalnog razvoja menadžera i ostalih zaposlenika koji skupljaju iskustva od rada na projektu.
- No, uz navedene znatne prednosti, širenje organskim rastom ima i određena ograničenja među kojima valja spomenuti:<sup>157</sup>
- neophodnost djelomičnog ili potpunog preusmjerenja osoblja sa svojih uobičajenih poslova na projekt uz opasnost da će ukupni učinak tih zaposlenika opasti,
- opasnost da izabrano osoblje nije dovoljno kvalificirano za izvršavanje novih dužnosti,
- moguće poteškoće u financiranju takvog projekta
- rizici od zastoja, nepredviđenih troškova i operacijskih problema koji bi mogli utjecati na profitabilnost projekta, gubitak povjerenja klijenata i opstojnost samog projekta.

Dok poduzeće u skladu s svojim razvojnim i strateškim ciljevima izabire između najčešća dva izbora: vlasničkih integracija i organskog rasta, važno je naglasiti sličnosti i razlike da dva modela za zemlju domaćina u koju, u globalnom gospodarskom okruženju, strana poduzeća ulaze u vidu inozemnih izravnih investicija<sup>158</sup>. Ukoliko strano poduzeće izvrši inozemnu izravnu investiciju vlasničkom integracijom postojećeg poduzeća, biti će riječ o prekograničnim spajanjima i pripajanjima, a ukoliko se odluči na internu ekspanziju pa investira kapital u gradnju primjerice novih tvornica, ureda ili trgovina, biti će riječ o *greenfield*<sup>159</sup> investicijama. Razlika između ova dva oblika ulaska je za zemlju domaćina značajna utoliko što *greenfield* investicija obavezno znači i nova ulaganja u proizvodni kapital i infrastrukturu, te nova zapošljavanja, pa stoga povećava razinu bruto investicija u kapitalnu imovinu i razinu zaposlenosti zemlje domaćina. Osim toga, sa sobom donosi i

---

<sup>157</sup> Ibidem

<sup>158</sup> Foreign Direct Investments - FDI

<sup>159</sup> En. Zeleno polje – metafora za početak od ničega

tehnološka, menadžerska i organizacijska znanja iz osnovnog poduzeća.<sup>160</sup> Prekogranična spajanja i pripajanja u kratkom roku ne moraju imati takvih efekata. Ona mogu predstavljati samo preuzimanje kontrolnog paketa preuzetog poduzeća i gotovo ništa više. Češći je ipak slučaj da će rezultirati barem intervencijama u menadžment, organizaciju i *know-how*. U dužem vremenskom razdoblju, prekogranična spajanja i pripajanja ipak dovode do promjene u razini investicija i zaposlenosti, no ona može biti pozitivna, kao u slučaju *greenfield* investicija, ali i negativna u slučaju da se preuzeto poduzeće restrukturira (što sa sobom obično nosi smanjenje broja zaposlenih) ili čak zatvori.<sup>161</sup>

Ostale razlike između *greenfield* investicija i prekograničnih spajanja i pripajanja mogu se uočiti kod utjecaja ta dva modela ulaska na lokalno tržište. *Greenfield* investicije često sa sobom vuku i oslanjanja na uobičajene poslovne partnere iz zemlje ulaska, dok se poduzeća koja su pristupila prekograničnim integracijama češće u većoj mjeri vežu uz lokalne partnere preuzetog poduzeća. Nadalje, *Greenfield* ulazak najčešće znači i dekoncentraciju lokalnog tržišta (ukoliko to poduzeće nije na njemu već bilo prisutno putem zastupanja), dok prekogranično preuzimanje koncentriranost tržišta ne mora promijeniti. Naravno i tu može doći do iznimaka ukoliko prekograničnim preuzimanje bude preuzeto poduzeće koje bi zbog nekonkurentnosti inače bilo istisnuto s tržišta ili ukoliko je preuzeto poduzeće monopolist, pa se preuzimanjem stvara osnova za daljnje pojačanje tog monopolskog položaja.<sup>162</sup>

Za kraj je bitno naglasiti da iako za zemlju domaćina prekogranično spajanje ili pripajanje ne znači nužno novu investiciju, a *greenfield* znači, za poduzeće koje se širi na nova područja, oba modaliteta predstavljaju povećanje imovine i promjene u organizacijskoj strukturi i strukturi kapitala.

---

<sup>160</sup> WIR 2006: FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development, p. 17.

<sup>161</sup> Ibidem

<sup>162</sup> WIR 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, p. 191.-193.

## 2.5.2. Strateška partnerstva i klasteri

Strateška partnerstva su oblik nevlasničkog povezivanja i suradnje poduzeća. Osnova odnosa je najčešće ugovor, ali on može biti i potpuno neformalan i zasnovan samo na dogovoru. Kod strateških partnerstva, poduzeća surađuju na obostranu korist, najčešće u okviru aktivnosti proizvodno prometnog lanca. Teorija organizacije, počevši od Coasovog članka "Priroda poduzeća"<sup>163</sup>, razmatra razloge zašto na tržištu ne postoji samo jedno veliko poduzeće, odnosno, nasuprot tome, zašto je postojanje poduzeća uopće potrebno za realizaciju tržišnih potreba? Poduzeća svoje područje djelovanja, tragajući za proizvodnom učinkovitosti i minimiziranjem transakcijskih troškova, smještaju negdje između tih dviju krajnosti. Tako dok neke industrije obilježava visoka razina vertikalne integracije, u drugim industrijama je takvo ponašanje neučinkovito uslijed visokih troškova organizacije te su poduzeća specijalizirana samo za dio aktivnosti u ukupnom lancu vrijednosti. U potonjem slučaju, ukoliko ne postoji specifičnost potrebnih resursa, poduzeća se mogu oslanjati na obično tržišno nabavljanje potrebnih inputa. No, ukoliko su ti inputi specifični, poduzeća će sigurnost realizacije transakcija potražiti u ugovornom odnosu.<sup>164</sup> Jedan od uobičajenih načina organizacije takvog odnosa je *outsourcing* ili podugovaranje.

Koristeći ugovorne odnose s drugim poduzećima te suradnjom na za to dogovorenim područjima, poduzeća se mogu orijentirati i specijalizirati samo na dio svoje poslovne aktivnosti koji dodaje vrijednost, a ostalo prepustiti partnerima. U automobilskoj industriji proizvođači sami proizvode između 30 i 70% svojih proizvoda dok ostalo dobavljaju od strateških partnera. U računalnoj industriji postoje slučajevi da proizvođači samo sastavljaju komponente dobavljene od strateških partnera i prodaju proizvod pod svojim brandom, a u tekstilnoj industriji ima primjera i da se cijeli proces proizvodnje prepušta strateškim partnerima, a matično poduzeće zadržava u svojoj kontroli samo dizajn, marketing i distribuciju.

---

<sup>163</sup> Coase, R.: *The nature of firm*, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), p. 386.-405.

<sup>164</sup> Williamson, O.E.: *Chester Barnard and the Incipient Science of Organization, Organization Theory – From Chester Barnard to the Present and Beyond*, Oxford University Press, New York, 1995., p. 195.-197.

Poseban oblik mrežnih organizacija ostvaruju poduzeća povezana u klaster. Klasteri se sastoje od većeg broja malih ili srednjih poduzeća iz jedne djelatnosti na ograničenom geografskom području koja istovremeno njeguju odnose suradnje i konkurencije. Poduzeća povezana u klaster su obično usko specijalizirana pa uspijevaju ostvarivati cjenovno konkurentnu proizvodnju s malim ukupnim proizvodnim razmjerom. Najčešći je slučaj da se poduzeća povezana u klaster grupiraju oko jednog vodećeg poduzeća, koje je posljednje u proizvodnom lancu. Alternativno, poduzeća mogu biti grupirani uz banku ili drugu financijsku instituciju. Veze među poduzećima su nevlasničke, ili obilježene malim vlasničkim udjelima. Za uspješne primjere klastera se često spominje modna industrija i industrija namještaja u Italiji, te industrijski konglomerati u Japanu i Koreji. Među ograničenja klastera može se ubrojiti geografska ograničenost, problem istraživanja i razvoja u malim poduzećima, migracije stanovništva (koje utječu na opstojnost malih obiteljskih poduzeća) te neizvjesnost borbe s cjenovno povoljnijom konkurentskom robom iz Kine i ostalih zemalja s niskim cijenama rada.

Strateškim partnerstvima, kao i vlasničkim integracijama poduzeća, nastoji se postići takva kombinacija povezanih poduzeća da omogućava takvu zajedničku alokaciju koja će omogućiti postizanje sinergijskih efekata uslijed kojih će doći do stvaranja viška vrijednosti za sve uključene strane. Štoviše, strateška partnerstva nerijetko prerastaju u vlasničke integracije i po nekim istraživanjima,<sup>165</sup> takve integracije bilježe veću uspješnost od onih kod kojih prethodne suradnje ovakvog tipa nije bilo. Pretpostavlja se da, kao i što je ranije navedeno kod stupanja u joint venture, strateška partnerstva mogu potencijalnim preuzimanjima poslužiti kao modalitet ulaska na novo tržište kojim se propituje potencijalna uspješnost buduće vlasničke integracije.

---

<sup>165</sup> Agrawal, R., Anad, J. i Croson, R.: *Are there Benefits from Engaging in an Alliance with a Firm Prior to Its Acquisition?*, Strategic Alliances, Palgrave Macmillan Press, 2009., p. 3

### 2.5.3. Zajednička ulaganja (*joint ventures*)

Teorijski i empirijski manje istraživani, ali i dalje značajan oblik ekspanzije poduzeća je pomoću zajedničkog ulaganja, odnosno *joint venture*-a. *Joint venture* predstavlja oblik povezivanja dva ili više poduzeća u jednom dijelu njihova poslovanja, ali zadržavanjem neovisnosti u ostatku, a sa svrhom zajedničkog postizanja poslovnih ciljeva. U tom obliku poslovne suradnje poduzeća osnivaju novo poduzeće u zajedničkom vlasništvu te u okviru njega ostvaruju dogovorenu djelatnost poput proizvodnje, distribucije ili istraživanja i razvoja. Taj se oblik ekspanzije često koristi kad su fiksni troškovi samostalne realizacije projekta previsoki, no može biti motivirano i drugim razlozima poput mogućnosti za uspješne tehnološke i/ili organizacijske sinergije, ili pak ukoliko postoje prepreke za preuzimanje i *greenfield* investiciju.

Prema Raffu, Ryanu i Stähleru, kod razmatranja načina ulaska na tržište države u kojoj još nije bilo prisutno, poduzeće na osnovu određenih čimbenika bira između izvoza proizvoda proizvedenih matičnoj državi, *greenfield* investicije, preuzimanja nekog domaćeg poduzeća ili *joint venture* partnerstva s njime.<sup>166</sup> Greenfield investicija očekivano ima najvišu razinu fiksnih troškova, a preuzimanje ima vjerojatan visok trošak plaćanja premije, pa Joint Venture u određenim okolnostima znači uštedu na fiksnim troškovima u odnosu na prvu, te u odnosu na premiju u drugoj mogućnosti. Pokazuju da će lokalno poduzeće pristati na kooperaciju u obliku *joint venture*a ukoliko vjeruje da je u suprotnom *greenfield* investicija realna opcija. Ako je domaće poduzeće spremno na kooperaciju, poduzeće koje ulazi na tržište će usporedbom fiksnih troškova izabrati između *joint venture*-a i *greenfield*-a, a usporedbom fiksnih troškova *joint venture*a i troška preuzimanja, između te dvije opcije. Ako domaće poduzeće procijeni da nema opasnosti od *greenfield* ulaska, odvagat će profitabilnost *joint venture*a i prodaje uvezene robe, te eventualno poduzeće koje ulazi na tržište prisiliti na izbor između preuzimanja i izvoza.<sup>167</sup>

---

<sup>166</sup> Raff, H., Ryan, M. i Stähler, F.: *The Choice of Market Entry Mode: Greenfield Investment, M&A and Joint Venture*, Economics Working Paper No 2007-19, Kiel, 2007., p. 3.-5.

<sup>167</sup> Ibidem

Primjeri *joint venture* ekspanzije su česti u automobilskoj industriji i to u nekoliko modaliteta. Prvi od njih je da poduzeća surađuju u razvoju i proizvodnji dijela tehnologije koju potom oba ugrađuju u svoje proizvode (npr. suradnja PSA koncerna i Forda kod malih dizel motora). Drugi način je da u zajedničkom proizvodnom pogodu nastaju tehnološki srodni modeli dvaju proizvođača (npr. pogon za proizvodnju automobila Mitsubishi-a i Volva). Treći oblik suradnje je zajednički razvoj i proizvodnja proizvoda koji potom svako poduzeće prodaje pod svojom markom (npr. zajednička proizvodnja zajedno razvijenog automobila iz A segmenta koncerna PSA i Toyote). Za sva tri modaliteta zajedničko je da su: a) u preostalom poslovanju uključena poduzeća potpuno neovisna i b) proizvodi koji zajednički nastaju međusobni konkurenti na tržištu. Razlozi čestih Joint Venture-a u automobilskoj industriji su stalna prekapacitiranost industrije uz istovremenu troškovnu uvjetovanost minimalnog razmjera aktivnosti, te iznimno veliki troškovi razvoja novog proizvoda u visoko konkurentnom okruženju.

Razlozi za ulazak u *joint venture* projekte mogu ležati i u specifičnosti ulaska na strana tržišta. Primjerice, mnogi proizvođači koji su privučeni niskim troškovima rada i ogromnim unutarnjim tržištem pokušali izgraditi tvornicu u Kini, našli su se pred uvjetom danim od državnih vlasti da projekt realiziraju u suradnji s nekim domaćim poduzećem. U tim situacijama *greenfield* investicija uopće nije postojala kao mogućnost, te su poduzeća ili pristajala na zadani uvjet ili odustajali od projekta.

#### **2.5.4. Licenčni ugovori i franšize**

Licencija je dopuštenje ili pravo na osnovi kojega se koristi određena tehnologija, robni ili uslužni žig, te umijeća i iskustva kojima davalac licencije raspolaže. Licencija je pravo na korištenje određene tehnike, a ugovor o licenciji je ugovor o ustupanju, odnosno korištenju takve tehnike, dakle tehničkog znanja, izuma ili zaštićenog prava (patent ili

zaštićeni uzorak). To znači da se licencija odnosi na tehničko znanje ili tehničko iskustvo (know-how) ili pak na poseban oblik know-howa, na zaštićeno znanje.<sup>168</sup>

Kao pod-oblik licencije valja spomenuti franšize koje predstavljaju prava dana distributeru od strane proizvođača za ekskluzivnu ili neekskluzivnu prodaju proizvođačevih proizvoda ili usluga na određenom području. Kao takve, one predstavljaju jeftin način prodora na nova tržišta jer financiranje franšiznih poduzeća, te njihovo vođenje nije u odgovornosti davatelja nego primatelja franšize.<sup>169</sup> Primateljima franšize se, uz pravo na upotrebu naziva franšize i dogovorenih specifičnih tehnoloških i ostalih znanja, može ugovorom ponuditi i konzultantske, financijske i promocijske ustupke. Davatelj franšize za nadoknadu dobiva početnu franšiznu pristojbu, a kasnije, tijekom poslovanja, može ostvarivati stalne prihode u vidu rojaliteta ili pravo sudjelovanja u dobiti ili prihodima poduzeća primatelja franšize. Vjerojatno globalno najpoznatiji primjer širenja franšiznim ugovorima je slučaj McDonald'sa, no široko se koristi i kod drugih lanaca brze prehrane, benzinskih crpnih stanica i u drugim područjima. Ograničenje, odnosno opasnost širenja pomoću franšiza i licencija leži u opasnosti da, obzirom da poduzeća primatelji franšize posluju samostalno i s ograničenim mogućnostima kontrole od strane davatelja franšize, svojim eventualnim propustima mogu izazvati štetne posljedice za cijeli brand, tj. i davatelju franšize odnosno licencije.

### **2.5.5. Kontrola kritičnih resursa putem manjinskih udjela**

Vlasnička integracija poduzeća ponekad se vrši i preuzimanjem manjinskih udjela drugog poduzeća. Mogući motivi takvoj integraciji mogu dolaziti iz dva izvora. Prvo, manjinska ulaganja mogu se vršiti u svrhu osiguranja ključnih resursa. Drugi razlog ovakvog ulaganja može biti čiste spekulativne prirode.

---

<sup>168</sup> <http://wmd.hr/rjecnik-pojmovi-1/web/licencija/> (10.08.2009)

<sup>169</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 13.



Ulaganje sa ciljem kontrole kritičnih resursa<sup>170</sup> rezultat je pokušaja djelomične kontrole poslovnog ponašanja preuzetog poduzeća. Potpuna kontrola nije moguća jer zahtjeva većinski vlasnički udio, no već s preuzimanjem manjeg vlasničkog dijela novi vlasnik može očekivati ostvarivanje nekih od svojih ciljeva. Primjerice, iako manjinski povezana, poduzeća mogu učvrstiti ili izgraditi partnerske odnose i pojačati međusobnu razmjenu. Nadalje, manjinski vlasnički udio može pomoći u ostvarivanju veće razine poslovnog povjerenja i usklađivanja zajedničkih ciljeva. Primjer manjinskog vlasničkog udruživanja može se naći u držanju manjinskog udjela u vlasništvu novinskih kioska od strane proizvođača duhana koji si na taj način želi osigurati zajamčenu i povoljniju poziciju u izlogu kioska. Prodaja cigareta je samo jedan dio poslovanja novinskih kioska i potpuno preuzimanje bi za proizvođače duhana vjerojatno bilo organizacijski ali i ekonomski neisplativo, ukoliko svoje interese mogu zastupati i manjinskim vlasničkim udjelom. Manjinsko ulaganje u svrhu podizanja razine kooperacije i poslovnog povjerenja je često kod grozdovskih organizacija poput japanskih Keiretzua. Iako poduzeća u sastavu takvih poslovnih grozdova imaju snažne poslovne veze strateškog pa i operativnog tipa, uzajamnim manjinskim ulaganjima često nastoje učvrstiti taj odnos.

Drugi navedeni oblik manjinskih ulaganja može u svojoj osnovi imati samo motive spekulativne prirode. Do sada navedeni i elaborirani modaliteti rasta su uvijek sadržavali i veću ili manju razinu strateške, operativne ili financijske kontrole rasta. Međutim, poduzeće može preferirati preuzeti manjinske udjele u poduzećima za koje procijene da imaju dobar položaj za ostvarenje rasta i profita. Manjinska ulaganja s preuzimanjem udjela u vlasništvu do 10% se nazivaju portfolio ulaganjima i tretiraju se čistim financijskim ulaganjima, a ne spajanjima i preuzimanjima. Takva pasivna ulaganja ne daju mogućnost kontrole nad poduzećima čije su udjele kupili već eventualno, ovisno o visini udjela, mogućnost za postavljanje predstavnika u nadzorni ili upravni odbor. Ne omogućavaju ni ostvarenje bilo kakvih sinergija između ulagača i poduzeća čiji manjinski udio posjeduju. Logika takvih ulaganja je u sudjelovanju u dobiti poduzeća u kojem imaju manjinski vlasnički udio, odnosno spekulativno očekivanje rasta cijena dionice te kasnija

---

<sup>170</sup> O tome više, cf. infra 2.3.2. Resursna teorija

prodaja i ostvarenje dobiti. Prema UNCTAD-u, udio manjinskih ulaganja u ukupnoj aktivnosti vlasničkih integracija 1999. je iznosio 13%.<sup>171</sup>

Manjinska ulaganja omogućavaju poduzećima koja posjeduju slobodni kapital, a ne žele ga izravno uložiti u vlastiti investicijski projekt ili integraciju poduzeća, da na pasivan način pokušaju održati vrijednost kapitala ili čak povećati vrijednost poduzeća. Ukoliko je riječ o ulaganjima u udjele poduzeća izlistanih na burzama kapitala, manjinska ulaganja su istodobno i likvidna aktiva, brzo pretvoriva u novac.

## **2.6. ORGANIZACIJSKE IMPLIKACIJE VLASNIČKIH INTEGRACIJA**

Kapitalnim tržištima usmjerena američka i britanska literatura u izučavanju vlasničkih integracija većinu naglaska stavlja na istraživanja povećanja odnosno smanjenja vrijednosti poduzeća pod utjecajem preuzimanja i spajanja. Međutim, nakon što je samo spajanje ili preuzimanje formalno odrađeno, započinje složen i težak proces integracija dva do tada odvojena poslovna sustava u jedan. Integraciju se može definirati kao **interaktivan i postupan proces tijekom kojeg obje strane uče raditi zajedno i kooperirati u transferu strateških sposobnosti.**<sup>172</sup> Kummer i Sterer naglašavaju da dugo, čak godinama, nakon što postanu jedno poduzeće, zaposlenici djeluju u dva tabora: tabor bivših zaposlenika poduzeća „A“ i tabor bivših zaposlenika poduzeća „B“.<sup>173</sup> Proces objedinjavanja dva sustava u jedan ovisit će o željenom stupnju povezivanja, ali i o načinu samog provođenja koordinacije i implementacije unutar novog sustava.

### **2.6.1. Stupnjevi integracije preuzetih poduzeća**

Razina integracije koju će dva udružena poduzeća provesti može biti vrlo različita i ovisi o strateškom opredjeljenju kompanije i uopće razlozima udruživanja. Tako primjerice konglomeratsko udruživanje dva poduzeća vjerojatno za rezultat neće imati operativno

---

<sup>171</sup> WIR 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development, p. 101.

<sup>172</sup> Quah, P. i Joung, S.: *Post Acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As*, European Management Journal, Vol. 23, No1, 2005., p. 66.

<sup>173</sup> Kummer, C. i Sterer, U.: *Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle from Pressure to Failure*, op.cit., p. 46.

povezivanje poslovanja, jer se kod takvih udruživanja ne očekuje, a teško i mogu postići ekonomije razmjera i raspona te razne tehnološke uštede. No kod povezivanja vertikalnog i horizontalnog tipa, slične se efekte može očekivati u većoj ili u manjoj mjeri te će i razina integracije često biti viša. Prema Haspeslaghu i Jemisonu,<sup>174</sup> izbor stupnja integracije ovisiti će o potrebi za strateškom međuovisnošću i potrebi za organizacijskom autonomijom. Stapanje (snažna potreba za međuovisnošću, slaba za autonomijom) će rezultirati punom konsolidacijom organizacija, očuvanje (niska potreba za međudjelovanjem, a visoka za neovisnošću) će biti provedeno tako da kupac ne mijenja metu, a simbioza (visoka potreba za međuovisnošću, ali i za neovisnošću) će u početku biti obilježena koegzistiranjem poduzeća, ali i postepenim povećanjem međuovisnosti.

#### **2.6.1.1. Financijsko povezivanje („politika žetve“)**

Financijsko povezivanje najniži je stupanj post integracijskog povezivanja poduzeća. Uobičajen je kod konglomeratskih integracija, ali može biti prikladan za bilo koju vrstu integracija kojoj su motivi bili prvenstveno financijske prirode. Vrlo često se ovakav tip udruživanja vezuje uz holding društva u američkom gospodarskom prostoru kod kojih članice društva zadržavaju velik dio svojih strateških i operativnih sloboda, a upravi vladajućeg društva su odgovorne prvenstveno za ostvarenje željenog financijskog rezultata. Sa stajališta vladajućeg poduzeća, ovakav oblik povezivanja omogućava ubiranje plodova dobrog poslovanja poduzeća u njegovu vlasništvu, te mogućnost zarađivanja u slučaju kasnije prodaje tog poduzeća ukoliko mu tržišna vrijednost poraste. Možda najpoznatiji primjer financijskog povezivanja je onaj koji vrši poduzeće Berkshire Hathaway Warrena Buffetta, poznato po tome da vrši akvizicije, pretežito poduzeća iz tradicionalnih sektora, te potom preuzeta poduzeća ostavlja da normalno posluju bez puno miješanja i strpljivo čeka rast njihove vrijednosti.

---

<sup>174</sup> Haspeslagh, P. C. i Jemison, D. B.: *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*, The Free Press, New York, 1991., prema Gates, S. i Very, P.: *Measuring Performance During M&A Integration*, Long Range Planning 36, 2003., p. 169.

Još jedna značajna karakteristika ovakvog tipa integriranja poduzeća je mogućnost interne alokacije slobodnih sredstava. Tako bi primjerice jedno od udruženih poduzeća moglo poslovati u starijoj industrijskoj grani koja omogućava stalan i siguran priljev sredstava, ali ne pruža prilike za daljnja profitabilna ulaganja, dok bi drugo poduzeće moglo biti iz propulzivne djelatnosti s mnogo prilika za ulaganje, ali velik zahtjevima za slobodnim sredstvima. Financijskim povezivanjem može se omogućiti da se višak sredstava iz jednog podsustava preusmjeri u drugi podsustav, te da, ukoliko je riječ o internom pozajmljivanju, sustav s viškom novčanih sredstava, dobije priliku za njihov plasman, a poduzeće s potrebom za sredstvima dobije povoljnije uvjete nego što ih može ostvariti na tržištu novca. Ovakva strategija može se postaviti i s ciljem lakšeg prebrođivanja negativnih dijelova gospodarskih ciklusa koji neće obje industrije pogoditi odjednom ili u jednakoj mjeri.

#### **2.6.1.2. Strateško povezivanje**

Sljedeći stupanj povezivanja vlasnički integriranih poduzeća čini strateško povezivanje. Kao i kod prethodnog stupnja, povezana poduzeća nastavljaju relativno samostalno poslovati. Međutim, u ovom obliku dolazi do povezivanja strateški bitnih dijelova poslovanja. To se može odnositi na bilo koji dio poduzeća, no najčešće se radi o povezivanjima istraživanja i razvoja, zatim transferu tehnologije te zajedničkom marketingu i pristupu tržištu.

Strateško povezivanje na područjima istraživanja i razvoja, i to čak ne nužno samo kod vlasnički povezanih poduzeća, je sve češća pojava u mnogim industrijama u kojima su ta područja skupa, a presudna po poslovni uspjeh. Tako su u automobilskoj industriji česta strateška povezivanja u razvoju novih motora, elektronike i sigurnosnih sustava, jer takva zajednički razvijena tehnologija može kasnije biti korištena kod svih uključenih poduzeća, a bez nužne potreba za operativnim povezivanjem u primjeni iste. Slično se često bilježi u elektroničkoj industriji kod resursno zahtjevnih razvoja proizvoda za budućnost pri čemu se udruživanjem postiže smanjivanje financijskog opterećenja

razvoja, ali i postizanje boljih rezultata uslijed združenog znanja te postizanje buduće kompatibilnosti razvijenih rješenja.

Korak dalje kod vlasnički združenih poduzeća predstavljaju transferi tehnologije koji primateljima omogućavaju povoljno i brzo stjecanje rješenja, a potpunom poduzeću uspješniji rast uslijed povećanja konkurentskih prednosti njegovih strateški povezanih dijelova. Suradnja relativno samostalnih pod-dijelova vlasnički integriranog poduzeća česta je i u marketinškoj sferi, posebno ukoliko se radi o komplementarnim proizvodima. U takvim slučajevima, usprkos izostanka operativnog povezivanja, cijeli sustav može ostvarivati pozitivne efekte uslijed postignutih ušteda, ali i eventualnih poboljšanja efektivnosti unutar marketing miksa.

Za razliku od strateškog povezivanja vlasnički nepovezanih poduzeća u okviru klastera ili strateških saveza kod kojih i nakon povezivanja postoji međusobno rivalstvo, ali i pokušaji da se iz odnosa izvuče maksimalnu korist uz minimalno zalaganje poduzeća, kod vlasničke integracije bi objekti strateškog povezivanja trebali u većoj mjeri nastojati pridonositi zajedničkim, a manje pojedinačnim interesima povezanih poduzeća.<sup>175</sup>

### **2.6.1.3. Operativno povezivanje**

Operativno povezivanje vlasnički integriranih poduzeća daljnji je korak u nastojanju iskorištavanja sinergijskih efekata koji nastaju kao rezultat ekonomija razmjera i raspona. Uz uključivanje aspekata povezivanja prisutnih i u strateškom povezivanju, dakle zajedničkog razvoja i marketinga te transfera tehnologije, operativnim povezivanjem može doći do zajedničkog planiranja kapaciteta, ekonomika specijalizacije, zajedničke nabavke sirovina (uključujući tipizaciju i standardizaciju inputa), suradnje u proizvodnji te na koncu suradnje u distribuciji proizvoda. Primjere za operativno povezivanje zacijelo

---

<sup>175</sup> Agrawal, R., Anad, J. i Croson, R.: *Are there Benefits from Engaging in an Alliance with a Firm Prior to Its Acquisition?*, op.cit., p. 3.-4.

se može naći u svim industrijama koje je obilježilo vertikalno ili horizontalno udruživanje, no ponovno vrijedi istaknuti automobilsku industriju koja se neprestano sve više konsolidira, a vlasnički integrirani, no pravno i dalje neovisni proizvođači dijele sve ranije navedene aspekte operativnog povezivanja. Tako integrirana poduzeća i dalje zadržavaju određenu razinu samostalnosti (doduše najčešće u operativnom odlučivanju dok se strateško odlučivanje vrši u okviru vladajućeg poduzeća) i pravni identitet, dok se međusobno integriraju dijelovi tih poduzeća koji osiguravaju uštede i povećanje produktivnosti

#### **2.6.1.4. Potpuno stapanje**

Najviši stupanj integracije vlasnički povezanih poduzeća je potpuno stapanje. U tom stupnju integracije ostaje postojati samo jedno poduzeće, a preuzeto postaje kapacitetima, zalihama i svim ostalim strateškim i operativnim politikama njegov sastavni dio. U slučajevima potpunog stapanja, a posebno ukoliko je prije integracije bila riječ o proizvodnim programom bliskim ili komplementarnim poduzećima, moguće je i da novo poduzeće bude organizirano u okviru funkcionalne organizacijske strukture, te da pripojeno poduzeće ne postane divizija nego sastavni dio jedinstvenog sustava. Na taj su način moguće maksimalne razine ušteda koje proizlaze iz specijalizacije, podjele rada, ekonomika veličina, ali i objedinjavanja štabnih službi i jedinstvene uprave. Primjere potpunog stapanje je u Hrvatskoj najlakše naći kod preuzimanja unutar sektora trgovine, a djelomično i unutar sektora bankarstva, kada su pripojena poduzeća nestala, a njihovi zaposlenici nastavili poslovati u istim prostorima i sličnim ostalim uvjetima, ali pod direktnom upravom novih vlasnika.

Stupanj integracije koji će u nakon nekog vlasničkog spajanja ili preuzimanja biti ostvaren ovisit će o strateškom opredjeljenju menadžmenta, ali i o načinu poslovanja i postizanja konkurentskih prednosti ovisno o pojedinoj industrijskoj grani, zemljopisnom ili gospodarskom prostoru ili drugim specifičnostima. Važnost strateške odluke o budućoj razini integracije naglašena je činjenicom da je željeni stupanj integriranosti usko vezan uz predstojeće organizacijske promjene. Što je viša razina integracije, to će veći dio

dijelova organizacije i funkcionalnih odjela u oba poduzeća trebati kooperirati i koordinirati sa svrhom postizanja željene razine strukturalnog, operacijskog i kulturnog jedinstva.<sup>176</sup>

## **2.6.2. Koordinacija i integracija poslovnog sustava**

Nakon odluke da će se željena dinamika rasta i razvoja poduzeća pokušati postići vlasničkim integracijama, odabira modaliteta integracije, izbora ciljanog poduzeća za spajanje ili pripajanje, odrađenog *due diligence*-a, postavljanja cijene, te napokon provedenog formalnog spajanja, na red dolazi jedan od najtežih i za uspjeh cijelog projekta najkritičnijih procesa, a to je proces koordinacije i integracije do tad odvojenih poduzeća u jedinstveni sustav te za to potrebnog restrukturiranja.

### **2.6.2.1. Post-integracijska koordinacija**

*„Post-akvizicijska koordinacija između preuzete i dotadašnjih divizija je značajan faktor od konceptualne i praktične važnosti. Konceptualno, ovaj fenomen predstavlja prirodni eksperiment rastvaranja granica poduzeća. Završetak koordinacije trebao bi predstavljati trenutak kad se dva prethodno autonomna poduzeća počnu ponašati kao jedinstveno ekonomsko i socijalno tijelo s odstranjenim svim granicama među poduzećima,“* navode Agrawal, Anad i Crosol, te nastavljaju: *„S aspekta praktičnog značaja, loša koordinacija je identificirana kao česti krivac za lošu uspješnost preuzimanja. Dok poduzeća s uspješnom integracijom mogu uživati u dobrobitima vlasničkih spajanja i pripajanja, ostala poduzeća mogu osjećati posljedice menadžerskih smjena, lošeg donošenja odluka*

---

<sup>176</sup> Zollo, M. i Singh, H.: *Deliberate Learning In Corporate Acquisitions: Post-Acquisition Strategies And Integration Capability In U.S. Bank Mergers*, Strategic Management Journal, 25, 1233–1256, 2004., p. 1239.

*i unutarnjih zavada, koje sve vode k financijskim gubicima.*<sup>177</sup> Prema njihovu shvaćanju, koordinacija predstavlja donošenje odluka o alokaciji resursa unutar novog sustava. Smatraju da su preuzimateljsko i preuzeto poduzeće postigli koordinaciju kada su njihovi resursi alocirani na način da omogućavaju njihovo optimalno korištenje, a tada i ostvarivanje sinergijskih koristi. Za razliku od predintegracijskog optimiziranja upotrebe resursa za ostvarenje svojih pojedinačnih ciljeva, rezultat procesa koordinacije trebao bi biti optimizacija zajedničkih pa i na uštrb pojedinačnih ciljeva.

Pokušaje koordinacije donedavno neovisnih organizacija k zajedničkim ciljevima otežava mogućnost nastanka inter-organizacijskih otpora i konflikata. March i Simon<sup>178</sup> navode tri osnovna izvora potencijalnih konflikata među grupama unutar organizacije i to:

- potreba za zajedničkim odlučivanjem,
- različitost ciljeva unutar grupa i
- različitosti u individualnoj percepciji.

Koordinacija je otežana što je veća zajednička potreba za ograničenim resursima. Kod neovisnih poduzeća se često pretpostavlja da imaju jedinstvene ciljeve, što ne mora nužno biti slučaj, no kod integriranih poduzeća se taj sustav ciljeva tek treba implementirati u pridružene dijelove. Obzirom da su prije udruživanja poduzeća nastojala maksimizirati vlastite ciljeve, nakon udruživanja koordinaciju ciljeva otežava moguća percepcija dijelova poduzeća da ih novonastala situacija dovodi u podređeni položaj. Neuspjeh u koordinaciji tada može prouzročiti izostanak sinergija koje su očekivani rezultat upravo združenog djelovanja.

Kogut i Zander<sup>179</sup> napominju da je jedan od razloga postojanja poduzeća u teoriji organizacije to što unutar granica organizacije postoji znanje koje ne postoji na tržištu ili između poduzeća. Granice poduzeća određuje to što učenje nije ograničeno samo fizički uz lokaciju nego i mentalno u obliku identiteta. Postojanje specifičnih prednosti koje

---

<sup>177</sup> Agrawal, R., Anad, J. i Crosol, R.: *Do Pre-Acquisition Alliances Help in Post-Acquisition Coordination: An Experimental Approach*, Working paper, 2005., p. 4.

<sup>178</sup> March, J.G., i Simon, H.A.: *Organizations*, 4th printing, John Wiley and Sons, USA, 1963., p. 121.-129.

<sup>179</sup> Kogut, B. i Zander, U.: *What Firms Do? Coordination, Identity and Learning*, *Organization Science*, Vol 7, No 5, 1996., p. 515.



poduzeće ima nije u obliku kognitivnog znanja, već u obliku proceduralnog znanja stvaranog metodama komunikacije i koordinacije unutar poduzeća. Obzirom da osnovu organizacije čine njezini ljudski resursi, pitanje uspješnosti koordinacije je zapravo pitanje upravljanja socijalnim kapitalom združenih poduzeća, a uspjeh u tome je vjerojatno presudan čimbenik uspješnosti integracije.

Daljnje isticanje organizacijski stečenih znanja dali su Singh i Zollo<sup>180</sup> naglašavajući značaj kodifikacije znanja. Naime, oni za organizacijska znanja naglašavaju stupanj izrecivosti, naučivosti i kodifikacije<sup>181</sup>, odnosno sposobnost pojedinca ili grupe da budu svjesni znanja koje imaju, znaju ga izreći i stoga prenijeti preko pisanog medija. To je važno stoga što se unutar organizacije znanje lakše prenosi ukoliko je u eksplicitnoj, pisanoj formi, nego ukoliko je implicitno, u glavama zaposlenika. Poduzeća sama odlučuju koji dio znanja o načinu uspješnog izvršavanja nekog posla će tako kodificirati i formalizirati (nije nužno da sve stečeno znanje bude kodificirano). Pri kodifikaciji, odnosno pisanju postupaka i procedura, uključeni pojedinac ili grupa će iz prijašnjeg znanja i iskustva pretpostaviti nivo uspješnosti zadataka koji se postiže s tim kodificiranim uputama. Stupanj u kojem se prošla iskustva uspiju izreći, naučiti i kodificirati je ključan za stvaranje uspješne organizacijske prakse. Obzirom da su procesi spajanja i pripajanja za konkretno poduzeće rijetka i vrlo heterogena iskustva, stupanj u kojem uspiju naučiti, spoznati i kodificirati akumulirane spoznaje iz prošlih preuzimanja, mogao bi se pokazati ključan za uspješno provođenje procesa koordinacije i integracije na novopridruženi dio sustava. Nadalje, autori naglašavaju da u skladu sa spoznajama razvoja krivulje učenja poduzeće može razviti kolektivnu sposobnost upravljanja procesima preuzimanja uz pomoć korištenja rutiniranog znanja. Zbog te sposobnosti implementacije metoda i tehnike koordinacije pripojenog sustava, poduzeća s više iskustva u preuzimanjima može ostvariti uspješnu integraciju.

Koordinacija je proces donošenja odluka o alokaciji zajedničkih resursa poduzeća, ali i način prenošenja odluka, organizacijskog znanja, tehnika, metoda i načina obavljanja određenih poslova. Kao takva je nužan dio postakvizicijske integracije poduzeća u

---

<sup>180</sup> Singh, H. i Zollo, M.: *Post-acquisition Strategies, Integration Capability, and the Economic Performance of Corporate Acquisitions*, op.cit., 11.-14.

<sup>181</sup> En. articulable, teachable, and codifiable

jedinstven poslovni sustav. Uspješna koordinacija pretpostavlja i uspješno upravljanje socijalnim kapitalom te je i stoga odrednica uspješnosti integriranog poduzeća. Odgovornost za uspješnu koordinaciju je na vrhovnom menadžmentu čija je uloga da izabere potrebnu razinu centralizirane/decentralizirane kontrole te motivira voditelje divizija ili odjeljenja da djeluju u smjeru ukupne dobrobiti. Ukoliko u tome ne uspiju, postoji opasnost od nastanka krize uslijed pretjerane birokratizacije poznate pod nazivom „*crisis of the red tape*“;<sup>182</sup> Takvo poduzeće postaje previše oslonjeno na formalnu organizaciju u pokušajima koordiniranja svojih aktivnosti pa umjesto poboljšanja, često dolazi do smanjenja učinkovitosti.<sup>183</sup>

#### **2.6.2.2. Proces integriranja**

Proces integriranja dva poslovna sustava u jedan je složen ali i ključan za uspjeh spajanja ili pripajanja poduzeća. Pokazano je da poduzeća koja češće sudjeluju u integracijskim aktivnostima imaju stečena znanja, ali i razrađene tehnike i metode odrađivanja pojedinih dijelova integracijskog procesa, a s ciljem uspješnije integracije.

Elementi poduzeća koji postaju predmet integracije su prije svega zaposlenici na razini uprave, menadžmenta i štabnih službi. Nadalje, predmetom integracije trebaju biti financijski, opipljivi i neopipljivi resursi poduzeća. Od procesa integrirati je potrebno osnovne poslovne procese uključujući sustav menadžmenta, upravljanje kompenzacijama (plaćama i bonusima zaposlenih) i sustav poticanja inoviranja.<sup>184</sup> Iako su procesi integracija vrlo različiti od slučaja do slučaja, svjesnost potrebnih radnji, njihova priprema i planiranje omogućavaju stvaranje organizacijskih rutina koje olakšavaju integraciju. Prikaz mogućih elemenata procesa integracije dan je u Shemi 2.2.

---

<sup>182</sup> En. kriza crvene trake, pojam koji označava sustav previše rigidnog i previše formalnog postavljanja pravila

<sup>183</sup> Jones, G.R.: *Organizational Theory, Text and Cases*, Third Edition, Prentice Hall, New Jersey, 2001., p. 345.

<sup>184</sup> Lajoux, A.R.: *The Art of M&A Integration: A Guide to Merging Resources, Processes, and Responsibilities*, Second edition, McGraw-Hill, 2006., p. 36.

Proces integriranja poduzeća se počinje pripremati prije samog spajanja ili preuzimanja, konkretnije već u fazi *due diligencea*. Još tijekom tog procesa trebali bi biti ustanovljeni načini kombiniranja imovine, procesa i ostalih resursa, a u cilju ostvarenja troškovnih ušteda i poboljšanja produktivnosti.<sup>185</sup> Te informacije su bitne i zbog planiranja očekivanih sinergija i dinamike integracije i trebale bi biti osnovica za postavljanje cijene koja će biti ponuđena za kupnju udjela. Kao dio ugovora o preuzimanju mogu se ugraditi bitne odredbe o budućim plaćama zaposlenika, ali i odnosa s postojećim kupcima i dobavljačima. Poželjno je ugovorno dogovoriti i jamčenje prodavača da je financijska situacija poduzeća onakva kakvom ju se predočuje, međutim prodavači rijetko pristaju na takve odredbe.

Tijekom procesa preuzimanja sastavlja se grupa za upravljanje integracijom koja će imati ključnu ulogu u provođenju i nadgledanju integracijskog procesa. Zadaci te grupe sežu od sastavljanja plana integracije, postavljanja ciljeva glede željene ekonomske učinkovitosti poslovanja združenog poduzeća, odabir indikatora i mjera kojima će se ta u uspješnost kontrolirati, formiranja sustava ranog upozorenja u slučaju odstupanja od planiranog tijeka, kontrola tijeka integriranja, te uspostavljanje komunikacijske osnove za snažno i sustavno promoviranje uspješnosti integracije unutar organizacije.

Provođenjem komunikacijskog plana treba se osigurati što bolje upoznavanje zaposlenika sa svima njima bitnim aspektima organizacije. Naime, ljudski resursi su ključni činitelj uspješnosti svakog poduzeća pa se komuniciranjem treba umanjiti stres, strah i nesigurnost zaposlenika oko sigurnosti radnog mjesta, politike plaća i prava radnika i ostalih njima bitnih pitanja. Time se nastoji minimizirati gubitak za uspjeh poduzeća važnih zaposlenika uslijed integracijskih turbulencija.

---

<sup>185</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 282.

## Shema 2.2. Integracija kao proces

Planiranje integracije	Razvoj komunikacijskog plana	Kreiranje nove organizacije	Razvoj plana osoblja	Funkcionalna integracija	Izgradnja nove organizacijske kulture
Planiranja prije spajanja/ pripajanja: - usavršavanje metode evaluacije - dogovaranje detalja transakcije - pregovori oko ugovornih obveza	Stakeholderi: - zaposlenici - kupci - dobavljači - investitori - zajednica (i regulatorni organi)	Učenje iz prošlih iskustava	Određivanje potreba za osobljem u novoj organizaciji	Ponovno ocjenjivanje podataka iz due diligencea	Identifikacija kulturnih specifičnosti
		Poslovne potrebe određuju organizacijsku strukturu	Određivanje dostupnosti resursa	Provođenje usporedbe performansi	Integracija kroz zajedničke: - ciljeve - standarde - usluge - prostor
		Integriranje organizacijske strukture	Sastavljanje vremenskih planova potreba za osobljem	Integracija poslovnih funkcija	
			Razvoj strategije kompenzacija		
			Kreiranje pomoćnog informacijskog sustava		

Izvor: DePamphilis, D.: Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, Second edition, Academic press, 2003., p. 283.

Prilikom kreiranja nove organizacije, menadžment poduzeća treba iskoristiti pozitivna naslijeđena znanja preuzete organizacije te ih razmotriti u implementaciju novog združenog sustava. Pritom cilj integracije nije zadovoljavanje parcijalnih interesa poduzeća, već ukupno poboljšanje uspješnosti poslovanja zbog kojeg se vlasničkoj integraciji i pristupilo. U ovoj se fazi formiraju nove hijerarhije, odnosno organizacijska struktura, stupanj centralizacije i formalizacije, način donošenja i provođenja odluka i ostali aspekti koordinacije. Služba za upravljanje ljudskim potencijalima pritom mora sustavno revidirati potrebe za zaposlenicima, ustanoviti viškove uslijed eventualnih preklapanja, možebitnu potrebu za novim zaposlenicima pa u skladu s time sastaviti plan zapošljavanja.

Prema potrebi treba sastaviti planove dodatnog osposobljavanja, organizirati treninge i tečajeve. U željenoj mjeri treba uskladiti i sustave nagrađivanja obzirom da su se zacijelo razlikovali u poduzećima prije spajanja.

U slijedećoj fazi dolazi do funkcionalne integracije. Novim spoznajama se revidiraju podaci prikupljeni due diligence-om i ponovno postavljaju mjerila. Ukoliko se radi o integraciji visokog stupnja koja se provodi potpunim stapanjem, u fazi funkcionalne integracije dolazi do sjedinjavanja ili barem usklađivanja proizvodnog procesa, unificiranja dijelova informacijskog sustava, formiranje sustava kontrole, financijskog izvještavanja, usklađivanje službi nabave i prodaje. Ukoliko je riječ o poduzeću s formiranom službom istraživanja i razvoja, njezin značaj u ostvarenju sinergija može biti među najvažnijima, poput sinergija u proizvodnom pogonu ili financijskih sinergija. Uspješnost ove faze integracije će i općenito determinirati uspješnost u postizanju operativnih sinergija kao jednog od ciljeva vlasničkog povezivanja poduzeća.

Zadnji aspekt integracije unutar integracijskog procesa je u izgradnji zajedničke organizacijske kulture i sustava vrijednosti kroz prevladavanja različitosti koje mogu biti rezultat prijašnjih razlika u razinama centralizacije i formalizacije, tehnoloških razlika, stupnja zrelosti organizacije te drugih mogućih geografskih i kulturnih različitosti.

### **2.6.2.3. Ključni čimbenici uspješne integracije**

Postoji konsenzualno shvaćanje o tome da je uspješno provođenje integracije jedan od najtežih i najvažnijih elemenata cijelog procesa spajanja i pripajanja i da će o uspješnosti integriranja ovisiti uspješnost cijelog posla (slikovit prikaz integracije može se vidjeti na Shemi 2.3.). Ipak, za razliku nebrojenih istraživanja o utjecaju spajanja i pripajanja na poslovanje poduzeća pri kojima se istražuju faktori poput modaliteta plaćanja, relativne veličine mete ili njezin pravni i tržišni status te njihovo djelovanje na tržišnu vrijednost ili čak na operativnu efikasnost poduzeća, istraživanje efikasnosti procesa integriranja je mnogostruko teži posao. Naime, pri integriranju je potrebno provesti tehničku integraciju i ljudsku integraciju i potonji zadatak je posebno delikatan, a sustavi mjerenja ovakvih prilagodbi i promjena za sada još uvijek nedostatni u objašnjavanju uzročno-posljedičnih

veza te tako i jasnijem objašnjavanju ključnih čimbenika uspješnog provođenja integracije.

Jedan od najčešće spominjanih čimbenika je brzina provođenja integracije. Ako se uzme da je vrijednost poduzeća određena sumom očekivanih neto novčanih tijekova, a preuzimanje drugog poduzeća tretira kao investicija, brža integracija omogućava brži povrat investicije i stoga poboljšava neto novčane tokove i podiže vrijednost poduzeća. Naravno, pritom se misli na vrijednost poduzeća na burzama i teorijske osnove formiranja cijene dionice.<sup>186</sup> U skladu s tim Angwin<sup>187</sup> ukazuje da se naglasak stavlja na zabilježeni napredak u određenom vremenskom periodu, najčešće 90 ili 100 dana. Ispravnije bi bilo mjeriti ukupno potrebno vrijeme za dovršetak integracije, a ne napredak u fiksnom vremenskom okviru, no teško je procijeniti kada je proces završen pa se na ovaj način sagledava obujam provedenih promjena u proizvoljno odabranom razdoblju. Osim već spomenutog bržeg povratka uloženi sredstva, brzinu integracije se smatra važnom zbog skraćivanja neizvjesnosti zaposlenika, koja predstavlja jedan od najvećih postintegracijskih problema zbog odljeva radne snage i gubitka ključnih resursa. S organizacijskog aspekta, brža integracija predstavlja brži početak funkcioniranja punog kapaciteta organizacije, tj. prestanak potrebe za trošenjem resursa na prilagodbu. S aspekta konkurentnosti, brža integracije predstavlja manji vremenski period koji će konkurenti imati na raspolaganju da se prilagode novonastaloj situaciji.<sup>188</sup>

Nasuprot idejama o potrebi za što bržom integracijom, Quah i Young<sup>189</sup> kao najveće prepreke uspješnoj integraciji naglašavaju otpor koji pruža menadžment preuzetog poduzeća i otpor koji pružaju njegovi zaposlenici, a što se posebno odnosi na prekogranična preuzimanja s izraženim razlikama u kulturi. Kulturne različitosti dovode do stvaranja otpora u pokušajima uspostavljanja procesa reorganizacije, komunikacije i implementacijom predloženih promjena. S ciljem prevladavanja tih problema, integracijski proces bi trebalo provoditi postupno. U prvom dijelu procesa – u prvom

---

<sup>186</sup> Prohaska, Z.: *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest, Zagreb, 1996., p. 42.-49.

<sup>187</sup> Angwin, D.: *Speed in M&A Integration, The First 100 Days*, European Management Journal Vol. 22, No. 4, 2004, p. 418.-430.

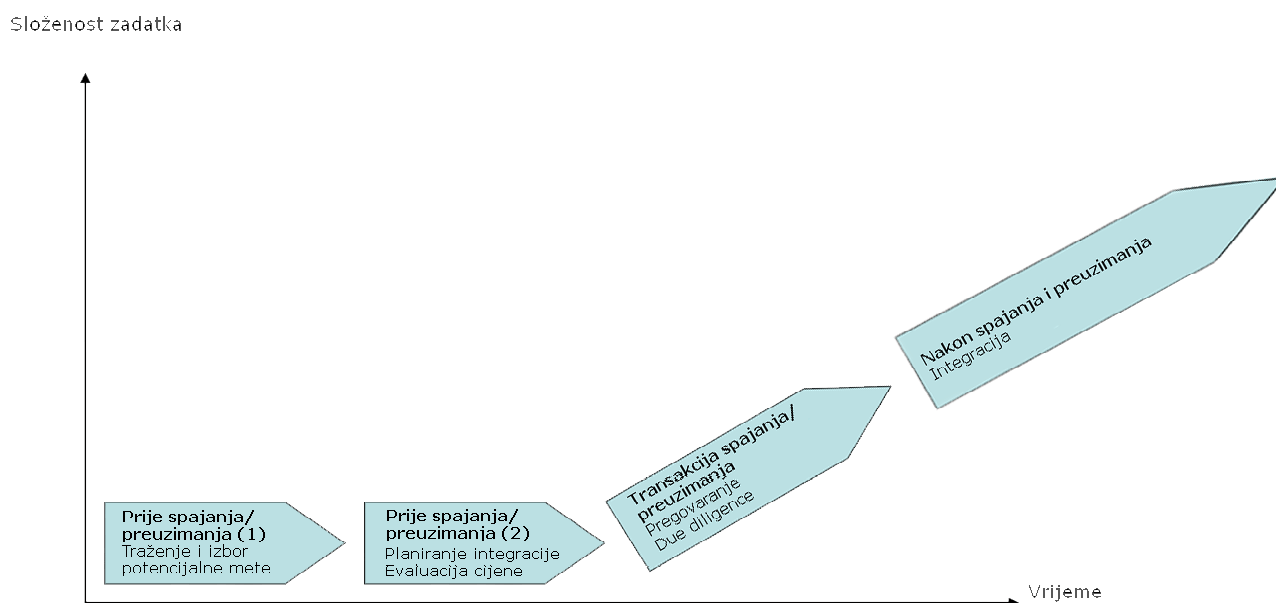
<sup>188</sup> Ibidem

<sup>189</sup> Quah, P. i Joung, S.: *Post Acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As*, op.cit., p. 70.

godini do dvije nakon preuzimanja, unošene promjene u poslovanje preuzetog poduzeća su minimalne. Na taj se način nastoji maksimalno umanjiti stres, pa time i odljev zaposlenika te pokazati dobavljačima i kupcima da će poslovanje s njima biti stabilno. Kako bi se uspjelo, u tom razdoblju je najčešće zadržan prijašnji vrhovni menadžment preuzetog poduzeća. Nakon toga, u sljedećoj fazi koja traje približno od druge do pete godine, poduzeća pristupaju potpunijoj integraciji. Pozitivne rezultate postupne integracije objašnjavaju time što se kroz duže postavljeno razdoblje prilagodbe sa zaposlenicima uspijeva iskomunicirati potrebu za promjenama pa sami zaposlenici prihvate činjenicu novih vlasnika i počnu ih doživljavati kao nove šefove.

Gates i Vary<sup>190</sup> prepoznaju dvije skupine čimbenika koji utječu na uspješnost integracije: čimbenike koji doprinose stvaranju vrijednosti i čimbenike koji ju uništavaju. Među glavne izvore stvaratelja vrijednosti ubrajaju strateške mogućnosti i sinergijske efekte

### Shema 2.3. Proces i složenost zadataka u spajanjima i pripajanjima



Izvor: Kummer, C. i Sterer, U.: Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle from Pressure to Failure, Strategic Management Review, 2, 2008.

<sup>190</sup> Gates, S. i Vary, P.: *Measuring Performance During M&A Integration*, Long Range Planning 36, 2003., p. 172.–173.

zbog kojih se poduzeća i upuštaju u spajanja i pripajanja očekujući izgradnju komparativnih prednosti pa potom i veću uspješnost poslovanja. Čimbenike koji može bitno uništavaju vrijednosti dijele na vanjske i unutarnje. Vanjske čine svi događaji iz okruženja koji mogu umanjiti uspješnost poduzeća, a to su stoga primarno negativne reakcije kupaca, dobavljača i konkurenata na integraciju. Unutar poduzeća na uništavanje vrijednosti mogu djelovati događanja koja se tiču ljudskih resursa, procesa menadžmenta i integracijskih odluka. Potencijalni problemi glede ljudskih resursa nastaju uslijed već navođenih problema zaposlenika sa stresom i neizvjesnošću vezanih uz strah od gubitka posla, pogoršanja radnih uvjeta, otpora promjenama, različitosti organizacijskih kultura i drugih faktora. Menadžerski procesi mogu postati uništavači vrijednosti ukoliko među onima u poduzeću preuzimatelja i u onima preuzetog poduzeća postoje znatne i teže premostive razlike, ukoliko postoje razlike u politikama upravljanja ljudskim resursima, te sve češće ukoliko postoji nekompatibilnost u informacijskoj tehnologiji koja otežava sustave komuniciranja, izvještavanja, donošenja i provođenja odluka. Integracijske odluke koje mogu dovesti do uništavanja vrijednosti su neadekvatno kadrovanje, posebno menadžera, tijekom procesa integracije te loše odabrani tempo procesa integriranja. Problem neuspjelog upravljanja s ove tri skupine faktora može dovesti do neuspjeha u iskorištavanju sinergijskih i strateških potencijala, ali i gubitka ključnih zaposlenika i pada produktivnosti.

Glede ključnih čimbenika uspješnosti integracije, zanimljivo je anketno ispitivanje na 80 ispitanika iz 20 europskih korporacija koje su u posljednje 3 godine sudjelovale u spajanju ili pripajanju.<sup>191</sup> Iz svake je korporacije bilo uključeno po 4 zaposlenika iz i to glavni izvršni menadžer, financijski menadžer, operativni menadžer, te voditelji odjela za upravljanje ljudskim resursima i odjela informacijske tehnologije. Na vrijednosnoj skali s ponuđenim čimbenicima za uspješnost integracije kao najvažniji su redom izabrani:

1. uspostava odgovarajućeg menadžerskog tima
2. strukturirano provođenje integracije
3. planiranje integracije

---

<sup>191</sup> \*\*\* M&A Integration - In association with: *A mergermarket report on issues surrounding post-deal integration for European companies*, Mergermarket, 2007., p. 7.-9.



4. vodstvo i odgovornost za integraciju
5. interna komunikacija
6. brzina integracije
7. na integraciju usredotočen due diligence
8. integracija sustava i infrastrukture informacijske tehnologije
9. integracija odjela prodaje i marketinga
10. zadržavanje ključnih talenata ...

Menadžerski odgovori pokazali su drugačije gledište stavljajući težište na menadžersku domenu integracije za razliku od većine teorijske literature koja naglašava brzinu integracije i brigu o zadržavanju ključnih talenata. Odstupanje vrijednosnih poredaka iz teorijske i empirijske literature od vrijednosnih poredaka anketiranih menadžera proizlazi iz različitosti u iskustvima, točki gledišta i načinu utvrđivanja predloženih sustava važnosti.

Kad je pak zatraženo da odrede koji dijelovi integracijskog procesa su iziskivali najviše truda tijekom provedbe, poredak je bio sljedeći:

1. informacijska tehnologija
2. prodaja marketing i grupa za razvoj poslovanja
3. financijski menadžment i pomoćne službe
4. organizacijske vrijednosti, principi, kultura i ponašanje
5. asortiman proizvoda i usluga
6. upravljanje nabavnim lancima
7. upravljanje kompenzacijama (plaćama i shemama nagrađivanja)
8. branding
9. istraživanje i razvoj te razvoj novih proizvoda
10. politike i procedure koje nisu vezane uz zaposlenike

Postavljanje informacijske tehnologije na prvo mjesto pokazao je ne samo njezinu važnost u poduzeću današnjih poslovnih sustava, pogotovo onih veće veličine, nego i na očite potrebe za usklađivanjem tehničko-tehnoloških aspekata poslovanja, u čemu

vjerojatno naglasak nije bio na hardverskim rješenjima, već na različitosti alata, metoda i općenito sustava informiranja, izvještavanja i odlučivanja.

Unatoč općem mišljenju da je proces integracije jedan od najvažnijih i najosjetljivijih dijelova vlasničkih spajanja poduzeća i unatoč postojanja mnogih konzultantskih kuća specijaliziranih za pomoć u integraciji, za uspješno povezivanje i dalje ne postoje jednostavni ni jednoznačni recepti. Organizacije su iznimno kompleksni sustavi s mnoštvom bitnih i specifičnih aspekata koji nisu prikazani u poslovnim knjigama ni organizacijskim aktima pa je spajanja organizacija, zbog presudnog utjecaja ljudskog faktora, tj. njihovih zaposlenika, kupaca, dobavljača i ostalih interesnih skupina, mnogo više od financijske, tržišne pa i tehnološke konsolidacije. Zbog toga se može očekivati da će tek s boljim teorijskim i empirijskim poznavanjem procesa integracije doći do porasta uspješnosti spajanja i pripajanja poduzeća.

### **3. PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA U SVIJETU**

Uspješnost vlasničkih integracija, posebno onih u SAD-u i u zemljama Europske unije, je bila predmetom proučavanja mnogih teorijskih, ali i nebrojenih empirijskih istraživanja. Razloge za tako veliki broj provedenih istraživanja može se tražiti u značaju spajanja i pripajanja kao dominantnog oblika prekograničnog širenja poduzeća, ali i jednog od najvažnijih oblika rasta poduzeća uopće. Međutim, brojnost tih istraživanja zacijelo je rezultat i prilično različitih pa često i oprečnih rezultata do kojih su istraživanja dolazila, te različitih mogućnosti istraživanja uspješnosti. U daljnjem pregledu navest će se neke od najvažnijih rezultata empirijskih istraživanja obzirom na kriterije ocjenjivanja uspješnosti, te na promatrano razdoblje, a potom će se prikazati značaj propitivanih čimbenika za koje se nastojalo utvrditi jesu li od utjecaja na uspješnost integracije. Nadalje, u ovom dijelu rada će biti preneseni i zaključci proistekli iz istraživanja vlasničkih integracija na uspješnost poslovanja preuzetih poduzeća u Republici Hrvatskoj.

#### **3.1. ISTRAŽIVANJA UTJECAJA VLASNIČKIH INTEGRACIJA NA TRŽIŠNU VRIJEDNOST PODUZEĆA**

Promatranje tržišne vrijednosti poduzeća obzirom na provedenu integraciju je najčešći oblik istraživanja uspješnosti transakcija. Posebno to vrijedi za istraživanja provođenja u SAD-u i Ujedinjenom kraljevstvu. Kako su ta tržišta kapitalom iznimno razvijena i likvidna, smatra se da u tim uvjetima promjena vrijednosti dionica na burzama, odnosno promjena vrijednosti poduzeća s aspekta njegovih vlasnika, vrlo izravno reflektira uspješnost poslovanja uopće pa i provedenih integracija. Tako se pozitivne reakcije tržišta tumače kao znak da je integracija bila uspješna, odnosno da su očekivanja investitora pozitivna, a loše reakcije da to nije bio slučaj. Osnova za takvo gledište je pretpostavka o

tržišnoj efikasnosti koje na nepristran način i pravovremeno reagira na promjene koje će utjecati na daljnje poslovanje poduzeća. Praćenje povećanja odnosno smanjena vrijednosti poduzeća smatra se važnim jer su njegovi vlasnici krajnji imatelji prava nad njime pa i fokus istraživanja treba biti usmjeren k istraživanju njihove dobrobiti uslijed djelovanja poduzeća kojeg posjeduju.<sup>192</sup>

Istraživanja uspješnosti se mogu vršiti u kratkom roku, koji je najčešće nekoliko dana pa do nekoliko tjedana prije i nakon integracije ili u dugom roku koji se najčešće promatra od jedne godine od integracije pa nadalje. Obzirom da preuzeta poduzeća često bivaju preuzeta u potpunosti ili barem u velikom postotku od preko 80% (kako bi se mogla ostvariti potpuna kontrola), a ponekad i integrirana u poduzeće preuzimatelja na način da dođe do potpunog stapanja pa prestanu postojati kao pravni subjekt, ova su istraživanja orijentirana na uspješnost preuzimateljskih poduzeća.

### **3.1.1. Uspješnost vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti poduzeća u kratkom roku**

Uz velike varijacije u metodologijama, veličinama uzorka pa i praćenom vremenskom horizontu vlasničkih integracija, većina istraživanja uspješnosti integracija u kratkom roku došla je do zaključaka da dionice poduzeća preuzimatelja mnogo češće bilježe gubitke, nego dobitke na vrijednosti.

Prema Tuchu i O'Sullivanu<sup>193</sup> koji su proveli pregled empirijskih istraživanja vlasničkih integracija na poduzeće, većina istraživanja pokazala je negativne kratkoročne efekte. Tako je istraživanje koje je 1980. provodio Firth provedeno na uzorku 642 britanskih poduzeća od 1969. do 1975. pokazala su statistički nesignifikantan kumulativni rezidual

---

<sup>192</sup> Jensen, M.C.: *Takeover: folklore and science*, Harvard Business Review, Nov-Dec 1984, Boston, p. 109.-121.

<sup>193</sup> Tuch, C. i O'Sullivan, N.: *The impact of acquisitions on firm performance: A review of Evidence*, International Journal of Management Reviews, 2007, p. 142.-145.

od -0,045 u mjesecu objave preuzimanja. Slično razdoblje, preciznije od 1970. do 1977., bilo je iste godine u fokusu istraživanja Dodda nad 151 poduzećem u SAD-u. U tom istraživanju koje je promatralo razdoblje od 40 dana prije te 40 dana nakon objave preuzimanja zabilježen je nesignifikantni gubitak od 0,23% za vlasnike poduzeća preuzimatelja. Istraživanje Mitchella i Lehna 1990., obuhvatilo je 468 prijateljskih i neprijateljskih preuzimanja koje su vršila 232 poduzeća na području SAD-a, te je pokazalo -1,66% signifikantnog ekstra gubitka za poduzeća koja su u vremenu nakon što su preuzeli drugo poduzeće izvršili restrukturiranje, odnosno 0,7% signifikantne ekstra dobiti za poduzeća koja nakon preuzimanja nisu pristupila restrukturiranju. Proučavano razdoblje u ovom istraživanju je iznosilo dan prije do dana nakon objave preuzimanja. U razdoblju od dana prije objave do dana objave gubitke od 0,23% zabilježilo je i istraživanje Smitha i Kima 1994. na uzorku od 177 američkih poduzeća u razdoblju od 1980. do 1986.

Još veće gubitke je u sličnom razdoblju, od 1979. do 1989., pokazalo istraživanje Holla i Kyriazisa<sup>194</sup> 1997. na uzorku od 178 preuzimanja u Ujedinjenom kraljevstvu. To je istraživanje pokazalo ostvarivanje ekstra gubitaka od 1,25% u dva mjeseca od dana objave preuzimanja. Istraživanje vlasničkih preuzimanja od strane Higsona i Elliota obuhvatilo je 1660 slučajeva preuzimanja u Ujedinjenom kraljevstvu od 1975. do 1990. te pokazalo negativan povrat od -1,70% za preuzimatelje koji su preuzeli poduzeće tržišne vrijednosti koja prelazi 25% vrijednosti preuzimatelja. Campa i Hernando<sup>195</sup> su 2004. objavili istraživanje nad 262 europska preuzimanja između 1998. i 2000., te došli do 1,96% gubitaka koja preuzimatelj ostvaruje promatrajući razdoblje od 30 dana prije pa do 30 dana nakon objave preuzimanja.

Za ovo geografsko i ekonomsko područje relevantnije, opsežno istraživanje o preuzimanjima koje su razdoblju od 1999. do 2006. vršila europska poduzeća na uzorku od 4866 najavljenih preuzimanja (od kojih je 4070 bilo uspješno provedeno) objavili su Liodakis i Pang.<sup>196</sup> U promatranom razdoblju od 10 dana prije pa do 10 dana nakon

---

<sup>194</sup> Holl, P. i Kyriazis, D.: *Agency, Bid Resistance and the Market for Corporate Control*, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 24 Issue 7/8, 2003, p. 1037.-1066.

<sup>195</sup> Champa, J.P. i Hernando, I.: *Value creation in European M&As*, IESE Research Papers, 2002., p. 1.-31.

<sup>196</sup> Liodakis, M.-Pang. C.: *Searching for value-enhancing acquirers*, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990., Elsevier 2007, p. 51.-78.

objave preuzimanja, prosječne ekstra zarade su pozitivne, međutim odstupanja su veoma velika što pokazuje da tržište nije jednako reagiralo na sve najave preuzimanja. Grupiranjem rezultata u pet grupa s jednakim brojem preuzimanja po kriteriju zabilježenih ekstra zarada/gubitaka izračunati su prosječni kumulativni ekstra dobiti/gubici za svaku grupu. Grupa s najvećim gubicima zabilježila je prosječni gubitak od 10%, a grupa s najvećim dobitima prosječni dobitak od 11%. Odstupanja su zabilježena i po godinama nastupanja integracije pa su tako najveći prosječni gubici ostvareni 2000. godine što je zanimljivo jer je to godina u kojoj je vrhunac dostigao peti val integriranja, te je nakon te godine broj integracija značajno pao.<sup>197</sup>

Još ekstenzivnije istraživanje proveli su Moeller, Schlingemann i Stulz<sup>198</sup> na uzorku od 12 023 akvizicija u SAD-u u razdoblju 1980.-2001. Rezultati istraživanja pokazuju da se uspješnost integracija u promatranom razdoblju od tri dana prije i nakon objave znatno razlikovala u ovisnosti o tome je preuzeto javno poduzeće (izlistano na burzi), privatno poduzeće ili subsidijar nekog poduzeća. Pritom najavljene akvizicije privatnih poduzeća i subsidijara rezultiraju pozitivnim, a najavljene akvizicije javnih poduzeća negativnim ekstra zaradama. U ukupnom zbiru rezultati pokazuju da su vrijednosti poduzeća značajno opale, no i u ovom istraživanju tome doprinose iznosi velikih gubitaka u preuzimanja s kraja petog vala preuzimanja.

Do zaključaka sukladnih tome došli su i Fuller, Netter i Stegemoller<sup>199</sup> u istraživanju američkih integracija tijekom petog vala od 1990. do 2000. provedeno na uzorku od 3135 preuzimanja. Za razliku od mnogih drugih istraživanja, njihovo je pokazalo pozitivne ukupne ekstra dobiti od 1,77% u razdoblju od dva dana prije pa do dva dana nakon objave. Međutim, kada se u uzorku zasebno gledaju preuzimanja javnih i privatnih poduzeća te subsidijara, preuzimanja javnih poduzeća dovodi do negativnih ekstra povrata od -1,00%, preuzimanja privatnih do pozitivnih ekstra povrata od 2,08, a subsidijara čak 2,75%. Slično je kasnije potvrdilo i istraživanje britanskih preuzimanja od

---

<sup>197</sup> Cf. infra. 2.2.5.

<sup>198</sup> Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. i Stulz, R.M.: *Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?*, IDEAS, University of Connecticut, 2003., p. 13.-24.

<sup>199</sup> Fuller, K., Netter, J. i Stegemoller, M.: *What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions*, Journal of Finance, Vol. 57, 2002., p. 1763-1793

1985. do 2004 godine koje su proveli Antoniou, Petmezas i Zhao.<sup>200</sup> Prema njihovim rezultatima, na razini cijelog uzorka od 4173 poduzeća zabilježen je porast od 0,74%, no pritom integracije u kojima su preuzimana javna poduzeća rezultira s negativnih 1,95%, one privatnih s pozitivnih 0,73, a preuzimanje subsidijara s 1,09%.

Istraživanje kratkoročne efikasnosti integracija u povećanju vrijednosti za vlasnika na području cijele Europe na 2109 integracija proveli su Martynova i Renneboog.<sup>201</sup> Sumarni rezultati njihova rada pokazuju da se u promatranom razdoblju od jednog dana prije do jednog dana nakon objave ostvaruje ekstra prinos od 0,72%. Međutim, u širem vremenu promatranja, konkretno 60 dana prije i 60 nakon objave, bilježi se značajan negativni ekstra prinos od -2,83%. U detaljnoj analitici karakteristika poduzeća u uzorku korisno je primijetiti da postoji značajna razlika dijela uzorka iz Ujedinjenog kraljevstva i Irske, od dijelova uzorka iz drugih dijelova Europe. Tako u 60-to dnevnom rasponu prije i nakon objave preuzimanja poduzeća iz Skandinavije pokazuju pozitivne ekstra prinose, Britanska i Irska poduzeća negativne, no na razini ispod -0,72%, romanske zemlje -1,2%, dok germanske te istočne, južne i jugoistočne europske zemlje (zemlje Nove Europe) ostvaruju iznimno velike gubitke od -10,34 kod germanskih i -23,38% kod zemalja Nove Europe. Pregled empirijskih istraživanja kratkoročne uspješnosti vlasničkih integracija poduzeća dan je u Tablici 3.1.

Kratkoročne kretanja tržišta kapitala prema većini istraživanja često reagiraju na način da smanje vrijednost poduzeća nakon vijesti o preuzimanju. Međutim, empirijske analize pokazuju da se to ne odnosi na sve tipove preuzimanja, već da je analizom nekih od obilježja preuzimanja moguće izdvojiti skupine koje ostvaruju dobitke i koje ostvaruju gubitke, a što će biti pokazano u kasnijem dijelu rada.

---

<sup>200</sup> Antoniou, A., Petmezas, D. i Zhao, H.: *Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions*, Journal of Business Finance & Accounting, vol. 36, broj 7-8, 2007. p. 1221-1244

<sup>201</sup> Martynova, M. i Renneboog, L.: *The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave*, European Financial Management Journal, 135/2006, Last revised: January 10, 2009., p. 14.-25.

**Tablica 3.1.** Pregled empirijskih istraživanja uspješnosti vlasničkih integracija u kratkom roku

AUTOR	UZORAK		PROMATRANO RAZDOBLJE	REZULTATI ISTRAŽIVANJA
	BROJ PREUZIMA- NJA	RAZDOBLJE		
Firth (1980.)*	642	1968.-1975	mjesec objave	-0,045 u mjesecu objave preuzimanja
Dodd (1980.)*	151	1970.-1977.	40 dana prije do 40 nakon objave	gubitak -0,23% za preuzimatelja
Bradley et al. (1983.)	241	1962.-1989.	20 dana prije i 20 nakon objave	gubitak - 0,64%
Franks i Harris (1989.)*	1898	1955.-1985.	od 4 mjeseca prije objave do mjesec dana nakon	dobitak 1%
Lang et al. (1989.)*	87	1968.-1986.	5 dana prije i 5 dana nakon objave	dobitak 0,8%, ali gubitak -0,14% kod neprijateljskih preuzimanja
Mitchell i Lehn (1990.)*	468	1980.-1986.	dan prije do dana nakon objave	gubitak -1,66% kod poduzeća koja su kasnije restrukturirana, a dobitak 0,7 kod onih koja nisu
Smith i Kim (1994.)*	177	1980.-1986.	5 dana prije objave do 5 dana nakon	gubitak -0,23
Holl i Kyriazis (1997.)	178	1979.1989.	od objave do 2 mjeseca nakon	gubitak -0,25
Higson i Elliot (1998.)*	1660	1975.-1990.	od objave do 3 mjeseca nakon	gubitak -1,7% kod preuzimanja relativno većih meta



Fuller et al. (2002.)	3135	1990.-2000.	2 dana prije do 2 dana nakon objave	dobitak 1%, ali gubici kod preuzimanja javnih, a dobiti kod privatnih i subidijara
Moeller et al. (2003.)	12023	1980.-2001.	3 dana prije do 3 dana nakon objave	signifikantni gubici pri kupnji izlistanih poduzeća, a dobiti kod kupnje privatnih ili subidijara
Campa i Hernando (2002.)	231	1998.-2000.	30 dana prije do 30 dana nakon objave	-1,96% gubitka kod preuzimanja u reguliranim industrijama, a nesigifikantni dobiti u nereguliranim
Lioudakis i Pang (2007.)	4866	1999.-2006.	10 dana prije do 10 dana nakon objave	grupirana preuzimanja pokazala gubitke od -10% pa do dobitaka od 11%
Antoniou et al. (2007.)	4173	1985.-1994.	2 dana prije do 2 dana nakon objave	dobitak 0,74%, ali gubitak kod preuzimanja javnih poduzeća od -1,95%, a dobitak kod privatnih 0,73 i subidijara 1,09%
Martynova i Renneboog (2009.)	2419	1993.-2001.	60 dana prije do 60 dana nakon objave	dobitak 0,72% u danu nakon objave, no gubitak -2,83% u 60 dana nakon; velike razlike u dobitcima/gubicima po europskim regijama

Izvor: izradio autor (dio pregleda označen zvjezdicom prilagođen prema: Tuch, C.-O'Sullivan, N.: The impact of acquisitions on firm performance: A review of Evidence, International Journal of Management Reviews, 2007., p. 142.-145.)

### 3.1.2. Uspješnost vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti poduzeća u dugom roku

I u sagledavanju dugoročnih implikacija stupanja u vlasničke integracije poduzeća, teorijska i empirijska istraživanja najčešće polaze od praćenja promjene vrijednosti za vlasnika poduzeća, tj. dioničara ukoliko se radi o dioničkim društvima, i to putem povećanja ili smanjenja tržišne kapitalizacije poduzeća odnosno cijene udjela. Metodološke razlike u istraživanjima dugoročne uspješnosti integracija su još značajnije nego kod ispitivanja kraćeg roka, te su dobiveni rezultati ponekad diskutabilni uslijed prilagođenosti T-testova za normalne raspodjele (što često nije slučaj pa su korišteni modificirani testovi), kombiniranja nekoliko kriterija i drugih poteškoća.<sup>202</sup> Ipak i u promatranju dugog roka većina provedenih istraživanja je ukazala na negativne rezultate integriranja u vidu ekstra gubitaka. Pregled empirijskih istraživanja uspješnosti vlasničkih integracija u dugom roku prikazan je u Tablici 3.2.

Pregled empirijskih istraživanja Tucha i O'Sullivanova<sup>203</sup> sadržava rezultate Firthovog istraživanja iz 1980. o 642 britanskih preuzimanja od 1969. do 1975. koje ukazuje na gubitke od -1% do -4,8% kada se promatra razdoblje 4 godine prije te 3 nakon preuzimanja. Istraživanje Franksa i Harrisa iz 1989. je na uzorku od 1898 uspješnih preuzimanja od 1955. do 1985. ukazalo na gubitke od -12,6% korištenjem tržišnog modela, ali i pozitivnih 4,5% CAPM<sup>204</sup> modelom a tijekom 24 mjeseca nakon objave preuzimanja. Među brojnim britanskim istraživanjima može se spomenuti i Limmackovo iz 1991. koje ukazuje na gubitke od -5,55% nakon 12 mjeseci i -14,96% nakon 24 mjeseca od objave, a provedeno je na uzorku od 529 preuzimanja između 1977. i 1986. Gregory je 1997. istražujući britanska preuzimanja vrijednija od 10 milijuna funti u 24 mjeseca nakon preuzimanja ukazao na gubitke od -8,15 do -11,25%, naglašavajući da je ispod 40% poduzeća ostvarilo dobitke. Od američkih istraživanja valja spomenuti Agrawala koji je

---

<sup>202</sup> Tuch, C. i O'Sullivan, N.: *The impact of acquisitions on firm performance: A review of Evidence*, op.cit., p. 148.

<sup>203</sup> Ibidem, p. 142.-145.

<sup>204</sup> En. Capital asset pricing model

1992. objavio istraživanje na uzorku od 1164 integracije u razdoblju od 1955. do 1987. te zabilježio signifikantne negativne povrate od -10% za spajanja, te nesignifikantne povrate kod preuzimanja tender ponudama. Preuzimanja industrijskih i komercijalnih poduzeća između 1977. i 1994. čija je vrijednost prelazila 10 milijuna funti su istraživali Gregory i Matoko<sup>205</sup>. Njihovi rezultati potvrdili su sličnosti s američkim istraživanjima Agrawala te Lougharna i Vijaha i ukazala na značaj forme plaćanja pri čemu plaćanje novcem daje bolje rezultate od plaćanja dionicama, no u oba slučaja bilježe značajne negativne ekstra dobiti u petogodišnjem razdoblju.

Alexandridis, Antoniou i Zhao<sup>206</sup> su istraživali integracije koje su provela poduzeća s Londonske burze u razdoblju od 1993. do 1998. s naglaskom na razlike u uspješnosti u ovisnosti o učešću institucionalnih ulagača kao vlasnika blokova dionica u tim poduzećima, uz uobičajeno uspoređivanje po kriterijima razmjera veličina preuzimatelja i mete, te načina plaćanja za preuzete udjele. Primjenom CAPM modela i njihova analiza uspješnosti je pokazala negativnih -0,62%, međutim, utvrdili su značajne razlike u gubicima između različitog broja i udjela institucionalnih vlasnika blokova udjela. Tako su poduzeća s malim udjelima u posjedu investicijskih ulagača ostvarili -1,53, a poduzeća s velikim udjelima 0,51%. Ovako značajnim razlikama potvrđuju svoju tezu da na uspješnost poduzeća nakon integracije u velikoj mjeri utječu mogućnosti *short sale*-a<sup>207</sup>, odnosno ograničenja „short sale“-a<sup>208</sup> koje su mnogo značajnije kod udjela u vlasništvu velikih investicijskih ulagača.

Ekstenzivno istraživanje na uzorku od 4173 preuzimanja u Ujedinjenom kraljevstvu, a koja su provodili učestali preuzimatelji (poduzeća koja su uspješno preuzimala 3 ili više puta) u razdoblju od 1985. do 2004. su proveli Antoniou, Petmezas i Zhao 2007. godine.<sup>209</sup> Njihovi

---

<sup>205</sup> Gregory, A. i Matatko, J.: *Long run abnormal returns to acquiring firms: the form of payment hypothesis, bidder hostility and timing behaviour*, University of Exeter, Centre for Finance and Investment, 2005., p. 21.-31.

<sup>206</sup> Alexandridis, G., Antoniou, A. i Zhao, H.: *Valuation Effects of Short Sale Constraints: The Case of Corporate Takeovers*, Cass Business School Research Paper, 2006. p. 1.-24.

<sup>207</sup> En. kratka prodaje – zauzimanje kratkoročne pozicije

<sup>208</sup> Zhang, H.H.: *Endogenous short-Sale Constraint, Stock prices And Output cycles*, *Macroeconomic Dynamics*, 1,1997., p. 228.–254.

<sup>209</sup> Antoniou, A., Petmezas, D. i Zhao, H.: *Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions*, op.cit.

rezultati u kratkom roku suglasni su s onima Fullera, Nettera i Stagemollera<sup>210</sup> iz 2002. i pokazuju da pozitivne rezultate daju integracije u kojima je meta privatno poduzeća (neizlistano na burzi) ili subsidijar, a negativne one kod kojih je meta javno poduzeće (izlistano). Međutim, u dugom roku sve akvizicije bilježe negativan rezultat. Nakon 3 godine od preuzimanja prosječni rezultat za sva poduzeća u uzorku je negativnih -0,94%, a pritom je rezultat preuzimanja javnih poduzeća -1,35%, privatnih -0.84, a subsidijara -0,88.

Isto tako, u skladu s većinom ostalih istraživanja, primjerice onim Loughrana i Vijha<sup>211</sup>, lošije rezultate pokazuju poduzeća koja su akvizicije plaćali udjelima u odnosu na one koje su plaćale gotovinom.

Istraživanje integracija europskih poduzeća na uzorku od 4070 preuzimanja i spajanja između 1990. i 2006. koje su proveli Liodakis i Pang<sup>212</sup> pokazalo je da su negativni rezultati 3 godine nakon objave zabilježeni u svim promatranim godinama do 2000. i to u rasponu od -0,3 do -30,6% dok su 2001. i 2002. zabilježeni pozitivni rezultati od 7,3, odnosno 7,1%. Međutim, zanimljivije u njihovu istraživanju su velike razlike u uspješnosti integracija po sektorskoj podjeli poduzeća. Tako su integracije unutar energetskog sektora rezultirale pozitivnim rezultatom od čak 17,3% i zdravstvu 2,1%, dok su na suprotnoj strani vrlo negativne rezultate pokazale integracije u sektorima informacijske tehnologije s minusom do čak -47,5% i telekomunikacijskih usluga s -41,7%.

Usprkos brojnim metodološkim razlikama, područjima istraživanja i vremenskim razdobljima, većina empirijskih istraživanja dugoročne uspješnosti vlasničkih integracija poduzeća rezultira prosječno ostvarenim ekstra gubicima. Međutim, obzirom da grupiranja integracija po različitim kriterijima pokazuje različite rezultate uspješnosti, moguće je da će daljnja istraživanja uspjeti pridonijeti još jasnijoj distinkciji čimbenika koji su od utjecaja na uspješnost. Obzirom da istraživanja temeljena na ukupnoj tržišnoj vrijednosti poduzeća ne uspijevaju naći empirijsko opravdanje za ulazak u integracijske procese, možda je

---

<sup>210</sup> O tome više, cf. Fuller, K., Netter, J. i Stegemoller, M.: *What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions*, Journal of Finance, Vol. 57, 2002., p. 1763.-1793.

<sup>211</sup> O tome više, cf.: Loughran, T. i Vijh, A.M.: *Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?*, Journal of Finance, Vol. 52. December 1997.

<sup>212</sup> Liodakis, M. i Pang. C.: *Searching for value-enhancing acquirers*, op.cit.

**Tablica 3.2.** Pregled empirijskih istraživanja uspješnosti vlasničkih integracija u dugom roku

AUTOR	UZORAK		PROMATRANO RAZDOBLJE	REZULTATI ISTRAŽIVANJA
	BROJ PREUZIMA- NJA	RAZDOBLJE		
Firth (1980.)*	642	1968.-1975.	4 godine prije do 3 godine nakon objave	-1% za neuspjele i -4, 8% za uspješne pokušaje preuzimanja
Bradley et al. (1983.)*	241	1962.-1989.	6 mjeseci prije do 5 godina nakon objave	bez signifikantnih dobitaka i dobitaka u promatranom razdoblju
Franks i Harris (1989.)*	1898	1955.-1985.	od objave do 24 mjeseca nakon	gubitak -12,6% korištenjem tržišnog modela, ali dobitak 4,5% CAPM metodom
Limmack (1991.)*	529	1977.-1986.	od objave do 24 mjeseca nakon	gubitak -1,66% nakon godine, a -4,67% nakon dvije godine korištenjem CAPM modela, no -5,55 te -14,96% gubitaka korištenjem tržišnog modela
Agrawal et al. (1992.)	937	1955.-1987.	od objave do 5 godina nakon	gubitak od -10,26%, no velika razlika u spajanjima koja generiraju velike gubitke i preuzimanja tenderima koja rezultiraju nesignifikantnim dobitcima
Gregory (1997.)*	420	1955.-1985.	od objave do 24 mjeseca nakon	gubici od -8,15% do -11,25% ovisno o promatranim kriterijima, te manje od 40% poduzeća s pozitivnim povratima
Loughran i Vijh (1997.)	434	1970.-1989.	od preuzimanja do 5	prosječni gubitak -6,5% i lošiji rezultati

				godina nakon	kod preuzimanja plaćanih udjelima nego novcem
Gregory i Matoko (2005.)	486	1977.-1994.		od ponude od 60 mjeseci kasnije	gubici ovisni o formi plaćanja, ali prisutni u svim formama
Francœur (2005.)	847	1990-2000.		od objave do 60 mjeseci nakon	nesignifikantni dobiti nakon 5 godina, a manji gubici nakon 2, 3 i 4 godine
Alexandridis et al. (2006.)	179	1991.-1998.		od ponude do 36 mjeseci nakon	prosječni gubitak -0,62 primjenom CAPM modela, no -1,53 za poduzeća koja nemaju velike institucionalne vlasnike blokova dionica i dobitak 0,51 za one koji imaju
Liidakis i Pang (2007.)	4070	1990.-2006.		od preuzimanja do 3 godine nakon	ukupni prosječni gubici ni velika razlika među sektorima od gubitaka preko 40% kod telekomunikacija i IT-a, do dobitaka od 17% u energetici
Antoniou et al. (2007.)	4173	1985.-2004.		od preuzimanja do 3 godine nakon	gubitak -0,94 no različiti gubici ovisno o tipu preuzetog poduzeća i to: -1,31 kod preuzimanja javnih poduzeća, 0,84 subvencionirani i -0,88 privatnih

Izvor: izradio autor (dio pregleda označen zvjezdicom prilagođen prema: Tuch, C.-O'Sullivan, N.: The impact of acquisitions on firm performance: A review of Evidence, International Journal of Management Reviews, 2007., p. 142.-145.)

razloge popularnosti integracija potrebno potražiti u promjenama operativne efikasnosti, odnosno u sinergijama.

### 3.1.3. Utjecaj vlasničkih integracija na vrijednost poduzeća mete

Za razliku od najčešće negativnih tržišnih reakcija na objavu vlasničkih integracija kod poduzeća preuzimatelja koje i u kratkom i u dugom roku često dovode do pada vrijednosti poduzeća, utjecaj na vrijednost poduzeća mete je očekivano iznimno pozitivan. Analize pozitivnih povrata nakon objave preuzimanja kod poduzeća meta uglavnom su rezultirale rastom vrijednosti od 20 do preko 50%. Prikaz najvažnijih istraživanja na području SAD-a dan je u Tablici 3.3.

**Tablica 3.3.** Prosječni povrati poduzeća meta u danima nakon objave integracije

<b>Prosječni povrati nakon objave spajanja</b>	
1960-te	20%
1870-te	20%
1980-te	20%
1990-te	20%
<b>Prosječni povrati nakon objave tender ponude</b>	
1960-te	22%
1970-te	35%
1980-te	38%
1990-te	52%
<b>Pregled po istraživanjima</b>	
Jensen i Ruback (1983.)	30%
Asquith (1983.)	20%
You, Caves, Smith i Henry (1986.)	20%
Jarrell, Brickley i Netter (1988.)	19-35%

Bradley, Desai i Kim (1988.)	19-35%
Bhagat i Hirshleifer (1996.)	45%
Schwert (1996.)	35%
Cotter, Shivdasani i Zenner (1997.)	41-61%
Ghosn i Lee (2000.)	20,3-28%
Mulherin i Boone (2000.)	21,2%
Alhigbe, Borde i Whyte (2000.)	18.4%

Izvor: DePamphilis, D.: Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions, Second Edition, Academic Press, San Diego, California, 2003. p. 34.

Obzirom na neosporni rast vrijednosti udjela u trenutku objave preuzimanja, burzovni sudionici nastoje predvidjeti koje će poduzeće postati meta te si na taj način osigurati ekstra zarade. U dužem roku, preostali vlasnici koji tijekom preuzimanja nisu prodali svoje udjele suočavaju se s pozicijom manje mogućnosti utjecaja na poduzeće jer je upravljačko pravo koncentrirano u posjedu preuzimatelja.

### **3.2. ISTRAŽIVANJA UTJECAJA VLASNIČKIH INTEGRACIJA NA OPERATIVNU EFIKASNOST INTEGRIRANIH PODUZEĆA**

Kao što je prikazano, mnoštvo provedenih studija efikasnosti vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti za vlasnika u velikoj mjeri daje rezultate istoga smjera. Iako su istraživanja često jako različita pa i njihovi rezultati variraju u prosječno iskazanim dobitima/gubicima, generalne tendencije su uglavnom usklađene. Međutim, ta istraživanja ne uspijevaju nedvosmisleno objasniti dolazi li do gubitka vrijednosti uslijed stvarnih ekonomskih rezultata ili neefikasnosti tržišta. Kod istraživanja operativne efikasnosti situacija je uvelike drugačija. Kao prvo, istraživanja operativne efikasnosti su rjeđa od istraživanja vrijednosti poduzeća u Americi, a još rjeđa u Europi. Nadalje, ta istraživanja



često daju sasvim suprotne rezultate pa dok neka ukazuju na povećanje operativne efikasnosti, druga ukazuju na smanjenje, a treća ne bilježe značajne promjene. Pregled empirijskih istraživanja prikazan je u Tablici 3.4.

Tako su Healy, Palepu i Rubak<sup>213</sup> u svom istraživanju iz 1990. godine na uzorku od 50 najvećih spajanja američkih industrijskih poduzeća od 1979.-1983. ustvrdili značajna poboljšanja produktivnosti imovine nakon spajanja te poboljšani neto novčani tijek. Analiza nakon što su medijani poduzeća korigirani za vrijednosti medijana industrije, u godinama prije i nakon integracije je pokazala da je operativna dobit prije poreza i kamata ostala na istom nivou, uz povećanje obrtaja imovine i smanjenja broja zaposlenih. Po pokazateljima odnosa neto novčanog tijeka i imovine, u petogodišnjem razdoblju nakon integracije zabilježen je rezultat od 2,3 do 3,8% bolji u odnosu na industriju, dok je prije tog razdoblja bio približno jednak.

Rahmanand i Limmack,<sup>214</sup> su na uzorku od 113 preuzimanja zabilježenih na malezijskoj burzi u razdoblju od 1988. do 1992. istražili kretanje operativne efikasnosti i došli do rezultata prema kojima je po svim analiziranim kriterijima došlo do poboljšanja za združenu kompaniju. Međutim, gledajući odvojeno kompanije, može se zaključiti da je došlo do poboljšanja operativne efikasnosti za poduzeća mete, ali sniženja operativne efikasnosti za preuzimatelja. Ukupna poboljšanja u efikasnosti očituju se kroz povećanje operativne dobiti, efikasnosti imovine i neto novčanog tijeka po jedinici prodaje.

Japansko istraživanja koje su 2002. na 46 integracija industrijskih poduzeća u razdoblju između 1969. i 1992. proveli Kruse, Park, Park i Suzuki, pokazalo je da je korigirana operativna dobit združenih poduzeća pozitivna ali ne značajno, da je došlo do poboljšanja dugoročnih performansi što je u njihovu slučaju bilo posebno izraženo kod udruživanja industrijskih poduzeća iz različitih industrija.<sup>215</sup>

---

<sup>213</sup> Healy, P.M., Palepu, K.C. i Rubak, R.S.: *Does Corporate Performance Improve After Mergers?*, NBER Working Papers, 3348, 1990., p. 11.-23.

<sup>214</sup> Rahmanand, R.A. i Limmack, R.J.: *Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies*, Journal of Business Finance&Accounting, April/May, 2004., p. 359.-400.

<sup>215</sup> Kruse, H.A., Park, H.Y., Park, K. i Suzuki, K.: *The Value Of Corporate Diversification: Evidence From Post-Merger Performance In Japan*, AFA 2003 Washington, DC Meetings, Version April 15, 2002., p. 1.-32.

Carline, Linn i Yadav<sup>216</sup> istraživali su povezanost operativne efikasnosti nakon integracija sa strukturom i vlasničkim udjelima uprave na uzorku od 81 spajanja u Ujedinjenom kraljevstvu u razdoblju od 1985. do 1994. Rezultati su pokazali da su bolji operativni rezultati bili zabilježeni u slučajevima kad su članovi uprave bili među vlasnicima poduzeća, no u manjem obimu ako je to vlasništvo bilo razmrvljeno među mnogo članova uprave. Nadalje, pozitivni operativni pomaci zamijećeni su kod poduzeća kojima u vlasničkoj strukturi u većoj mjeri sudjeluju investicijski ulagači, a manje pomake postizala su poduzeća s velikim upravnim odborima. Slabije rezultate pokazivala su i poduzeća u kojima je postojala značajnija razlika u kvaliteti menadžmenta preuzimatelja i mete, što su objasnili ili težom asimilacijom lošijeg menadžerskog kadra ili pretjerane samouvjerenosti menadžmenta preuzimatelja da može značajno unaprijediti poslovanje mete. Isti autori su u drugom radu<sup>217</sup> ustvrdili da osim već spomenutih specifičnosti poduzeća kupca i specifičnosti samog dogovora o preuzimanju (prijateljsko/neprijateljsko, plaćanje gotovinom/udjelima) značajno utječu na razlike u performansama. Osim toga ističu i da velike ponude, kao i preuzimanja od strane poduzeća s lošim poslovnim rezultatima, ali velikom zalihom slobodnih sredstava, kasnije daju lošije operativne rezultate združenih kompanija.

Singh i Zollo<sup>218</sup> su proveli dubinsko istraživanje uspješnosti integriranih poduzeća na uzorku od 47 integracija među američkim bankama. Istraživanje se nije oslanjalo na javno dostupne podatke već je bilo vršeno anketiranjem, a provjeravalo je aspekte stupnja kodificiranosti znanja, učenja o prošlim akvizicijama, stupnju post-akvizicijske integracije i stupnju zamjene menadžmenta nakon integracije. Prosjek uspješnosti je pokazao nesigificantne gubitke, no korelacija navedenih faktora i stope povrata na uložena sredstva

---

<sup>216</sup> Carline, N.F., Linn, S.C. i Yadav, P.K. : *Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance*, Journal of Banking & Finance, Latest draft: December 24, 2007., p. 1.-44.

<sup>217</sup> Carline, N.F., Linn, S.C. i Yadav, P.K. : *The Influence of Managerial Ownership on the Real Gains in Corporate Mergers and Market Revaluation of Merger Partners: Empirical Evidence*, Journal of Banking & Finance, Vol. 25, Issue 6, 2001., p. 1113.-1138.

<sup>218</sup> Singh, H. i Zollo, M.: *Post-acquisition Strategies, Integration Capability, and the Economic Performance of Corporate Acquisitions*, Working paper, 2001., p. 22.-28.

**Tablica 3.4.** Pregled empirijskih istraživanja operativne uspješnosti vlasničkih integracija

AUTOR	UZORAK		PROMATRANO RAZDOBLJE	REZULTATI ISTRAŽIVANJA
	BROJ PREUZIMA- NJA	RAZDOBLJE		
Healy, Palepu i Rubak (1990.)	50	1979.-1983.	5 godina nakon integracije	<ul style="list-style-type: none"> <li>- povećanje produktivnosti imovine i novčanog tijeka (2,3 – 3,8 bolji odnos novčanog tijeka i imovine nego u ostatku industrije)</li> <li>- jednaka operativna dobit uz smanjen broj zaposlenih</li> </ul>
Carline, Linn i Yadav (2001.)	81	1985.-1994.	5 godine prije do 5 godina nakon integracije	<ul style="list-style-type: none"> <li>- razlike u rezultatima prijateljskih i neprijateljskih preuzimanja</li> <li>- razlike u rezultatima integracija plaćenih novcem i udjelima</li> <li>- lošiji rezultati velikih preuzimanja</li> <li>- lošiji rezultati preuzimatelja s lošim poslovanjem, a velikim zalihama sredstava</li> </ul>
Singh i Zollo (2001.)	47	1985.-1997.	Godina prije do 3 godine nakon integracije	<ul style="list-style-type: none"> <li>- intervjuirali menadžere</li> <li>- nesignifikantni gubici</li> <li>- dokazali utjecaj kodificiranosti znanja, učenja iz prošlih iskustava, zamjene menadžmenta i stupnja integracije na uspjeh</li> </ul>
Kruse, Park, Park i Suzuki (2002.)	46	1969.-1992.	5 godine prije do 5 godina nakon integracije	<ul style="list-style-type: none"> <li>- povećanje konsolidirane operativne dobiti, ali ne u značajnom obimu</li> <li>- poboljšanje dugoročnih performansi –</li> </ul>

Rahmanand i Limmack (2004.)	113	1988.-1992.	5 godina nakon integracije	posebno izraženo kod integracija poduzeća iz različitih industrija - povećanje operativne efikasnosti za metu, a snižavanje za preuzimatelja - ukupno povećana operativna dobit, efikasnost imovine i neto novčani tijek.
Carline, Linn i Yadav (2007.)	81	1985.-1994.	5 godine prije do 5 godina nakon integracije	- bolje rezultate postizala su poduzeća s malim brojem članova uprave u strukturi vlasništva, te ona s većim vlasničkim udjelom institucionalnih ulagača slabije rezultate postizala su poduzeća s velikim upravnim odborima te integracije s velikom razlikom u kvaliteti menadžera
Martynova, Oosting i Renneboog (2007.)	144	1997.-2001.	- veći dio uzorka godinu prije i godinu kasnije, a manji dio tri godine prije i kasnije	- opadanje operativne efikasnosti- - relevantne su okolnosti udruživanja (priateljsko/nepriateljsko, način plaćanja, stupanj zaduženosti, veličina mete) - i preuzimatelji i mete iz uzorka prije preuzimanja uspješniji od prosjeka industrije
Kaštelan-Mrak, Sokolić i Vretenar (2007.)	53	2000.-2004.	5 godina ukupno	- poduzeća koja su preuzeli strani subjekti pokazuju bolje rezultate od onih s ESOP programima i onih u državnom vlasništvu (aktivnija u restrukturiranju i veća proizvodnost rada) - bolji rezultati poduzeća preuzetih od strateških ulagača iz iste grane

Izvor: izradio autor

(ROA) su pokazali povezanost svih faktora, ali i pojedinih faktora međusobno. Očekivano, visoku razinu utjecaja na uspješnost integracije pokazao je stupanj kodificiranosti znanja. Učenje od prošlih iskustava se nije pokazalo relevantnim, no zato se je relevantnom i to s pozitivnim utjecajem pokazala razina integritanosti, iako literatura bilježi pozitivne i negativne efekte uslijed provedbe višeg stupnja integracije.

Jedno od novijih, i za Europu relevantnijih, provedenih istraživanja je ono Martynove, Oostinga i Rennebooga iz 2007.<sup>219</sup> Na uzorku od 144 preuzimanja primijenili su četiri metode mjerenja operativne efikasnosti zasnovane na operativnoj dobiti (preciznije na EBITDA<sup>220</sup>), s i bez oduzimanja radnog kapitala, u odnosu prema prodaji i imovini. Dobiveni rezultati pokazali su nebitne promjene u efikasnosti i to dva pokazatelja malena poboljšanja, a dva malena pogoršanja. No, kad su se uspoređivali podaci bez da su bili korigirani za industrijska kretanja, pokazali su opadanje operativne efikasnosti. Još jedan zanimljiv rezultat njihova istraživanja je da su i preuzimatelji i mete iz uzorka prije preuzimanja pokazivali bolju operativnu efikasnost od medijana industrije, što pokazuje da su se odlučivala na integraciju kad su bila efikasnija od prosjeka industrije. Na operativnu efikasnost u postintegracijskom razdoblju signifikantnima se nisu pokazale okolnosti preuzimanja poput metode plaćanja, prijateljsko/neprijateljsko preuzimanje, stupanj zaduženosti preuzimatelja, fokusirana nasuprot diversificiranoj integraciji. Razlike su uočene kod ispitivanja utjecaja razmjera veličina (preuzimanje relativno veće mete je vodilo do veće operativne efikasnosti, no samo do jedne mjere, jer preuzimanje relativno najvećih meta dovodi do njezina opadanja). Nesignifikantna ali uočljiva razlika je blago povećanje operativne efikasnosti kod integracija unutar jedne države u odnosu na pad u prekograničnim integracijama.

---

<sup>219</sup> Martynova, M., Oosting, S. i Renneboog, L.: *The long-term operating performance in European Mergers and acquisitions, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990*, Elsevier, Burlington, San Diego, London, 2007., p. 79.-116.

<sup>220</sup> En. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

U Hrvatskoj su 2007. godine Kaštelan-Mrak, Sokolić i Vretenar objavili istraživanje fokusirano na usporedbu performansi koje su postizala poduzeća preuzeta od strane stranih subjekata, s onima u većinskom državnom vlasništvu i onima koja su implementirala ESOP<sup>221</sup> programe.<sup>222</sup> Na uzorku od ukupno 63 javna poduzeća pokazalo se da poduzeća u stranom vlasništvu po pokazateljima uspješnosti premašuju druga dva tipa, da su bila najaktivnija u restrukturiranju i da imaju najvišu zabilježenu proizvodnost rada u uzorku. Osim toga, bolje rezultate su iskazivala poduzeća sa strateškim vlasnicima iz iste industrijske grane koncentriranim vlasništvom.

Ispitivanja operativne efikasnosti nakon vlasničkih povezivanja poduzeća zacijelo će u budućnosti biti predmet mnogih empirijskih analiza jer je ovo područje još uvijek slabo istraženo i s nejasnim utjecajima i efektima.

### **3.3. NAJČEŠĆE NAVOĐENI RAZLOZI NEUSPJEHA VLASNIČKIH INTEGRACIJA**

Usprkos tome da empirijska istraživanja ukazuju na velike postotke neuspjelih vlasničkih integracija poduzeća i da se smatra da smo 20% integracija uspjeva stvoriti dodatnu vrijednost za vlasnike,<sup>223</sup> one su svejedno iznimno popularan način rasta i sa svakim novim valom vlasničkih integracija broj i vrijednost transakcija se značajno povećava. Analiza razloga neuspjeha mogla bi poslužiti za učenje na greškama i njihovo izbjegavanje u sljedećem pokušaju, međutim kao što je ranije obrazloženo, poduzeća čak i više puta

---

<sup>221</sup> En. Employee Stock Ownership Plans

<sup>222</sup> Kaštelan-Mrak, M., Sokolić, D. i Vretenar, N: *Post Acquisition Performance of Croatian Companies Acquired by Foreign Owner*, Economic Integration, Prospect and Dilemmas, University of Ljubljana, University of Rijeka, Cedimes, 2007., p. 98-107

<sup>223</sup> Gates, S., Heimeriks, K.H. i Zollo, M.: *Building M&A Integration Capabilities: How Serial Acquirers Become Master Acquirers*, SGM working paper, 2006., p. 3.

stupaju u nove integracije iako su im prošla iskustva bila negativna te često ponovno ne ostvaruju uspjeh. Najčešće navođeni razlozi neuspjeha integracije su:<sup>224</sup>

- precjenjivanje sinergija/preplaćivanje
- spora integracija
- loša strategija
- forma plaćanja
- loša post-integracijska komunikacija
- konfliktne organizacijske kulture
- slabosti u *core businessu*
- prevelika meta (preuzeto poduzeće)
- neadekvatan due diligence i
- loša procjena tehnologije

Preplaćivanje mete uslijed nerealističnih očekivanja od integracije je najčešće navođeni razlog njihova neuspjeha. Tako primjerice Agrawal i Jaffe u svom radu iz 1999.<sup>225</sup> pokazuju da preuzimatelji često precjenjuju sposobnost daljnjeg brzog rasta mete bazirano na njezinim povijesnim pokazateljima. No, osnova problema leži u nerealističnim očekivanjima. Menadžeri poduzeća su pod stalnim pritiskom vlasnika za ostvarivanje rasta. Na razvijenim kapitalnim tržištima, poput američkog i britanskog, nesposobnost poduzeća da generira zadovoljavajuću stopu rasta, vrlo brzo svoje refleksije ima na cijenu udjela na burzama. U takvoj potrazi za brzim rastom, poduzeća često ubrzo iscrpe vlastite prilike za organskim rastom pa im se spajanja i pripajanja čine kao logična alternativa.

---

<sup>224</sup> DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, op.cit., p. 39.

<sup>225</sup> Agrawal, A. i Jaffe, J.F.: *The Post-merger Performance Puzzle*, Working paper, SSRN, 1999. p. 48.

Štoviše, Hammer navodi da menadžeri često vjeruju kako će spajanjima i pripajanjima moći nadomjestiti grcajući *core business* i nedostatak vizije.<sup>226</sup> Kako su empirijska istraživanja pokazala, objava ponude za preuzimanje dovodi do brzog i značajnog rasta cijene mete,<sup>227</sup> nakon čega preuzimatelji, kako bi uvjerali menadžment mete u svoju samopouzdanost glede dogovorenog posla te ih privoljeli na prihvaćanje ponude još podižu cijenu i ona često postaje previsoka. Daljnje preplaćivanje slijedi ukoliko se meta djelomično ili u cijelosti isplaćuje udjelima umjesto novcem.<sup>228</sup> Osim pritiska na ostvarivanje željenih profita, značajan motiv za spajanja i pripajanja mogu biti i slijeđenje prakse tržišnih lidera, posebno nakon što se njihove integracije pokažu uspješnima (što se smatra jednim od glavnih razloga nastanka valova integracija). U slučaju da dolazi do tržišne konsolidacije, poduzeća često pristupaju spajanjima i pripajanjima iz bojazni da će izgubiti konkurentne prednosti ako se njihovi konkurenti dodatno koncentriraju, a oni to propuste učiniti.

Kako bi se opravdalo skupo plaćanje kontrolnog paketa preuzetog poduzeća, stope povrata na ulaganje moraju biti visoke. Planiranje visokih povrata menadžment preuzimatelja obično bazira na očekivanju brzih i snažnih sinergijskih efekata. Pritom se često odlučuje bez provedenog detaljnog procesa *due diligence-a*, koji bi trebalo provoditi u suradnji s ciljnim poduzećem, a trebao bi trajati od par tjedana pa sve do preko godine dana. Tijekom procesa *due diligence-a*, ukoliko je dovoljno temeljito proveden, trebalo bi se doći do realističnijih informacija o budućim sinergijskim efektima i razumnoj cijeni otkupa udjela.<sup>229</sup> Međutim, u želji za ostvarivanjem svojih ciljeva, tim se procesima pristupa suviše brzo i time dobije vrlo površan uvid u stvarne perspektive integracije. Pritom se često zanemaruju sporost organizacija i otpor promjenama, kao i buduće teškoće u integraciji nekadašnja dva poduzeća u jedan sustav.<sup>230</sup>

---

<sup>226</sup> Hammer, M.: *Deep Change: How Operational Innovation Can Transform Your Company*, Harvard Business Review, 82, 2004., p. 82.-93.

<sup>227</sup> O tome više, cf. infra. 3.1.3.

<sup>228</sup> Gregory, A. i Matatko, J.: *Long run abnormal returns to acquiring firms: the form of payment hypothesis, bidder hostility and timing behaviour*, op.cit.

<sup>229</sup> Lajoux, A.R. i Elson, C.M.: *Art of M&A Due Diligence*, McGraw-Hill, New York, 2000., p. 5.-16.

<sup>230</sup> O integraciji više cf. supra 4.2.2.



U slučajevima kad menadžment ciljanog poduzeća ne želi surađivati jer ne želi da im poduzeće bude preuzeto, ili ne želi biti preuzeto od strane tog ponuditelja, proces *due diligence*-a može biti i u potpunosti preskočen. Osim toga, ako je pokušaj preuzimanja protumačen kao neprijateljski, menadžment mete će možebitno pokrenuti mjere zaštite od preuzimanja, koje najčešće rezultiraju daljnjim povećanjem iznosa potrebnog za njegovo provođenje. Osim „zlatnih padobrana“ i „otrovnih pilula“, poduzeće meta će možda potražiti i pomoć „bijelih vitezova“ te izvojevati konkurentsku ponudu koja će ponovno povisiti cijenu preuzimanja. Uspješno preuzimanje u uvjetima u kojima postoji otpor preuzimanju ili konkurentska ponuda često dovodi do efekta „prokletstva pobjednika“ po kojem, kao na aukcijama, onaj tko na kraju kupi željeni objekt, za njega plaća previsoku cijenu.

Pretjerana samopouzdanost menadžera, koja je ranije kao jedan od motiva za ulazak u integraciju objašnjena kao hipoteza menadžerske oholosti (*managerial hubris hypothesis*),<sup>231</sup> može rezultirati mišljenjem menadžera da bolje procjenjuje vrijednost vlastitog poduzeća, no i vrijednost mete nego što to čini tržište. Takav će menadžer biti sklon brzati s odlukama o integraciji, a često i platiti višu cijenu nego što je potrebno, pa i ući u posao koji ne pokazuje dovoljnu stopu povrata ili pozitivnu neto nabavnu vrijednost, jer smatra da zna bolje i da je sposoban određeni projekt učiniti uspješnim čak i kad to vjerojatno neće biti slučaj.

Prema Kummeru i Stegeru,<sup>232</sup> iako je dobro i nužno da menadžment bude optimističan glede uspjeha budućeg posla, preveliki optimizam i postavljanje nerealističnih ciljeva značajno doprinose neuspjehu. Ako su ciljevi previše nerealistično postavljeni, ni vrlo sposobni menadžeri ih neće uspjeti ostvariti. Kad se ispostavi da su bili u krivu, menadžeri pronalaze razne izlike i objašnjenja koje im omogućavaju da zadrže nerealističnu razinu očekivanja, što pak može voditi u sljedeći neuspjeh. Kad bi ciljevi bili realistično postavljeni, šansa sa uspjeh integracije bi bila značajno bolja, no tada bi sama integracija

---

<sup>231</sup> O tome više, cf. infra. 2.3.6.

<sup>232</sup> Kummer, C. i Sterer, U.: *Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle from Pressure to Failure*, Strategic Management Review, 2, 2008., p. 48.

bila manje zanimljiva zbog spomenutih pritisaka na visoke stope povrata na ulaganja i rasta vrijednosti poduzeća.

Isti autori navode i interne organizacijske probleme kao dio uzroka neuspjeha. Poduzeća imaju puno zaposlenih za koje je bitno da shvate važnost integracije jer su i njihovi poslovi od značaja za njen uspjeh u provedbi koordinacijskih i integracijskih aktivnosti nakon formalne integracije. No oni se s jedne strane boje za svoje pozicije jer nisu u potpunosti upoznati što im ta integracija donosi te hoće li biti otpuštanja i na kojim pozicijama. Nadalje, u mnogim poduzećima je ustaljena praksa čestih procesa restrukturiranja pa ih zaposlenici često doživljavaju kao samo još jedno u nizu. Ukoliko pritom i ne dobiju otkaz, ali dođe do smanjenja broja osoblja, vjerojatno će to za njih značiti više posla, jer se obim posla nije smanjio smanjenjem broja zaposlenih.

Dio neuspjelih integracija poduzeća rezultat je i posredovanja investicijskih bankara u odrađivanju posla. Naime, poduzeća u želji za integracijom često koriste pomoć investicijskih bankara u svim aspektima provedbe posla od traženja prikladnih meta, pomoći u *due diligence*-u, osiguravanju potrebnih kredita, pa do pomoći u integracijskom procesu koji slijedi nakon preuzimanja. Međutim, investicijski bankari, poput svih agenata koji rade za naknadu, uvijek nastoje naći načina za pronalaženje pogodne mete i realizaciju preuzimanja, iako možda u nekim slučajevima u preuzimanje ne bi trebalo ulaziti, što ukazuje da su u stanovitom sukobu interesa jer su primarno zainteresirani za realizaciju posla.<sup>233</sup> Potom, ukoliko dođe do neuspjeha integracije, menadžment će krivicu prebaciti na investicijskog bankara i tako pretpostaviti da bi sljedeća integracija sa drugim posrednikom i drugim tehnikama integriranja mogla polučiti uspjeh. Problem s posredovanjem investicijskih bankara je i u tome da mnogi menadžeri kao kriterij za izbor bankara uzimaju njegov tržišni udio, odnosno broj sklopljenih poslova, a ne uspješnost prošlih transakcija. Bao i Edmans su u svom istraživanju ustvrdili da pravilan kriterij odabira investicijskog bankara ima značajan utjecaj na uspješnost integracije.<sup>234</sup>

---

<sup>233</sup> \*\*\* The Economist: *Conflicts, conflicts everywhere*, 24.01.2002., New York, 2002.

<sup>234</sup> Bao, J. i Emans, A.: *Do Investment Banks Have Skill? Performance Persistence of M&A Advisors*, Working paper, SSRN, posljednja verzija 13.06. 2009., p. 20.-26.

Od empirijski dokazanih razlika u uspješnosti integracija, osim ranije spomenutog načina plaćanja, od utjecaja se pokazuje ovisnost o tome je li meta javno poduzeće, privatno poduzeće ili subsidijar nekog poduzeća.<sup>235</sup> <sup>236</sup> Tako je kod javnih poduzeća zabilježena uspješnost dosta niža nego kod preostala dva oblika. Vjerojatno se to može pripisati ranije objašnjenim problemima kod preuzimanja javnih poduzeća koja rezultiraju plaćanjem prevelike premije i čestom nemogućnošću provođenja adekvatnog *due diligence*-a. Kod preuzimanja privatnih poduzeća i subsidijara, preuzimanja su isključivo dobrovoljna (jer udjeli nisu dostupni na burzi pa nema mogućnosti neprijateljske kupovine) pa su i mogućnosti za kvalitetno dogovaranje, postavljanje pravednije cijene i sudjelovanje obje strane u kasnijoj integraciji veće.

### **3.4. ISTRAŽIVANJE OPERATIVNE EFIKASNOSTI PODUZEĆA META U REPUBLICI HRVATSKOJ**

Empirijsko istraživanje operativne efikasnosti preuzetih poduzeća u Republici Hrvatskoj provedenoj je tijekom 2009. godine.<sup>237</sup> Istraživanjem su analizirani osnovni financijski pokazatelji javnih dioničkih društava<sup>238</sup> kod kojih je između 2000. i 2007. došlo do preuzimanja većinskog paketa dionica. Ručnim pretraživanjem<sup>239</sup> baze izdvojena su sva poduzeća koja su prisutna u bazi na kraju trećeg tromjesečja 2008., a imala su promjenu u vlasničkoj strukturi koja je dovela do kontrole većinskog paketa dionica od strane novog

---

<sup>235</sup> Antoniou, A., Petmezas, D. i Zhao, H.: *Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions*, op.cit.

<sup>236</sup> Fuller, K., Netter, J. i Stegemoller, M.: *What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions*, op.cit.

<sup>237</sup> O tome više cf. Vretenar, N.: *Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća*, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka 2010.

<sup>238</sup> Prema Zakonu u trgovini vrijednosnih papira (NN 84/2002), javnim poduzećima smatraju se poduzeća: izdaju dionice javnom ponudom ili imaju više od 100 dioničara i temeljni kapital od minimalo 30 000 000 kn.

<sup>239</sup> U Hrvatskoj ne postoji jedinstvena baza spajanja i preuzimanja koja bi mogla biti osnova za istraživanja integracija pa su podaci pojedinačno preuzimani iz financijskih izvještaja promatranih poduzeća iz sustava Javne informacijske knjižnice

vlasnika. Prva godina je zadana početkom dostupnosti podataka u bazi, a zadnja godina je predzadnja godina dostupnih podataka, što omogućava da se tada preuzetim poduzećima može dobiti podatke barem o jednoj godini nakon preuzimanja. Izostavljena su poduzeća kod kojih su zabilježene promjene u strukturi, a te promjene nisu dovele do preuzimanja kontrolnog paketa jer se iste ne mogu smatrati preuzimanjima. Time je od ukupno 248 poduzeća u bazi izabrano 62 poduzeća. Daljnjih 11 poduzeća moralo biti izostavljeno iz uzorka jer za promatrano razdoblje oko preuzimanja nije bilo podataka u bazi. Dodatna 4 poduzeća izostavljena su iz uzorka jer je utvrđeno da nije došlo do promjene vlasnika nego promjene naziva vlasnika. Na kraju je zbog nejasnoća oko vlasničkih podataka ili velikih nesklada u podacima moralo biti izbačeno još 5 poduzeća pa uzorak čine 42 poduzeća. Kod slučajeva nedostatka podataka u bazi, u slučaju da su isti bili dostupni preko dokumentacije poduzeća dostupnih za sudionike Zagrebačke burze, podaci su prikupljeni iz tog izvora. Kako je riječ o istovjetnim podacima, nije bilo problema nepodudarnosti podataka.

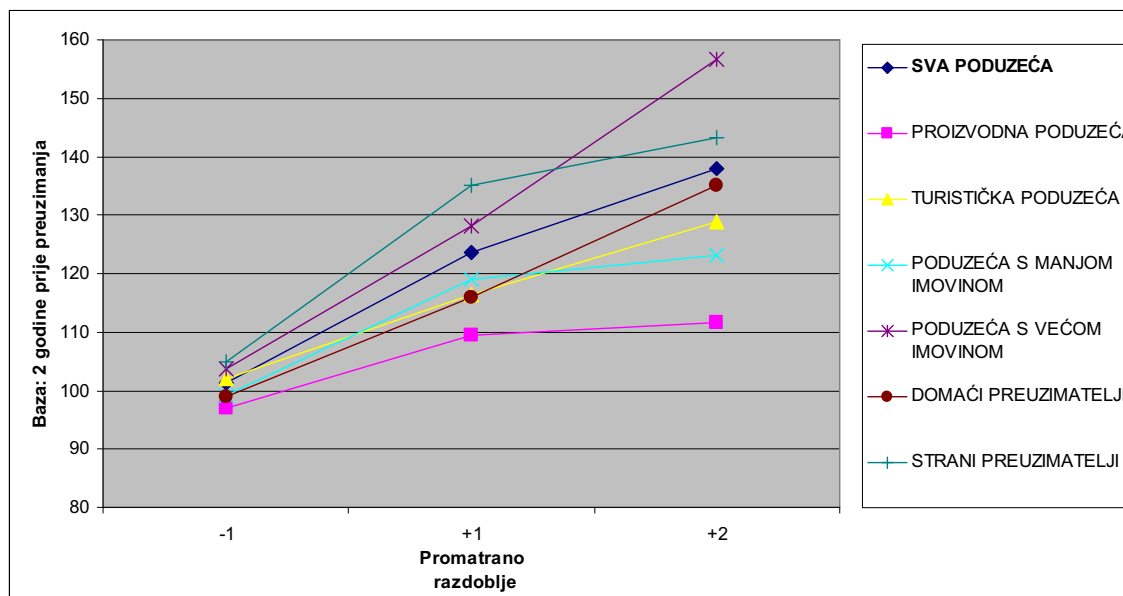
Za poduzeća iz uzorka izdvojeni su podaci o broju zaposlenih, visini imovine, kapitala i rezervi, poslovnih prihoda i neto dobiti i to za godinu i dvije godine prije preuzimanja, te za godinu i dvije godine nakon preuzimanja. Iz tih podataka su potom izvedeni podaci o proizvodnosti rada, neto profitnoj marži te o povratima na imovinu (ROA) i povratima na vlasnički kapital (ROE).

### **3.4.1. Analiza imovine**

Prilikom analize imovine, a obzirom na nemogućnost uspoređivanja poduzeća s prosjekom industrijske grane i utvrđivanja postotnog odstupanja, prikupljeni su podaci prikazani uz pomoć indeksa kojima su kao bazne godine korištene prva i druga godina prije integracije. Na taj način, moguće je utvrditi relativne promjene visine imovine, a iz njih tada i prosječne promjene imovine za cijeli uzorak. Predmetom analize bilo je svih 42 poduzeća iz uzorka s time da za 6 poduzeća nedostaju podaci o visini imovine dvije godine

nakon preuzimanja jer je ono izvedeno 2007. godine pa ti podaci još nisu poznati. Grafički prikaz kretanja imovine prikazan je u Grafikonu 3.1.

**Grafikon 3.1.** Kretanje imovine preuzetih poduzeća



Izvor: Vretenar, N.: Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010., p. 92.

Analiza kretanja imovine je pokazala da u godini nakon što su integrirana poduzeća u uzorku pokazuju prosječan rast imovine za 1/5 u odnosu na godinu prije preuzimanja. Rast je u manjoj ili većoj mjeri izražen i u svim proučavanim podskupinama. Pritom iznadprosječni rast iskazuju poduzeća koja su preuzeta od stranih subjekata i skupina poduzeća s većom apsolutnom vrijednošću imovine prije preuzimanja. Najmanji rast bilježe proizvodna poduzeća s otprilike dvostruko manjim rastom od prosjeka, a poduzećima s domaćim preuzimateljima u uzorku imovina raste dvostruko manje nego onima sa stranim preuzimateljima.

Rast imovine može se postići dodatnim zaduživanjem ili dokapitalizacijom te naravno pozitivnim poslovanjem, ali najčešće u manjoj mjeri u odnosu prema ukupnoj visini imovine (u izvanrednim okolnostima i revalorizacijom). I novo zaduživanje i

dokapitalizacija pokazuju nakanu ulaska u novi investicijski ciklus i poboljšanja poslovanja. Prema tome, snažan rast imovine nakon preuzimanja je rezultat promjena u poslovanju poduzeća i pokušaj njegova poboljšanja. Pritom je brži rast imovine kod većih u odnosu na manja poduzeća moguća posljedica lakšeg zaduživanja većih poduzeća kod poslovnih banaka, a možda i sposobnosti preuzimatelja većih poduzeća da ulože dodatna sredstva u dokapitalizaciju. Usporavanje rasta imovine kod većine poduzeća u drugoj godini nakon preuzimanja, kao i stagniranje visine imovine prije preuzimanja i dodatno pokazuje da je snažan rast nakon preuzimanja rezultat pokretanja novog poslovnog ciklusa.

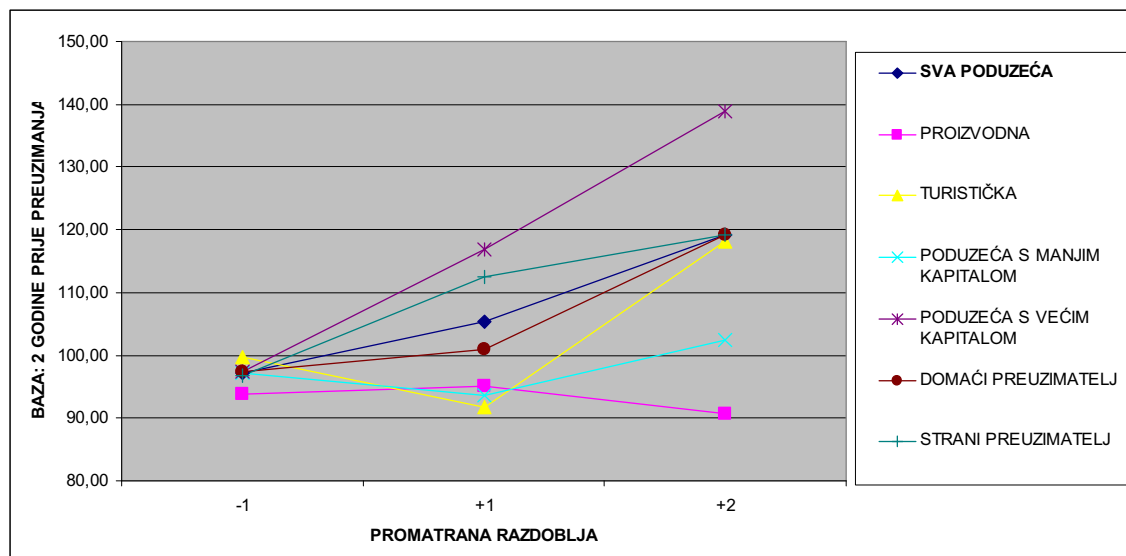
Najveći rast imovine u godini nakon preuzimanja u skupini poduzeća koja su preuzeli strani preuzimatelji ukazuje na veće mogućnosti stranih poduzeća za pribavljanje novih, svježih sredstava. Posebnost kod stranih preuzimatelja je da se, ovisno o procijenjenim okolnostima, mogu odlučivati za dokapitalizaciju preuzetih poduzeća, ali i na davanje zajma iz vlastitih sredstava (ili sredstava koje su sama na inozemnim tržištima novca pozajmila pod povoljnijim uvjetima nego na hrvatskom) preuzetom poduzeću. Na taj način, interno određenim kamatnim stopama mogu veći ili manji dio dobiti na jednostavniji način izvlačiti iz poduzeća nego u slučaju da su uložili sredstva u povećanje glavnice. Navedena praksa s transfernim cijenama je praksa i domaćih vlasnički povezanih poduzeća, no kod stranih preuzimatelja može biti više izražena iz poreznih razloga.

### **3.4.2. Analiza promjena kapitala**

Kod ispitivanja promjene kapitala, uzorak je iznosio 40 poduzeća, s time da za neka poduzeća nisu bili poznati podaci za sve godine pa se neke aritmetičke sredine sastoje od manjeg broja sadržanih poduzeća. Posebno je to izraženo u posljednjoj promatranoj godini kad je u prosjek uključeno samo 35 poduzeća. Obzirom da se analizirana poduzeća znatno razlikuju u visini kapitala i veličini općenito, da bi se moglo vršiti usporedbu kretanja kapitala, on je predstavljen uz pomoć indeksa s bazom u prvoj promatranoj godini,

odnosno 2 godine prije preuzimanja. Kasnije su, kao i kod drugih analiza, napravljeni indeksi s baznom godinom prije preuzimanja. Grafički prikaz podataka dan je u Grafikonu 3.2.

**Grafikon 3.2.** Kretanje kapitala preuzetih poduzeća



Izvor: Vretenar, N.: Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010., p. 97.

Za razliku od imovine, kretanje kapitala u godini prije preuzimanja pokazuje pad prosječne visine kapitala od 2,8% što je rezultat pada kapitala za 18 poduzeća te rast manji od 1% za dodatnih 5 poduzeća u uzorku. Padu visine kapitala u godini prije preuzimanja najviše pridonose proizvodna poduzeća, a najmanje turistička, iako je u tom razdoblju pad uočljiv kod svih promatranih podskupina. Pad kapitala je značajan jer pokazuje negativno poslovanje poduzeća iz uzorka u godinama prije preuzimanja. Iz toga se da zaključiti da su češći motiv preuzimanja bile teškoće u poslovanju preuzetih koje su rezultirale traženjem strateškog ulagača, nego njihova poslovna atraktivnost koja bi ih učinila poželjnim akvizicijama.

Zanimljivo je da u godini nakon preuzimanja daljnji pad visine kapitala bilježe turistička poduzeća, a blagi rast proizvodna (no zahvaljujući samo jednom, snažno dokapitaliziranom poduzeću), tj. dvije najveće promatrane skupine poduzeća u uzorku, dok prosjek ukupne visine kapitala za sva poduzeća raste približno 8%. Razlog tomu su snažne dokapitalizacije za sve tri banke te jedine novinske kuće u uzorku tijekom prve godine nakon preuzimanja. S gledišta dominicitnosti preuzimatelja može se primijetiti da su u godini nakon preuzimanja strani preuzimatelji u dvostruko većem postotku dokapitalizirali preuzeta poduzeća od domaćih što je sukladno povećanju imovine kod iste skupine poduzeća.

U posljednjoj promatranoj godini daljnji rast, iako usporeni, kapitala ostvaruju sve promatrane skupine poduzeća osim proizvodnih koja bilježe najnižu razinu kapitala tijekom cijelog promatranog razdoblja. Silazni trend visine kapitala kod proizvodnih poduzeća ukazuje da problemi tog sektora u Republici Hrvatskoj ne prestaju ni nakon preuzimanja. Djelomično je to objašnjivo manjom spremnošću novih vlasnika da dokapitaliziraju preuzeto proizvodno poduzeće, a djelomično i nastavljanjem negativnog poslovanja, tj. neuspješnosti u okretanju trenda, za razliku od trgovačkih i bankarskih poduzeća kod kojih poslovanje uglavnom poboljšava nakon preuzimanja.

U drugoj godini nakon preuzimanja dolazi do gotovo potpunog izjednačavanja rasta kapitala na 120% u odnosu na bazno razdoblje za sva poduzeća u uzorku, ali i odvojeno turistička poduzeća, poduzeća koja su preuzeli strani i koja su preuzeli domaći preuzimatelji. Nažalost, to ne ukazuje na težnju snažne dokapitalizacije poduzeća koja su preuzeli domaći preuzimatelji i turističkih poduzeća u drugoj godini nakon preuzimanja, jer njihov prosjek remeti samo jedno, ali 400% dokapitalizirano turističko poduzeće.

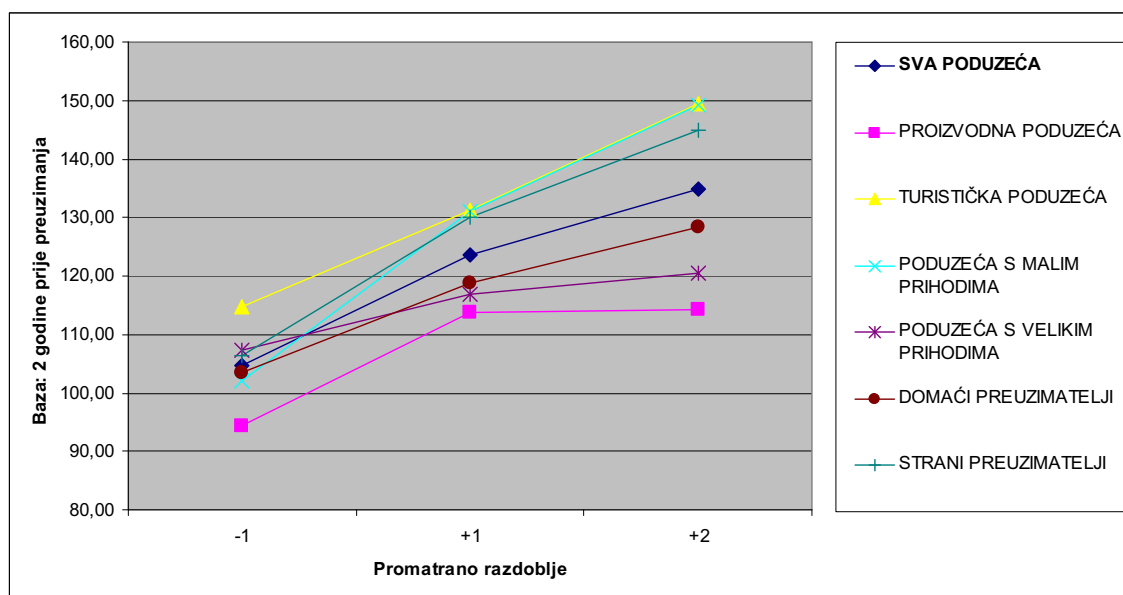
### **3.4.3. Analiza kretanja prihoda**

Analiza prihoda izvršena je na uzorku od 41 poduzeća te je kao i kod analize imovine visina prihoda prikazana relativno pomoću indeksa kojima je baza najprije godina prije



preuzimanja kako bi se omogućilo računanje prosjeka i utvrđivanje kretanja prihoda različitih poduzeća, a kasnije je kao bazna uzeta godina nakon preuzimanja. Za pet poduzeća u uzorku nisu dostupni podaci za zadnju promatranu godinu, a za jedno poduzeće za prvu promatranu godinu. Grafički prikaz kretanja prihoda dan je na Grafikonu 3.3.

**Grafikon 3.3.** Kretanje prihoda preuzetih poduzeća



Izvor: Vretenar, N.: Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010., p. 101.

Optimistično djeluju prosjeci rasta poslovnih prihoda promatranih poduzeća koja u godini nakon preuzimanja značajno prosječno rastu u cijelom uzorku za 23,55% u odnosu na početak promatranog razdoblja, ali i u svim promatranim podskupinama. Pritom brže od ukupnog prosjeka prosječno rastu prihodi turističkih poduzeća te skupine poduzeća koja su preuzeli stranci, a sporije od ukupnog prosjeka prosjeci proizvodnih poduzeća i poduzeća koja su preuzeli domaći preuzimatelji. U godini ranije, dakle godini prije preuzimanja, rast prihoda bilježe sve promatrane skupine osim proizvodnih poduzeća koje bilježe pad od 4,5%.

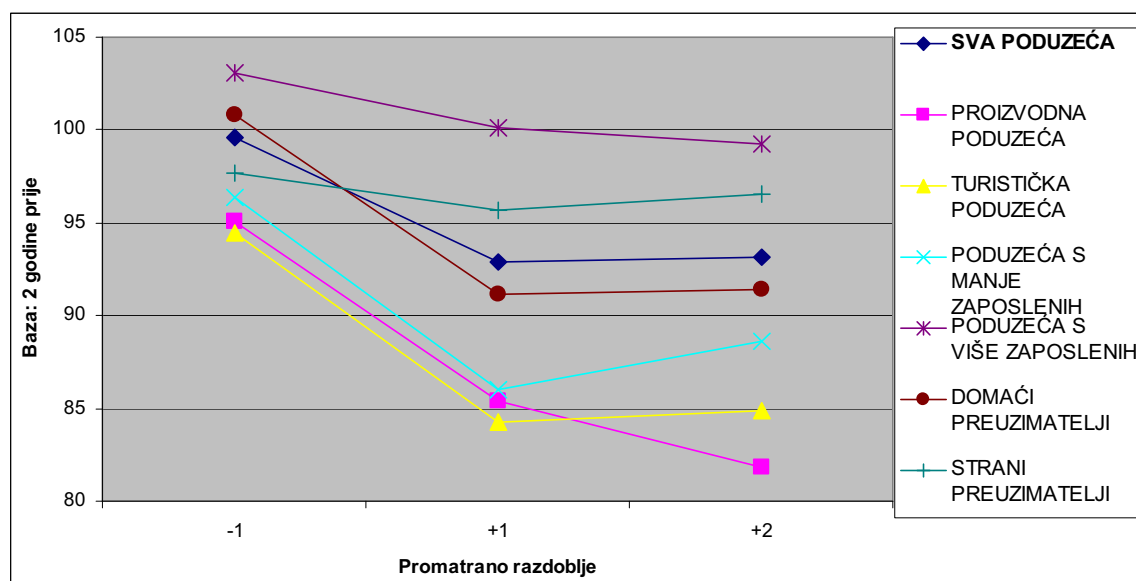
U posljednjoj promatranoj godini linearno nastavljaju rasti prihodi turističkih poduzeća, dok ukupni prosjek i prihodi svih ostalih skupina bilježe usporavanje rasta. Najmanji rast bilježe ponovno proizvodna poduzeća te se njihov rast od 1% može smatrati stagnacijom. Slično kao i snažan rast u visini imovine i kapitala, i rast u visini poslovnih prihoda u godini nakon preuzimanja ukazuje na pokušaje pozitivnih pomaka nakon promjene vlasnika. Uspješnost tih pokušaja trebali bi se moći sagledati kroz promjenu profitne stope poduzeća, no kao što će kasnije biti obrazloženo to nije uvijek slučaj.

#### **3.4.4. Analiza kretanja broja zaposlenih**

Za analizu broja zaposlenih uzorak je iznosio 41 poduzeće, s time da je broj poduzeća koja su činila prosjek po promatranim razdobljima varirao zbog nedostatka podataka. U samo 12 od ukupno 37 poduzeća za koje je poznat broj zaposlenih u prvog godini promatranog razdoblja je došlo do porasta njihovog broja u godini koja je slijedila, tj. u godini prije preuzimanja. Za razliku od pokazatelja imovine i prihoda, kretanje zaposlenih bilježi prosječan pad od 0,38% u godini prije preuzimanja u odnosu na godinu ranije. U godini nakon preuzimanja pad broja zaposlenih u odnosu na godinu prije preuzimanja je iznosio preko 6%, da bi u posljednjoj promatranoj godini prosječna zaposlenost porasla za gotovo 2%. Na Grafikonu 3.4. prikazano je kretanje broja zaposlenih poduzeća u uzorku.

Analiza kretanja broja zaposlenih je u svim promatranim skupina pokazala značajan prosječan pad. Na razini cijelog uzorka, pad u godini nakon preuzimanja u odnosu na početak promatranog razdoblja iznosi 7,13%, a broj zaposlenih se smanjio kod čak 26 od 39 promatranih poduzeća. Međutim, pad u obje glavne skupine poduzeća prema osnovnoj djelatnosti, dakle u proizvodnim i turističkim poduzećima, iznosi oko 15%. Pad zaposlenosti od čak 14% zabilježen je i u polovici uzorka s manjim brojem zaposlenih, dok je u polovici s većim brojem zaposlenih zabilježen najmanji pad po skupinama od nepunih 3% za tu godinu. Dio objašnjenja ove razlike vjerojatno treba tražiti u većoj financijskoj ranjivosti manjih poduzeća koja na loše poslovne rezultate moraju promptnije

**Grafikon 3.4.** Kretanje broja zaposlenih preuzetih poduzeća



Izvor: Vretenar, N.: Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010., p. 105.

reagirati štednjom, a dio je vjerojatno uzrokovan boljom sindikalnom organiziranošću zaposlenika u većim poslovnim sustavima, čime je i njihova pozicija ponešto stabilnija. Usporedba pada broja zaposlenih kod poduzeća koje su preuzeli domaći u odnosu na one koje su preuzeli strani subjekti je pokazala nešto veći pad kod prve skupine. Sveukupno gledajući kretanje broja zaposlenih pokazuje opći trend pada njihova broja u godini nakon preuzimanja, a nakon toga stagnaciju u drugoj godini nakon preuzimanja. To ukazuje na provođenje sustava integracije i restrukturiranja nakon preuzimanja uslijed čega se otpušta dio zaposlenika. Iako međunarodna iskustva pokazuju da se broj zaposlenih može smanjivati i uslijed nezadovoljstva dijela zaposlenih integracijskim procesom, u hrvatskim prilikama visoke nezaposlenosti je vjerojatnije da do toga dolazi zbog otpuštanja viškova (odnosno prekomjernog broja zaposlenih naslijeđenih od razdoblja prije preuzimanja) ili zbog ukidanja pojedinih radnih mjesta u procesu objedinjavanja funkcija novostvorenog sustava preuzimateljskog i preuzetog poduzeća.

Usporedivo s kretanjem imovine i kod kretanja zaposlenih nakon velikih promjena u prvoj godini po preuzimanju (samo kod zaposlenih u obrnutom smjeru u odnosu na kretanje imovine), u drugoj godini nakon preuzimanja prosječni brojevi zaposlenih ne bilježe veće

promjene. Na razini cijelog uzorka ostvaruje se prosječno povećanje od 0,25%, kod turističkih poduzeća porast 0,58%, kod poduzeća s manjim brojem zaposlenih 2,6% rasta, a kod poduzeća s manjim brojem zaposlenih 0.74% pada, kod poduzeća s domaćim novim vlasnikom rast je 0,23% a sa stranim 0,9%. Dakle, sve nabrojane skupine bilježe minimalne promjene u okviru 1%, osim poduzeća s manjim brojem zaposlenim. Iznimka je ponovno skupina proizvodnih poduzeća koja bilježi daljnji pad od 3,6%. Proizvodna poduzeća tako čine skupinu s najvećim prosječnim padom od u uzorku od 18,18%. Najmanji ukupni pad na kraju razdoblja bilježi polovica uzorka s većim brojem zaposlenih te poduzeća koja su preuzeta od strane stranih subjekata.

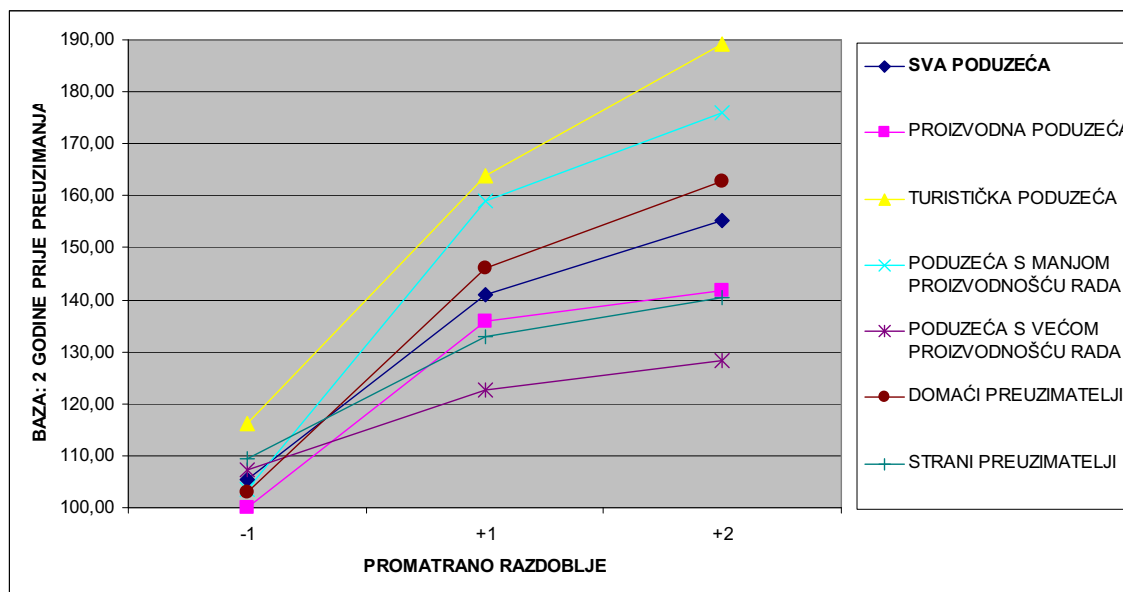
### **3.4.5. Analiza promjena u proizvodnosti rada**

Proizvodnost rada predstavljena je kao omjer poslovnih prihoda poduzeća i broja radnika, tj. predstavlja ostvarenu razinu prihoda po jedinici rada, odnosno po zaposlenom. Broj poduzeća u uzorku za izračunavanje prosječne proizvodnosti po promatranim razdobljima je varirao jer ju za pojedino poduzeće u pojedinoj godini nije bilo moguće izračunati ukoliko nisu bili poznati podaci za oba faktora čiji je ona omjer. Obzirom da je ranije u analizi kretanja prihoda zabilježen rast prihoda u promatranom razdoblju na razini cijelog uzorka, ali i po svim promatranim podskupinama, dok je isto tako zabilježen pad u kretanju broja zaposlenih, očekivano je zabilježen i porast proizvodnosti rada. Grafički prikaz kretanja proizvodnosti rada dan je na Grafikonu 3.5.

Obzirom da se pokazatelji proizvodnosti rada dobivaju stavljanjem u odnos razinu ostvarenih prihoda i broj zaposlenih, rastuća razina prihoda i opadajući broj zaposlenih očekivano su rezultirali povećanjem proizvodnosti u svim promatranim skupinama poduzeća kao i u općem prosjeku. Mogućnost da se usporedbom osnovnih podataka utvrdi utjecaj na promjenu proizvodnosti faktora koji ju čine, pokazala je da su turistička poduzeća povećavala proizvodnost u odnosu na proizvodna primarno zbog rasta prihoda, a ne smanjivanja broja zaposlenih. Nasuprot tome, poduzeća koja su preuzeli strani subjekti

su imala sporiji rast proizvodnosti rada usprkos bržem rastu prihoda i to zato što su u manjoj mjeri smanjivala broj zaposlenika u odnosu na poduzeća preuzeta od strane domaćih subjekata.

**Grafikon 3.5.** Kretanje proizvodnosti rada



Izvor: Vretenar, N.: Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010., p. 109.

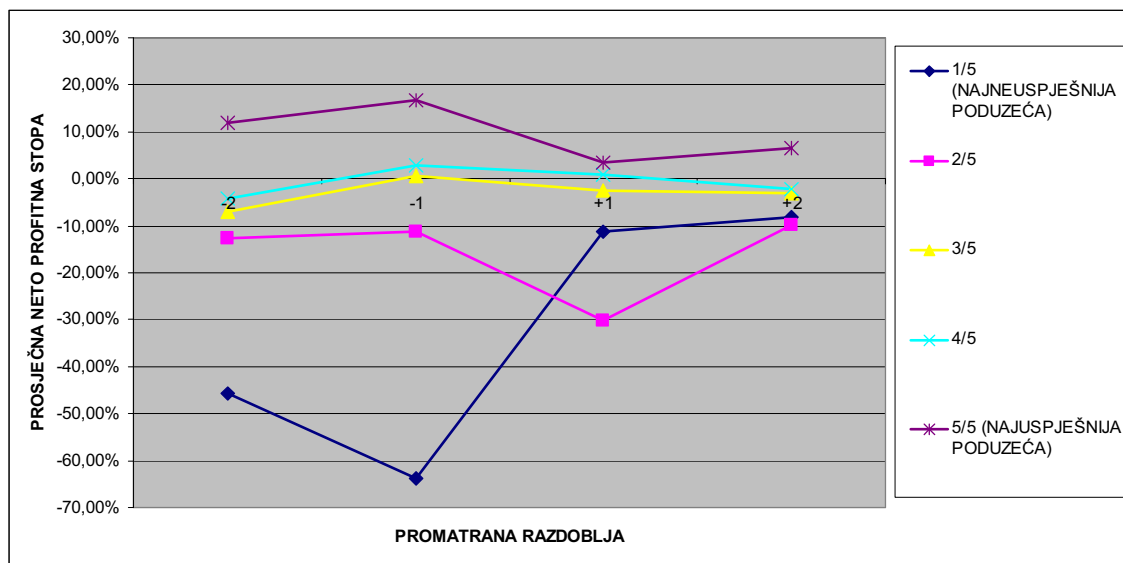
### 3.4.6. Kretanje profitne stope, povrata na imovinu i povrata na kapital

Za razliku od ostalih analiziranih pokazatelja, kod kojih je bila primjetna pravilnost kretanja prije i nakon preuzimanja za sva poduzeća u uzorku, no i unutar manjih grupa i podjela po određenim kriterijima, poput veličine i osnovne djelatnosti preuzetog poduzeća te domicilnosti preuzimatelja, u pokazateljima financijskog rezultata je pravilnosti teže naći. Osnovni problem predstavljali su vrlo veliki skokovi u gubitke, ali i u dobitke u pojedinim razdobljima, a koje je teško povezati po uobičajenim kriterijima. Zbog toga su

standardne devijacije prevelike, a prosjeci redom neprihvatljivi. Kao osnovni pokazatelj u ovom dijelu analize bila je neto profitna marža (omjer neto profita i poslovnih prihoda), te stopa povrata na imovinu<sup>240</sup> i stopa povrata na kapital<sup>241</sup>.

Kao što je uobičajeno s podacima velike raspršenosti, poduzeća u uzorku su za potreba analize podijeljena u 5 skupina s po 8 poduzeća razvrstanih prema kriteriju iskazane uspješnosti. Kao osnova za podjelu izabrana je visina profitne stope u godini prije preuzimanja. Na taj način se može djelomično neutralizirati problem velike raspršenosti i prikazati kretanje po skupinama sa sličnim performansama. Na Grafikonu 3.6. je dan prikaz kretanja profitne stope po skupinama, a na Grafikonu 3.7. prikazani su rasponi ostvarenih profitnih stopa od najuspješnijeg do najneuspješnijeg poduzeća u skupini u svakom promatranom razdoblju.

**Grafikon 3.6.** Kretanje profitne stope poduzeća u uzorku podijeljenom na 5 skupina prema uspješnosti jedne godine prije preuzimanja

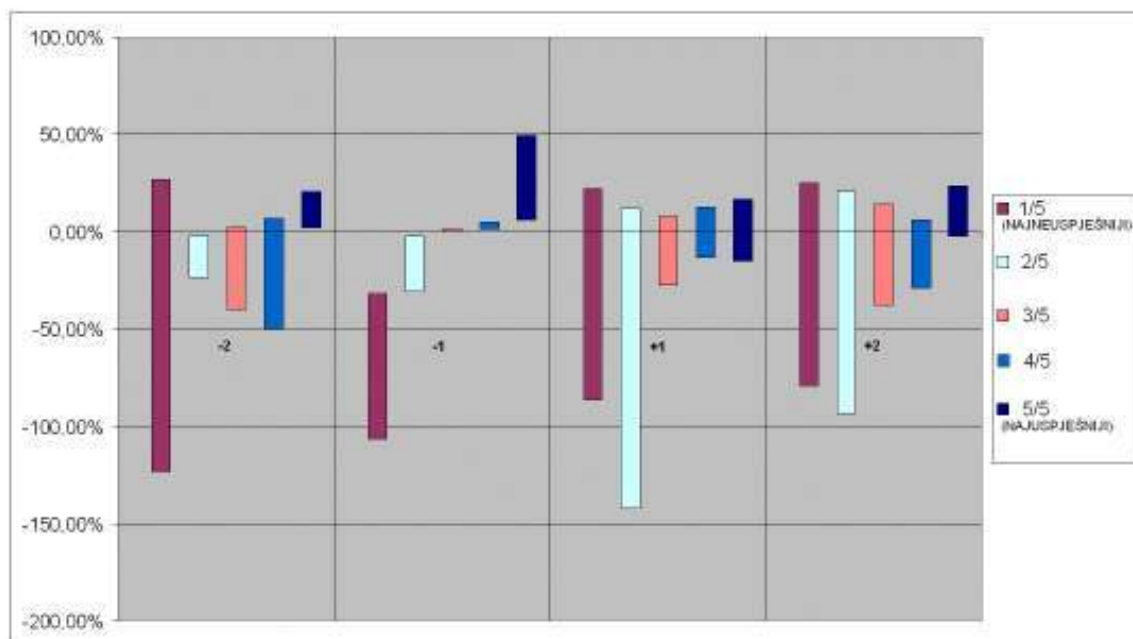


Izvor: Vretenar, N.: Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010., p. 114.

<sup>240</sup> ROA – Return on Assets

<sup>241</sup> ROE – Return on Equity

**Grafikon 3.7.** Rasponi profitnih stopa unutar skupina



Izvor: Vretenar, N.: Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010., p. 115.

Skupina poduzeća koja je ostvarila najveće prosječne gubitke u godini prije preuzimanja, u godini nakon preuzimanja je ponovno ostvarila negativnu prosječnu profitnu stopu, ali i najveći pozitivan skok od svih promatranih poduzeća i to tijekom cijelog promatranog razdoblja. Štoviše, upravo je ta skupina poduzeća jedina ostvarila pozitivan pomak u prosječnoj visini profitne stope u godini nakon preuzimanja u odnosu na godinu prije preuzimanja. Druga najlošija skupina te najbolja promatrana skupina u godini prije preuzimanja su ostvarile značajan pad prosječne profitne stope, a preostale dvije skupine su ostvarile relativno mali pad profitabilnosti pa se može zaključiti i da su ostale na približno jednakim razinama.

Vjerojatno objašnjenje ovakvih trendova je da su preuzimatelji poduzeća iz najlošije podskupine u uzorku bili dobro upoznati s financijskom pozicijom poduzeća te su bili pripremljeni provesti mjere potrebne za njihov oporavak. U 6 od 8 poduzeća u toj skupini to je i uspjelo (jer im je profitna stopa do kraja promatranog razdoblja višestruko poboljšana), kod jednog je došlo do poboljšanja, ali nedovoljnog da se u potpunosti

približi pozitivom poslovanju, a kod jednog su se gubici nastavili povećavati. Druga suprotnost su poduzeća iz dviju skupina koje su pokazale značajan pad prosječne stope dobiti nakon preuzimanja. Dio tog pada zacijelo je posljedica nedovršenih procesa oporavaka i ulaska u nove investicijske cikluse. Međutim, dio zacijelo otpada na poduzeća koja su skrivala loše rezultate do preuzimanja, te su otkriveni gubici nakon preuzimanja eskalirali.<sup>242</sup> U tom slučaju, neuspjeh njihova poslovanja, pa time i neuspješnost integracije treba pripisati loše provedenom postupku *due diligence*-a njihovih preuzimatelja. No, skrivanje gubitaka može upućivati i na oportunističko ponašanje menadžmenta poduzeća prije preuzimanja, koji je, posebno ukoliko je bio zastupljen i u pred-integracijskoj vlasničkoj strukturi poduzeća, motiviran za postizanje što više preuzimateljske premije i dogovaranje što povoljnijih ostalih uvjeta preuzimanja.

Treća mogućnost je da su preuzimatelji bili svjesni financijske situacije svoje mete, ali precijenili svoju sposobnost da nakon preuzimanja okrenu negativne trendove. Najčešći uzroci tome mogu ležati u krivim strateškim pretpostavkama ili u teškoćama u procesu integracije zbog kojih su umanjeni ili potpuno izostali očekivani sinergijski efekti. Četvrta mogućnost je da je kupnja poduzeća izvršena s ciljem eliminacije konkurencije ili pristupa nekom vrijednom resursu poduzeća (npr. nekretnina), a ne poboljšavanja njegova poslovanja, pa u to nije ni ulagan poseban trud. Sve navedene mogućnosti, osim potonje, su potvrđene činjenicom da su prosječno kretanje imovine i visine prihoda pokazala pokušaje oživljavanja poslovanja i nastojanja za većom uspješnosti, no to kod nekih poduzeća jest, a kod drugih nije dalo željene efekte. S obzirom da investicijski ciklusi i provođenje restrukturiranja mogu u nekom vremenskom razdoblju dodatno opteretiti poslovanje poduzeća, moguće je da bi daljnje promatranje pokazatelja uspješnosti poslovanja kod većeg broja poduzeća pokazalo pozitivne trendove.

---

<sup>242</sup> Do toga dolazi uslijed problema ograničene racionalnosti i oportunizma je teorijski razmatrano u okviru Transakcijske teorije cf. infra 2.3.3.



### **3.4.7. Uspješnost vlasničkih integracija u Republici Hrvatskoj temeljem provedenog istraživanja**

Ocjena uspješnosti vlasničkih integracija u navedenom istraživanju nije jednoznačna. Kretanja imovine, kapitala, prihoda pa i proizvodnosti rada ukazuju na značajne pozitivne pomake u poslovanju preuzetih poduzeća nakon preuzimanja. Ipak, izostanak pravilnosti kada su promatrani pokazatelji profitne stope te izvedeni pokazatelji povrata na imovinu i povrata na vlasnički kapital, usprkos generalnom popravljaju poslovanja za većinu poduzeća u uzorku ne ukazuju na moguće ukupno poboljšanje poslovanja integriranog sustava. Pozitivna kretanja dijela pokazatelje svakako ukazuju na trud preuzimatelja usmjeren u poboljšanje poslovanje. Ipak upitan uspjeh tog truda potvrđuje zaključke većine najznačajnijih svjetskih empirijskih istraživanja vlasničkih integracija o velikom udjelu neuspješnih integracija.

U promatranom uzorku za donošenje zaključaka valja posebno analizirati dvije najveće skupine poduzeća obzirom na djelatnost i to turistička i proizvodna. Jedno od obilježja promatranih turističkih poduzeća je da usprkos svojoj atraktivnosti nisu dominantno preuzeta od strane inozemnih subjekata, već je značajan dio konsolidacije sektora realiziran domaćim spajanjima i preuzimanjima. Tako je i u uzorku poduzeća u ovom radu od ukupno 16 poduzeća iz turističkog sektora njih čak 12 bilo preuzeto od strane domaćih subjekata, samo 4 od strane stranih. Solidna razina konsolidacije postojećih turističkih poduzeća može se vezati uz njihovo strateško pozicioniranje na fizički najatraktivnijim mjestima za turističku djelatnost, što predstavlja dobre temelje dugoročne uspješnosti poslovanja, ali i otežan ulazak konkurenata na tržište u *greenfield* obliku. Kako je pristup tržištu u velikoj mjeri vezan uz preuzimanja, opasnost od stvaranja novih kapaciteta koji bi značajno smanjili razinu ekonomskog profita svih tržišnih konkurenata unutar države je relativno slaba. Za razliku od primjerice trgovine u kojoj je bez značajnih prepreka ulasku moguće ostvariti novi ulaz u većinu geografskih područja, ali i tržišnih segmenata u državi, relativna izgrađenost postojećih turističkih kapaciteta na najatraktivnijim lokacijama te ograničena mogućnost izgradnje novih, modalitet ulaska na tržište uglavnom vezuje uz nužnost za vlasničkom integracijom.

U promatranom uzorku sporiji prosječni rast imovine i razine kapitala za turistička poduzeća od ukupnog prosjeka, a uz istodobno zabilježeni brži rast prihoda i proizvodnosti rada, ukazuje na relativnu visoku vrijednost dugotrajne imovine u toj gospodarskoj grani, ali i mogućnost poboljšanja poslovanja i povećavanja proizvodnosti rada uz pomoć poslovnog restrukturiranja i boljeg tržišnog pozicioniranja preuzetih poduzeća. Neuspjeh nekih od poduzeća u inače uspješnom turističkom gospodarskom sektoru u Hrvatskoj ukazuje na neprovedeno ili neuspješno provedeno poslovno restrukturiranje, ili pak na potrebu za značajnim ulaganjima u obnavljanje i osuvremenjivanje postojećih kapaciteta.

Uspješnost integracijskih procesa u industriji se na temelju uzorka pokazala slabijom od prosječne, ali i slabijom od većine ostalih promatranih grupa. Obzirom da se industrijska proizvodnja u Hrvatskoj već duži niz godina nalazi u krizi, ispodprosječni rezultati preuzetih poduzeća iz sekundarnog sektora pokazuju da se negativni trendovi u ovom dijelu gospodarstva do sada nisu uspjeli u većoj mjeri okrenuti ni nakon preuzimanja. Kumulativan je to rezultat mnogih čimbenika. Kao prvo, nemogućnost domaće industrije u konkuriranju na domaćem i na vanjskim tržištima rezultirala je dugogodišnjim slabim poslovnim rezultatima. Njihova izravna posljedica bila je daljnji tehnološki zaostatak za konkurencijom i daljnje smanjivanje uspješnosti. Moguće rješenje je moglo biti u traženju stranih strateških preuzimatelja koji bi osim svježeg kapitala donijeli i tehnološka unapređenja, menadžerska znanja i možda pristup na njihova tržišta. Međutim, Hrvatska je u velikoj mjeri zaobiđena i kao destinacija za portfolio investiranje, ali i za *greenfield* ulaske stranih industrijskih poduzeća zbog cijelog niza razloga od ratnih zbivanja u devedesetima, pretjerano složenog birokratskog aparata, skupe i strukturalno neprilagođene radne snage te straha potencijalnih investitora od korupcije. Osim toga, za razliku od bankarskog, trgovačkog ili turističkog sektora, hrvatska industrija nije predstavljala dovoljan mamac stranim investitorima ni zbog mogućnosti pristupa domaćem tržištu ni zbog perspektive ostvarenja uspješnog integriranja u cilju povećanja ukupne vrijednosti preuzimateljskog poduzeća. Naime, u većini segmenata industrijske proizvodnje svjetsko tržište bilježi višak kapaciteta pa dodatni kapaciteti ne predstavljaju poželjnu metu ukoliko istovremeno ne predstavljaju mogućnost ulaska na tržište. No Hrvatsko je tržište svojim potrošačkim potencijalom u svjetskim pa i europskim

razmjerima prilično malo, a ulazak na njega je ionako moguć i robom proizvedenom u drugim zemljama. U takvim uvjetima, ulazak stranih preuzimatelja često može biti objašnjen Nearyevim<sup>243</sup> modelom prema kojem preuzimatelji svoje komparativne prednosti povećavaju gašenjem preuzetih poduzeća manje troškovne i drugih efikasnosti.<sup>244</sup> Neuspjeli pokušaj preuzimanja vodećeg regionalnog proizvođača duhana i duhanskih proizvoda od strane jedne od vodećih svjetskih multinacionalnih kompanija iz duhanske industrije je bio planiran upravo na taj način. Naime, kako je potencijalni preuzimatelj obilovao kapacitetima proizvodnje, nakon preuzimanja je bilo predviđeno iskorištavanje poznatih brandova i distribucijskih kanala domaćeg proizvođača uz istovremeno gašenje njegovih, za potencijalnog preuzimatelja nepotrebnih, proizvodnih kapaciteta.

Jedan od razloga manjka interesa za hrvatska industrijska poduzeća je vjerojatno i u strahu od prikrivanja lošeg stanja te opasnosti od velikih gubitaka nakon preuzimanja. Ta je opasnost prisutna kod svakog preuzimanja, no zacijelo je izraženija kod poduzeća koja ne uspijevaju uspješno poslovati, a ne raspolažu specifičnim resursima koji bi mogli privući ulagače, te je pokušaj pronalaženja preuzimatelja njihova jedina šansa za opstanak. Razina motivacije za prikrivanje lošeg stanja je u navedenim uvjetima posebno izražena. Pogled na pokazatelje neto profitne marže, povrata na imovinu i povrata na kapital poduzeća u uzorku pokazuje da su u svim skupinama osim one s najneuspješnijim poduzećima u godini prije preuzimanja može naći poduzeće koje je u godini nakon preuzimanja ostvarilo drastičan pad profitabilnosti. U nekim od navedenih slučajeva, poput onog u jednoj od banaka iz uzorka, se to može objasniti ulaskom u snažni investicijski ciklus netom nakon preuzimanja, no vjerojatno je u nekim od drugih slučajeva razlog posrtanja upravo o prikrivenim gubicima koji nakon preuzimanja eskaliraju.

Značajno ograničenje provedenog istraživanja, kao i većine empirijskih istraživanja operativne efikasnosti vlasničkih integracija, predstavljalo je oslanjanje na financijske i to javno dostupne podatke. Problem financijskih pokazatelja je višestruk. Kao prvo,

---

<sup>243</sup> Neary, J.P.: *Cross-border Mergers as Instruments of Comparative advantage*, op.cit., p. 6.-9.

<sup>244</sup> O tome više, infra 2.3.6.

poduzeća financijska izvješća za javnu objavu često prilagođavaju na način da iskazuju drugačije vrijednosti od onih koje se koriste unutar poduzeća. Zbog toga primjerice pokazatelji uspješnosti uopće ne moraju odgovarati stvarnosti jer postoji opasnost i od pojave skrivenih gubitaka, ali i skrivene dobiti. Drugi problem s javnim podacima je da ne otkrivaju moguću primjenu transfernih cijena unutar cijelog vlasnički povezanog sustava. Značaj transfernih cijena je ključan jer se njihovom primjenom može prenositi rezultat poslovanja iz jednog dijela sustava u drugi, a što nije vidljivo kroz financijsko izvještavanje pa moguće značajno narušava sliku. Treće ograničenje ovakvog istraživanja je u nemogućnosti pouzdane identifikacije motiva integracije, kao ni zadovoljstva uključenih strana provedenom integracijom. Naime, saznanja teorije transakcijskih troškova i posebno teorije resursne ovisnosti upućuju na mogućnost da se vlasničko integriranje provodi i iz drugih razloga, a ne samo vidljivog povećanja financijske uspješnosti.<sup>245</sup> Zadnje ograničenje provedenog istraživanja odnosi se na činjenicu da su javno dostupni financijski podaci dostupni samo za ograničen fundus poduzeća. Riječ je isključivo o poduzećima izlistanima na burzi ili eventualno dioničkim društvima koje nisu izlistana, ali usprkos tome imaju velik broj dioničara i visok iznos temeljnog kapitala. Agencijska teorija u takvim sustavima pretpostavlja veće agencijske troškove uslijed veće asimetrije informacija, a transakcijska teorija ukazuje na opasnost od veće pojave oportunitizma uslijed izraženijeg problema ograničene racionalnosti. U nastavku ovog rada biti će istraženi upravo aspekti koji nisu mogli biti obuhvaćeni objašnjenim prethodnim istraživanjem.

---

<sup>245</sup> O tome više cf. infra 2.3.3. Teorija transakcijskih troškova i 2.3.2. Resursna teorija

## 4. ORGANIZACIJSKI ČIMBENICI ZA PROVOĐENJE USPJEŠNIH VLASNIČKIH INTEGRACIJA MALIH PODUZEĆA

Organizacija i poslovanje malih poduzeća obilježeni su specifičnostima koja su predmetom izučavanja i u teorijskoj i u empirijskoj literaturi. Temeljne razlike malih poduzeća u odnosu na veće sustave proističu iz njihove manje razine složenosti. Složenost se u organizaciji između može izraziti kroz dubinu i širinu hijerarhije, raspon kontrole, razinu formalizacije i centralizacije, način uspostave sustava odlučivanja i slično. Složenost raste s povećanjem veličine poduzeća te su zato veća poduzeća obilježena višom razinom složenosti od manjih.

Teorijska postavka govori da što je poduzeće veće, to će njegovo ponašanje biti više formalizirano i imati će razrađeniju strukturu.<sup>246</sup> Veća razina formalizacije može se očekivati poduzećima veće veličine zbog češćeg ponavljanja situacija pri čemu je formalizacija oblik njihova rutiniranog rješavanja. Prema nekim autorima u teoriji organizacije<sup>247</sup> jedan od razloga postojanja poduzeća to što unutar granica organizacije postoji znanje koje ne postoji na tržištu ili između poduzeća. Prema takvim shvaćanjima i granice poduzeća su određene ne samo fizički već i mentalno i kognitivno kroz učenje i stvaranja identiteta. No ipak, postojanje specifičnih prednosti koje poduzeće ima nije u obliku kognitivnog znanja, već u obliku proceduralnog znanja stvaranog metodama komunikacije i koordinacije unutar poduzeća.

Važnost koordinacije i proceduralnih znanja naglasio je socijalni eksperiment višestrukog uzastopnog odigravanja „zatvorenikove dileme“. U postavkama te igre u okviru teorije igara ukupno najbolji efekt biva ostvaren kada oba zatvorenika odbiju priznati, a najgori efekt kad jedan od zatvorenika prizna, a drugi ne. Obzirom da su zatvorenici odvojeni,

---

<sup>246</sup> Mintzberg, H.: *Mintzberg on Management: Inside Our Strange World of Organizations*, The Free Press, New York; Collier Macmillian Publishers, London, 1989., p. 106.

<sup>247</sup> Kogut, B. i Zander, U.: *What Firms Do? Coordination, Identity and Learning*, *Organization Science*, Vol 7, No 5, 1996., p. 515.

nisu u mogućnosti koordinirati svoje akcije u smjeru koji je najbolji za obojicu. Ipak, nakon mnogih iteracija igre, ukupni rezultat je bio povoljniji nego u početku bez obzira što igrači u osnovi nisu razumjeli način razmišljanja suigrača. To je pokazivalo oblik razvijenog proceduralnog znanja stvorenog tijekom igranja.<sup>248</sup>

Povećanje veličine poduzeća dovesti će stoga i do veće količine proceduralnog znanja koje to poduzeće pohranjuje. Da bi ta pohrana bila moguća i uspješna, poduzeće će postupno podizati razinu formalizacije. Izgrađena formalizacije će istodobno značiti i sposobnost rutiniranog nošenja sa situacijama koje se ponavljaju.

Još jedan vid rasta organizacijske složenosti očituje se kroz raspon kontrole i visinu hijerarhije. Širi raspon kontrole će omogućavati niže administrativne troškove i povoljniji omjer direktnog i indirektnog rada, dok će uži pružati veće mogućnosti osobnog nadzora. Prema Urwicku,<sup>249</sup> raspon kontrole će biti određen prostornom raspršenošću i potrebom za sastancima oči-u-oči, a Jaques naglašava da će menadžer moći imati onoliko izravno podređenih koliko ih može osobno poznavati na način da može utjecati na njihovu osobnu efektivnost.<sup>250</sup> Optimalni raspon kontrole će ovisiti o brojnim čimbenicima poput tipa organizacijske strukture i tehnologije koju poduzeće koristi. No tako će poduzeća s povećanjem broja izvršnih radnika, a u pokušaju da raspon kontrole održe blizu iskustveno određenog optimuma povećavati složenost organizacije i vjerojatno i broj hijerarhijskih razina.

Organizacijska složenost se povećava rastom organizacije i zbog pokušaja ostvarivanja sinergijskih efekata iz ekonomija razmjera i raspona. Naime, veći obujam proizvodnje neće dovesti do ostvarivanja troškovnih ušteda ukoliko se ne primijeni sustav proizvodnje koji će to omogućiti.<sup>251</sup> Ekonomije razmjera odnosno troškovne sinergije, uglavnom su rezultat organizacije proizvodnje na način da se u velikoj mjeri specijalizira oprema ali i ljudski rad. Specijalizacija dovodi do usavršavanja procesa na način koji omogućava

---

<sup>248</sup> Ibidem

<sup>249</sup> <http://www.worldlingo.com/ma/enwiki/en/Span-of-control> (11.08.2010.)

<sup>250</sup> [http://en.wikipedia.org/wiki/Span\\_of\\_control](http://en.wikipedia.org/wiki/Span_of_control) (11.08.2010)

<sup>251</sup> Womack, J.P., Jones, D.T., Ross, D.: *The Machine That Changed the World : How Lean Production Revolutionized the Global Car War*, Simon & Shuster UK, 2007., p. 28.-33.

smanjivanje vremena proizvodnje, uklanjanja praznih hodova i značajnog povećanja razine efikasnosti zaposlenika i opreme. S povećanjem specijalizacije i podjele posla, poduzeća povećavaju i razinu hijerarhije što u konačnici povećava horizontalnu i vertikalnu složenost organizacije. Mala poduzeća nisu u mogućnosti ostvarivati ekonomije obujma u mjeri u kojoj to mogu veliki sustavi upravo zbog izostanka mogućnosti za značajnu specijalizaciju. Međutim, istodobno uspijevaju zadržati nižu razinu složenosti i graditi svoju konkurentsku prednost na većoj razini fleksibilnosti.

Značajnu distinkciju organizacijske složenosti su dali Fama i Jensen.<sup>252</sup> Prema njihovu gledištu nekompleksne su one organizacije kod kojih su specifične informacije potrebne za donošenje odluka koncentrirana u rukama jednog ili malog broja agenata. Pod specifičnom informacijom pritom podrazumijevaju informaciju čiji je transfer ili prijenos na druge agente skup. Tako definirana složenost čini da većina malih poduzeća biva nekompleksnima, a većina velikih kompleksnima. Međutim i tu ima iznimaka pa kako navode, sveučilišta usprkos relativno maloj veličini po raspršenosti specifičnih informacija među fakultetima i vodstvom spadaju u kompleksne sustave, dok primjerice investicijski fondovi raspolažu s velikim iznosima kapitala i ostvarenih prometa u pogledu specifičnosti informacija predstavljaju nekompleksne sustave.<sup>253</sup> Obilježje skupog prijenosa specifičnih informacija kod nekompleksnih sustava dovodi do ekonomičnosti u stapanju kompletnog procesa odlučivanja odnosno menadžmenta odlučivanja i kontrole odlučivanja kod istih agenata.

Neefikasnost odvajanja donošenja i kontrole odluka povećava mogućnost nastanka agencijskih troškova kod poduzeća koja istodobno obilježava potpuna ili djelomična odvojenost vlasništva od upravljanja.<sup>254</sup> Do agencijskog problema ne dolazi ukoliko odvajanja vlasništva od upravljanja nema, odnosno ukoliko su vlasnik i menadžer u poduzeću ista osoba. U velikom dijelu malih poduzeća to i jeste slučaj pa združenost menadžmenta odlučivanja i kontrole odlučivanja ne izaziva agencijske troškove, a omogućava ekonomičnost koju takav model upravljanjima pruža nekompleksnim

---

<sup>252</sup> Fama, E. F. i Jensen, M.C.: *Separation of Ownership and Control*, op.cit., p. 5.-9.

<sup>253</sup> Ibidem, p. 6.

<sup>254</sup> O tome više, cf. 2.3.4. Agencijska teorija

sustavima. U nekompleksnim sustavima može doći do odvojenosti vlasništva od upravljanja bilo kroz postojanje većeg broja vlasnika od kojih je samo jedan donositelj odluka u poslovanju (primjerice u partnerstvima ili poduzećima u obiteljskom vlasništvu), ili postoji potpuno odvajanje vlasnika od menadžera. U tim slučajevima se grade posebni mehanizmi koji omogućavaju zaštitu vlasničkih prava njihovim nositeljima od oportunističkog ponašanja agenta. Jedan od najznačajnijih načina kontrole ponašanja agenta u ovakvim situacijama je ograničavanje broja i identiteta nositelja vlasničkih prava na mali broj principala. Osim što se vlasništvo drži koncentriranim, vlasnici su uobičajeno iz krugova bliskih agentima i s izgrađenim posebnim odnosima koji im omogućavaju kontrolu ponašanja agenta i bez formalno razvijenih mehanizama kontrole odlučivanja.<sup>255</sup> Naglasak je pritom najčešće na horizontalnoj kontroli kod partnerstava i raznim vidovima neformalne kontrole. Ograničenje ovog sustava odlučivanja je u ograničenosti vlasničkih prava u pogledu njihove prodaje i usitnjavanja, te ograničenost vlasnika na izbor agenta iz uskog kruga bliskih suradnika u koje se ima potrebna visoka razina povjerenja, a koji su istodobno dovoljno ambiciozni i sposobni za vođenje poduzeća.

Osim organizacijske složenosti, poduzeća se može razlikovati i po razini tehničke složenosti. Međutim, obzirom da je empirijsko istraživanje provedeno u ovom radu vršeno anketiranjem predstavnika poduzeća i potom dubinskim intervjuiranjem, informacije potrebne za analizu tehničke složenosti nisu bile dostupne. Stoga će pitanje tehničke složenosti u ovom istraživanju biti većim dijelom zanemareno i djelomično će ju se obrađivati samo podjelom poduzeća u uzorku prema osnovnoj djelatnosti. Pritom će biti pretpostavljeno da proizvodna djelatnost ostvaruje višu razinu tehničke složenosti od trgovačke, turističke ili ostalih oblika uslužnih djelatnosti.

Predmet istraživanja u ovom radu su mala poduzeća. Obzirom mnoge raspoložive kriterije razgraničavanja malih i velikih poduzeća, pojam malog poduzeća će biti posebno definiran za okvire ovog istraživanja. Pritom će kao glavni kriteriji razlikovanja poslužiti broj zaposlenih i pravna forma poduzeća.

---

<sup>255</sup> Fama, E. F. i Jensen, M.C.: *Separation of Ownership and Control*, op.cit., p. 7.



**Malim poduzećima** će se za potrebe ovog istraživanja smatrati poduzeća koja zadovolje dva navedena kriterija:

- poduzeća s brojem zaposlenih manjim od 250 zaposlenika i
- poduzeća koje su registrirana u nekoj od pravnih formi društava osoba ili društava kapitala prema Zakonu o trgovačkim društvima,<sup>256</sup> ali čijim se udjelima ne trguje na uređenim tržištima kapitala.

Kriterij broja zaposlenih izabran je među uobičajenim statističkim kriterijima za razlikovanje veličine poduzeća zbog ranije navedenih teorijskih odrednica prema kojima je broj on usko povezan uz razinu formalizacije, centralizacije, specijalizacije, raspona kontrole, broja hijerarhijskih razina i ostalih čimbenika kojima se određuje složenost organizacije. Broj od 250 zaposlenika je izabran kao granica između ostaloga zbog toga što Državni zavod za statistiku Republike Hrvatske uobičajeno poduzeća koje prelaze taj broj zaposlenih grupira kao velika poduzeća.<sup>257</sup> Druga dva kriterija za statističko razlikovanje veličine poduzeća uobičajeno čine visina ostvarenog prometa i vrijednost imovine, no kao što je teorijski objašnjeno, poduzeće veliko po tim kriterijima ne mora nužno biti i organizacijski složeno. Tada ni organizacijske specifičnosti takvih poduzeća ne bi bile usporedive s poduzećima formalno slične veličine, a značajno različite razine organizacijske složenosti.

Izuzimanje dioničkih društava izlistanih na burzama kapitala iz definicije malih poduzeća koja će se koristiti u ovom radu je u tome što ih obilježava obavezno formalno odvajanje menadžmenta odlučivanja i kontrole odlučivanja. Pritom je nositelj menadžmenta odlučivanja uprava poduzeća, a ulogu kontrole odlučivanja preuzima nadzorni odbor koji je obavezan u ovoj pravnoj formi poduzeća. Osim toga dio kontrole odlučivanja provodi izravno i dionička skupština kroz formalnu obavezu financijskog izvještavanja koje prema njoj ima uprava, odnosno menadžment poduzeća. Ranije navedene činjenice ubrajaju sva na burzi izlistana dionička društva u kompleksne sustave koji kao takvi nisu predmetom

---

<sup>256</sup> Narodne novine 111/1993

<sup>257</sup> Statistički ljetopis Republike Hrvatske 2009., p. 273.

ovog istraživanja. Neizlistana dionička društva, poznata još i kao privatne korporacije, teorijski dijele sličnosti s ostalim oblicima ustrojstva poduzeća kod kojih vlasnici nisu nužno i menadžeri, ali je odvajanje menadžmenta odlučivanja i kontrole odlučivanja neefikasno. Prema tom kriteriju, teorijski su određeni kao nekompleksni poslovni sustavi što je jedno od obilježja malih poduzeća.

Druga isključena organizacijska forma su obrti kao čest pravni oblik organizacije poslovanja u malim poslovnim sustavima. Obrti su isključeni zbog vezanosti za osobu pri čemu ne postoji pravna mogućnost odvajanja vlasništva od upravljanja pa oni kao takvi ne mogu biti objekti vlasničkog preuzimanja.

## **5. ANKETNO ISTRAŽIVANJE ORGANIZACIJSKIH PROMJENA U VLASNIČKI POVEZANIM PODUZEĆIMA**

U provedenom empirijskom istraživanju korištena je metoda ankete. U nastavku će biti objašnjen postupak istraživanja, odnosno opisan uzorak i način provođenja ankete, a potom će biti analizirani i objašnjeni rezultati istraživanja.

### **5.1. POSTUPAK ISTRAŽIVANJA**

Empirijsko istraživanje provedeno u ovom radu započeto je sa anketnim ispitivanjem poslovnih subjekata o vlasničkom integriranju, odnosno motivima, okolnostima, tipu povezivanja i efektima za poduzeća koja su bila sudionici procesa integracije u proteklih deset godina. Anketiranim poduzećima koja nisu sudjelovala u procesima vlasničkih integracija, ali razmatraju sudjelovanje u budućnosti, postavljana su pitanja o motivima interesa za integracijama.

#### **5.1.1. Opis uzorka**

Potencijalni poduzeća za anketno istraživanje predstavljala su sva aktivna društva ograničene odgovornosti, javna trgovačka društva, komanditna društva, dionička društva koja nisu izlistana na burzama vrijednosnica i privatne ustanove iz Primorsko-goranske županije s manje od 250 zaposlenika. Pretraživanjem baze Hrvatske gospodarske komore je pokazalo da navedenom uvjetu odgovara 10374 poduzeća. Obzirom da je anketni upitnik prosljeđivan i ispunjavan u elektroničkom obliku, od ukupno postojećih poduzeća koja ispunjavaju uvjet, izdvojena su ona sa poznatom adresom elektroničke pošte. Time je potencijalni broj poduzeća sveden na 3630 poduzeća, od čega veliku većinu, odnosno

97,3% čine društva ograničene odgovornosti. Broj poduzeća u uzroku je daljnje smanjen uslijed neispravnih, netočnih ili neaktivnih adresa elektroničke pošte.

### **5.1.2. Način provođenja anketiranja**

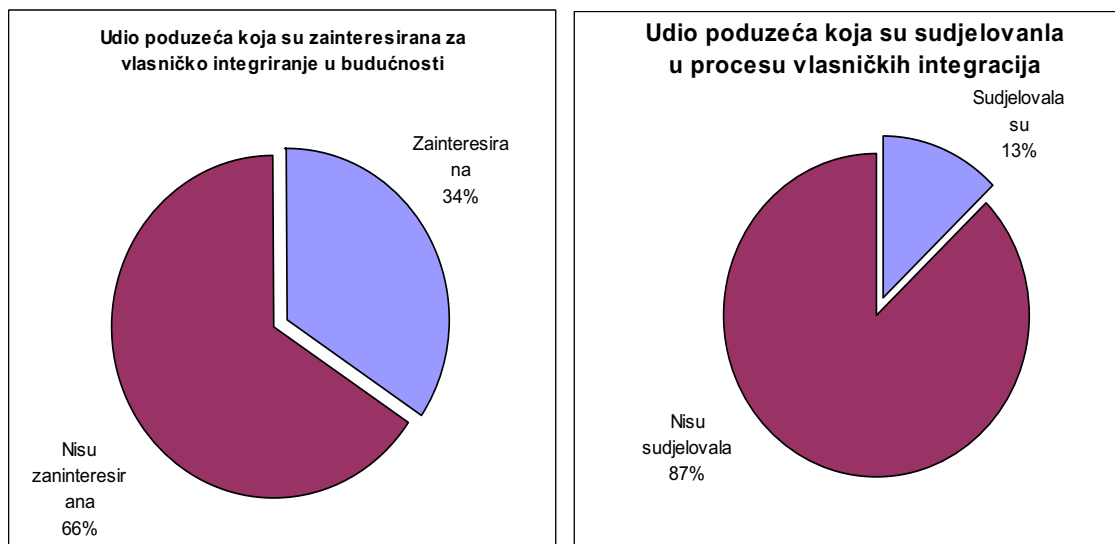
Elektroničkom poštom poslanih 3630 zamolbi, rezultiralo je s 553 otvaranja anketnog upitnika. Obzirom da je anketa prvenstveno usmjerena na sudionike vlasničkih integracija poduzeća, u prvom pitanju utvrđeno je koji od navedenih ispitanika zadovoljavaju postavljeni uvjet. Pritom je 73 ispitanika odgovorilo da je njihovo poduzeće sudjelovalo u integracijskom procesu te je potom bilo preusmjereno na pitanja o različitim aspektima te integracije. Preostalih 478 ispitanika odgovorilo je negativno, a dvoje ispitanika je odustalo od odgovaranja. Ispitanici s negativnim odgovorom na prvo pitanje su potom ispitani imaju li namjeru ili interes za vlasničkim povezivanjem u budućnosti. Od 442 ispitanika kojima je postavljeno to pitanje, 158 ih je odgovorilo pozitivno. Njima su potom postavljana pitanja o motivima interesa za vlasničkim integracijama. Ispitanici koji nisu željeli odgovoriti na pitanja, ili su na oba pitanja odgovorili negativno, nisu sudjelovala u nastavku anketiranja.

Postavljana pitanja ispitanicima iz obje skupine, dakle sudionicima vlasničkih integracija, te potencijalnim sudionicima takvih procesa u budućnosti, su bila pretežito ocjena tvrdnji izborom na skali Likretovog tipa s pet mogućih odgovora. Osim toga, postavljen je i manji broj nominalnih pitanja u kojima su ispitanici mogli izabrati ili upisati odgovor. Osim kod prvih pitanja dihotomnog tipa, o čijim je odgovorima ovisilo usmjeravanje ispitanika na željenu skupinu pitanja, odgovori na pitanja nisu bili obvezni. Ispitanici su stoga prema vlastitom nahođenju mogli odgovoriti na pojedino pitanje ili ga ostaviti praznim. Jednom ispunjen upitnik ispitanici nisu bili u mogućnosti ponovno ispunjavati.

Analiza odgovora ispitanika pokazuje da je 73 od 553 poduzeća sudjelovalo u procesu vlasničkih integracija tijekom proteklih 10 godina, što čini postotak od ukupno 13,2% anketiranih poduzeća. Od poduzeća koja nisu sudjelovala je čak 34,5% (odnosno 158 od

458) zainteresirano za vlasničko integriranje u budućnosti. Grafički prikazi strukture sudionika i potencijalnih sudionika dani su na Grafikonu 5.1.

**Grafikon 5.1.** Sudjelovanje anketiranih poduzeća u procesu vlasničkih integracija



Izvor: izradio autor

## 5.2. STATISTIČKA ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA

Analiza rezultata anketnog istraživanja biti će prikazana na način da će se prvo objasniti zbirni rezultati za poduzeća koja su sudjelovala u nekom obliku vlasničkog integriranja, potom će za njih biti predočeni rezultati primjene metoda deskriptivne statistike, pa potom inferencijalne statistike i neparametrijskih metoda. Nakon toga će biti predočen opis, rezultati deskriptivne i inferencijalne statistike te neparametrijskih zamjena za poduzeća koja su zainteresirana za vlasničko integriranje u budućnosti.

### 5.2.1. Rezultati statističke analize za poduzeća koja su sudjelovala u integracijskom procesu

Od poduzeća koja su sudjelovala u istraživanju, a bila su sudionici integracijskog procesa u proteklih 10 godina, po strukturi djelatnosti prednjačila su poduzeća iz trgovačke djelatnosti i poduzeća iz skupine drugih usluga. Proizvodna poduzeća sudjelovala su u dvostruko manjem obimu, a od ostalih grupa poduzeća sudjelovalo je još manji broj poduzeća iz turističke djelatnosti te jedno s područja transporta i logistike. Prikaz broja i udjela poduzeća po djelatnostima dan je u Tablici 5.1.

**Tablica 5.1.** Prikaz broja i udjela ispitanika iz vlasnički integriranih poduzeća po djelatnosti

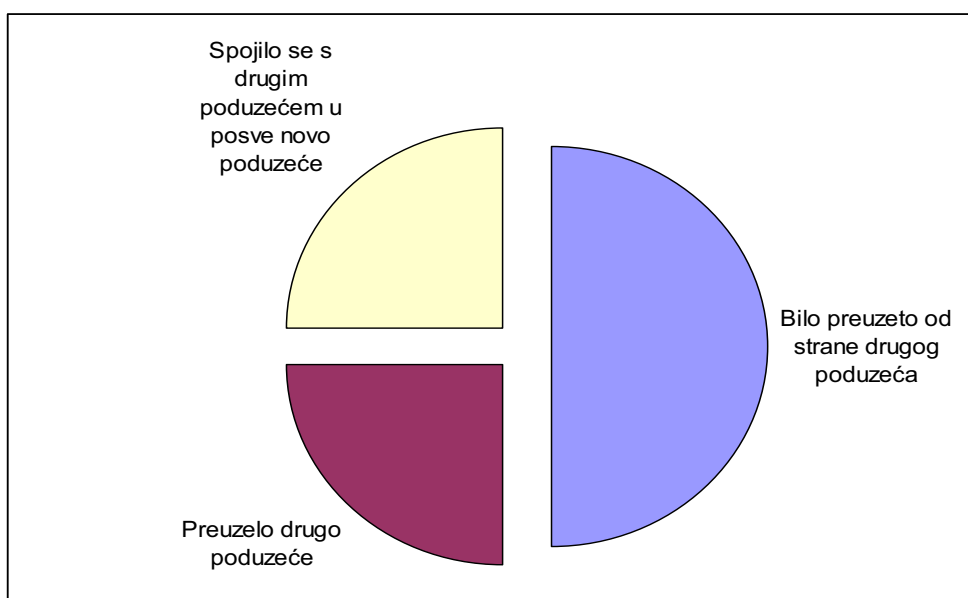
	Integrirani	
	Broj	Udio
Proizvodnja	11	19,6%
Trgovina	21	37,5%
Transport i logistika	1	1,8%
Ugostiteljstvo	0	0,0%
Turizam	6	10,7%
Financijske usluge	1	1,8%
Druge usluge	16	28,6%
<b>Ukupno</b>	<b>56</b>	

Izvor: izradio autor

### 5.2.1.1. Opis rezultata i deskriptivna statistika za poduzeća koja su sudjelovala u vlasničkoj integraciji

Od poduzeća koja su sudjelovala u integracijskom procesu, 50% (22 od 44 izjašnjenih) je u integraciji bilo preuzeto dok ih je 25% preuzelo drugo poduzeće, a isti je postotak poduzeća koja su se spojila (konsolidirala) s drugim poduzećem (Grafikon 5.2.). Nadalje, 54 % ispitanika odgovorio je da su integrirana poduzeća iz iste djelatnosti odnosno da su prethodno bila konkurentna poduzeća. To upućuje na niži udio horizontalnih integracija u ukupnom broju integracija od udjela koji ostvaruju prema statistikama World Investment Report-a.<sup>258</sup> Nasuprot tome, čak 43,4% anketiranih odgovorilo je prije integracije bilo stvarni ili potencijalni dobavljač poduzeća s kojim se integriralo, a 37,7% ispitanika je bilo njegov kupac. To ukazuje na visoki udio vertikalnih integracija, što ponovno nije u skladu sa svjetskim statistikama, ali odgovara zaključcima transakcijske i resursne teorije o razlozima ulaska u integraciju s ciljem smanjivanja transakcijskih troškova, odnosno u slučaju resursne teorije, smanjivanja resursne ovisnosti. Grafički prikaz integracija prema smjeru integrirana dan je na Grafikonu 5.3.

**Grafikon 5.2.** Udio preuzimatelja, preuzetih i spojenih poduzeća

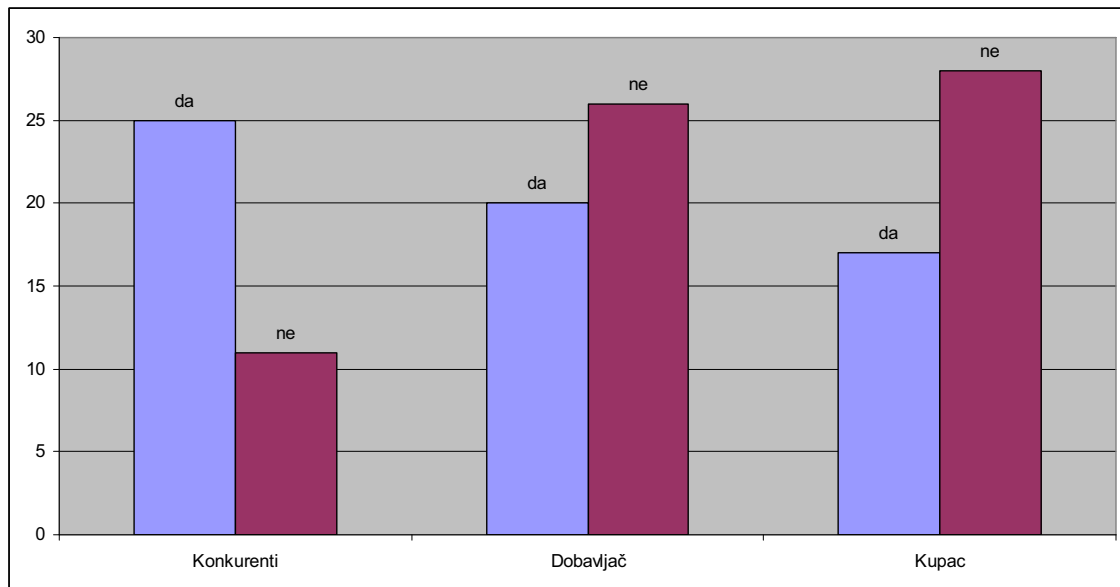


Izvor: Izradio autor

<sup>258</sup> WIR2000: Cross-border M & A and Development, op. cit., p. 101.

Više od pola ispitanika izjasnilo se da su i prije integracije imali razvijene poslovne odnose s poduzećem s kojim su se integrirali. Sličan udio ispitanika smatra da su dobro poznavali

**Grafikon 5.3.** Zastupljenost horizontalnih i vertikalnih integracija (unaprijed i unatrag)

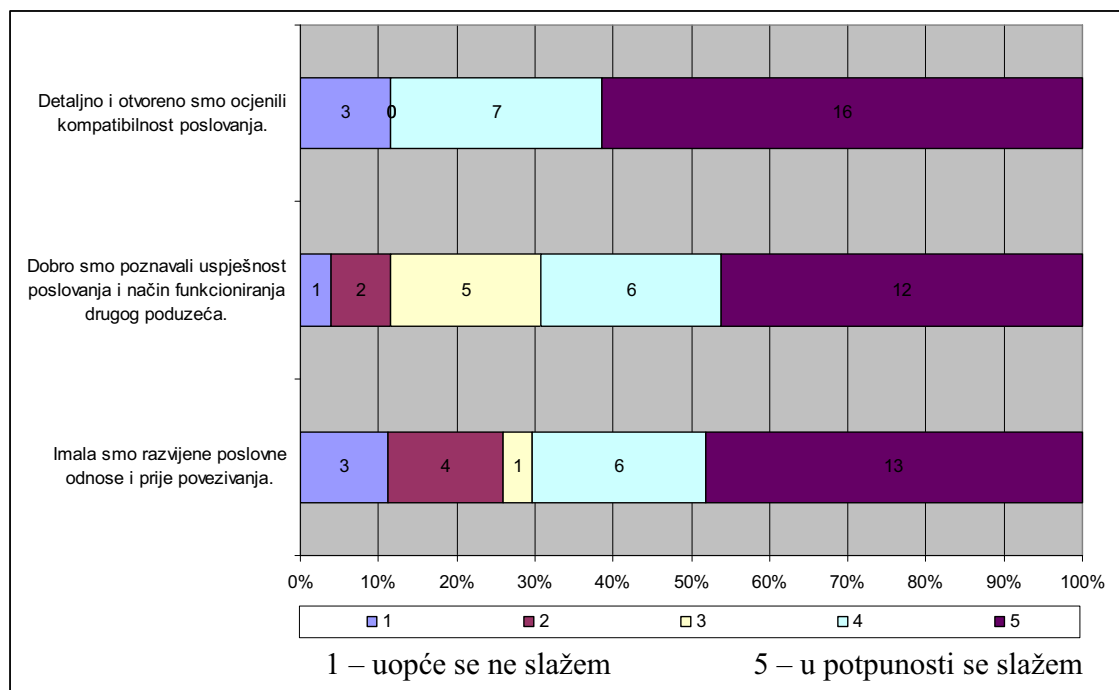


Izvor: izradio autor

poslovanje drugog poduzeća prije integracije kao i da su detaljno i otvoreno ocijenili kompatibilnost poslovanja. Nasuprot tome, samo 11% ispitanika odgovorilo je da nisu imali nikakve poslovne odnose prije integracije. Tek nešto veći udio, no opet relativno niskih 11,5% ispitanika smatra da proces due diligencea nije bio detaljan i otvoren. Samo jedan ispitanik, odnosno manje od 3,8% smatra da nisu dobro poznavali uspješnost poslovanja i način funkcioniranja drugog poduzeća. Udio ispitanika koji navedene varijable ocjenjuju srednjom ocjenom, neutralnom ocjenom u ovom nizu pitanja iznosi najviše 19,2% kod ocjene ranijeg poznavanja poslovanja poduzeća s kojim je vršena integracija pa do 0% kod ocjene detaljnosti due diligencea. Grafički prikaz navedenih odgovora prikazan je na Grafikonu 5.4.



**Grafikon 5.4.** Prethodno poznavanje i suradnja poduzeća



Izvor: izradio autor

Visok udio pozitivnog izjašnjavanja u navedenoj seriji pitanja upućuje na uspješno odrađenu ex-ante analizu koja je prethodila integraciji. To se odnosi na integraciju s poduzećima koje s kojima se već surađuje, čije se poslovanje dobro poznaje no još i detaljno prethodno provjerava u nekom vidu due diligencea. Prikaz odgovora o prethodnom poznavanju poduzeća glavnim mjerama centralne tendencije iz deskriptivne statistike je dan u tablici 5.2.

**Tablica 5.2.** Prethodno poznavanje i suradnja poduzeća

	N	Aritm. sred	Median	Mod	Učestalost moda	St. dev.	Simetričnost	Kurtoza
Imala smo razvijene poslovne odnose i prije povezivanja.	25	3,72	4	5	11	1,486	-0,7981	-0,9049
Dobro smo poznavali uspješnost poslovanja i	24	3,92	4	5	10	1,176	-0,8747	0,0037

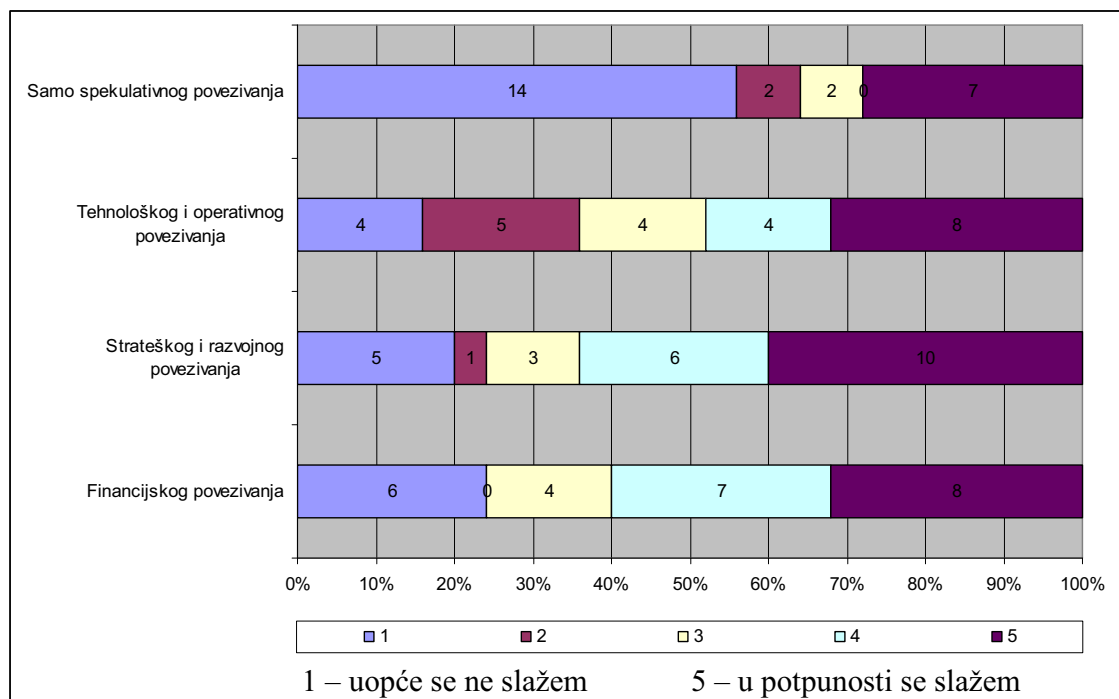
<b>način funkcioniranja drugog poduzeća.</b>								
<b>Detaljno i otvoreno smo ocijenili kompatibilnost poslovanja.</b>	24	4,21	5	5	14	1,318	-1,9095	2,6146

Izvor: izradio autor

U pitanjima glede stupnja integriranja povezanih poduzeća, ispitanici su se izjašnjavali o procjeni razine financijskog, strateškog tehnološkog ili samo spekulativnog povezivanja. Jednaki postotak ispitanika (32%) se je u potpunosti složio s posljedicom tehnološkog i operativnog, financijskog integriranja, veći postotak (40%) potvrdio je posljedicu strateškog i razvojnog povezivanja, dok je nešto manji udio, odnosno 28% ispitanika, prepoznalo integriranje iz isključivo spekulativnih razloga. Ipak, preko polovine ispitanika uopće ne smatra da je došlo do samo spekulativnog povezivanja što ukazuje da većina integriranja nije bila spekulativnog tipa. Obzirom da se radi o poduzećima koja ne kotiraju na burzi, prepoznavanje izostanka spekulativnog motiva povezivanja je u skladu s očekivanjem. Potpuni izostanak financijskog povezivanja prepoznalo je 24% ispitanika, no ipak, udio ispitanika koji su se izjasnili za neki stupanj financijskog povezivanja iznosi oko 60%. 48% ispitanika izjasnilo se pozitivno o nekoj razini tehnološkog povezivanja, dok je broj onih koji nisu prepoznali nimalo tehnološkog i operativnog povezivanja ispod 16%.

Strateški i razvojno se povezalo gotovo 64% integriranih poduzeća, no zanimljivo uz istodobno veći udio ispitanika koji nisu prepoznali nikakvo povezivanje ovakvog tipa nego kod tehnološkog i operativnog povezivanja. Grafikon 5.5. pokazuje postignuti stupanj integriranja. U tablici 5.3. prikazani su rezultati primjena mjera centralne tendencije na odgovore iz ove serije pitanja.

**Grafikon 5.5.** Postignuti stupanj integriranja



Izvor: izradio autor

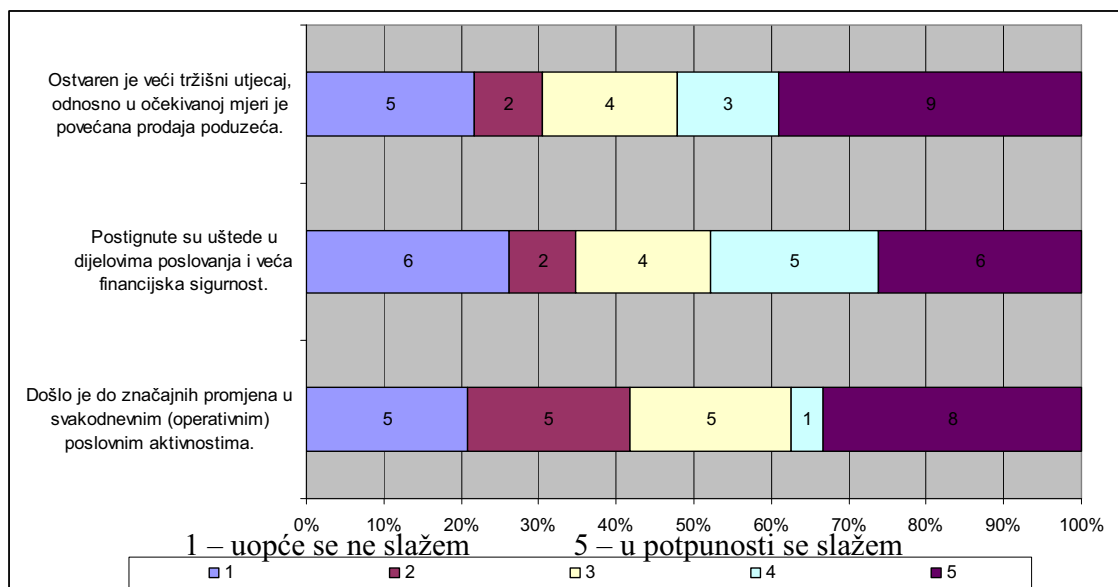
**Tablica 5.3.** Stupanj povezivanja

	N	Aritm. sred	Median	Mod	Učestalost moda	St. dev.	Simetričnost	Kurtoza
Financijsko povezivanje	24	3,46	4	5	8	1,5874	-0,6996	-1,0781
Strateško i razvojno povezivanje	24	3,63	4	5	10	1,5829	-0,8241	-0,9115
Tehnološko i operativno povezivanje	24	3,33	4	5	8	1,5228	-0,2985	-1,4002
Samo spekulativno povezivanje	24	2,42	1	1	13	1,7917	0,6925	-1,4383

Izvor: izradio autor

Kod serije pitanja o posljedicama provedenog integriranja (Grafikon 5.6.), pri pitanju o značajnosti promjena u svakodnevnom (operativnom) poslovanju, najveći udio odnosno 33% ispitanih odgovorio je s potpunim slaganjem. Međutim, ukupan udjel onih koji se nisu složili s tvrdnjom u potpunosti ili djelomično je veći od ukupnog broja onih koji su se složili.

**Grafikon 5.6.** Posljedice provedenog integriranja



Izvor: izradio autor

Oko 20% ispitanika ne zna ocijeniti svakodnevne promjene ili dvoji oko razine njihove značajnosti. Još zanimljiviji su rezultati ankete na pitanje o postignutim uštedama u dijelovima poslovanja i povećanju financijske sigurnosti. Na to pitanje po 26% ispitanika daje potpuno pozitivan i potpuno negativan odgovor. Ukupno gledajući, kad se njima pribroje oni koji se djelomično slažu i djelomično ne slažu, više je onih koji se slažu da su postignute uštede i povećanje stabilnosti i njihov udio iznosi 48%. Ukoliko bi motiv integriranja bio ostvarivanje sinergija i poboljšavanje operativne efikasnosti, ovaj bi odgovor upućivao na veći broj zadovoljnih od nezadovoljnih integracijom, no visoke udjele potpuno zadovoljnih i potpuno nezadovoljnih. U pitanju o procjeni povećanja tržišnog udjela i prodaje poduzeća, preko 50% ispitanika je odgovorilo potvrdno i to čak 39% s potpunim slaganjem. Ukupan broj negativnih odgovora na ovom pitanju je oko 20%, a ponovno je ostvaren i relativno visoki udio neutralnih odgovora. Mjere centralne tendencije za ovu skupinu pitanja prikazane su u Tablici 5.4.

**Tablica 5.4.** Posljedice provedenog integriranja

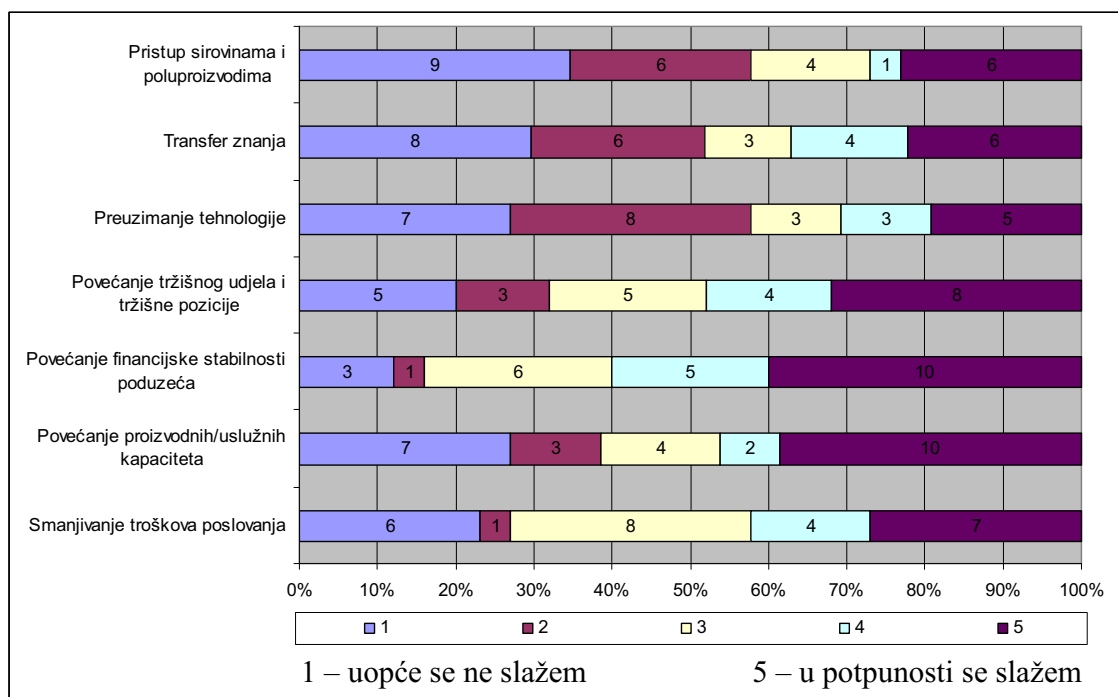
	<b>N</b>	<b>Aritm. sred</b>	<b>Median</b>	<b>Mod</b>	<b>Učest- alost moda</b>	<b>St. dev.</b>	<b>Simetr- ičnost</b>	<b>Kurtoza</b>
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	27	3,148148	3	5	9	1,5616	-0,0029	-1,5564
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	26	3,269231	4	Multi.	7	1,5377	-0,4201	-1,3122
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	26	3,461538	4	5	10	1,5551	-0,5101	-1,2287

U seriji pitanja o glavnim rezultatima integriranja, najveći postoci ispitanika koji se potpuno slažu s izrečenim efektima povećanja raspoloživih kapaciteta, potom povećanja tržišnog udjela i financijske stabilnosti poduzeća. Kod povećanja financijske stabilnosti ukupno je 60% ispitanika odgovorilo potvrdno, a uz relativno visok udio neutralnih ili neodlučnih odgovora, udio negativnih odgovora je manji od 16%. Po pitanju povećanja tržišnog udjela, potpuno slaganje iskazalo je 32% ispitanika, a daljnjih 16% se uglavnom slaže, no može se primijetiti relativno visoki postotak onih koji se s time uopće ili djelomično ne slažu. i koji zajedno čine 32% ispitanika, odnosno dvostruko više od negativno izjašnjenih po pitanju ostvarene financijske stabilnosti.

Obzirom da je povećanje tržišne pozicije nakon integracije i u ostalim empirijskim istraživanjima naglašeno kao upitno uspješno, pokazatelj se u ovom slučaju može smatrati dovoljno dobrim zbog ipak većeg broja onih koji su zadovoljni rezultatima po tom pitanju. Još je veća polarizacija odgovora po pitanju povećanja raspoloživih kapaciteta, koje usprkos navedenom velikom udjelu ispitanika koji se u potpunosti slažu s tvrdnjom, bilježi i gotovo jednaki broj onih koji se u cijelosti ili djelomično ne slažu. Razlozi tome evidentno leže u postotku integracija prema smjeru integriranja, jer kao što je ranije navedeno, udio horizontalnih integracija iznosi točnih 50% u uzorku ispitanika.

Po pitanju smanjenja troškova poslovanja također je visok udio neodlučnih, dok je pozitivnih ipak više nego negativnih. Zanimljivo je da su postoci u potpunosti pozitivnih i u potpunosti negativnih kod ovog pitanja vrlo slični te da prevagu čine djelomično pozitivni kojih je više nego djelomično negativnih. Nadalje, najčešći odgovor na pitanje o smanjivanju troškova je upravo srednji, što pokazuje da su troškovi ostali na približno jednakom nivou, ili da je ispitanicima teško procijeniti je li došlo do njihove promjene. Dileme nema kod preuzimanja tehnologije i transfera znanja kod kojih je većina ispitanika negativno odgovorila. U tim pitanjima su slični i udjeli jako pozitivnih i djelomično pozitivnih odgovora, kao i mali broj neodlučnih ispitanika. U pogledu pristupa sirovinama, većina ispitanika je negativno odgovorila na taj efekt (dakle, nije prepoznato da je do njega došlo) dok udio pozitivnih iznosi ispod 30% uz relativno visok udio neodlučnih. Grafički prikaz navedenih odgovora prikazan je na Grafikonu 5.7.

**Grafikon 5.7.** Rezultati vlasničkog integriranja



Izvor: izradio autor

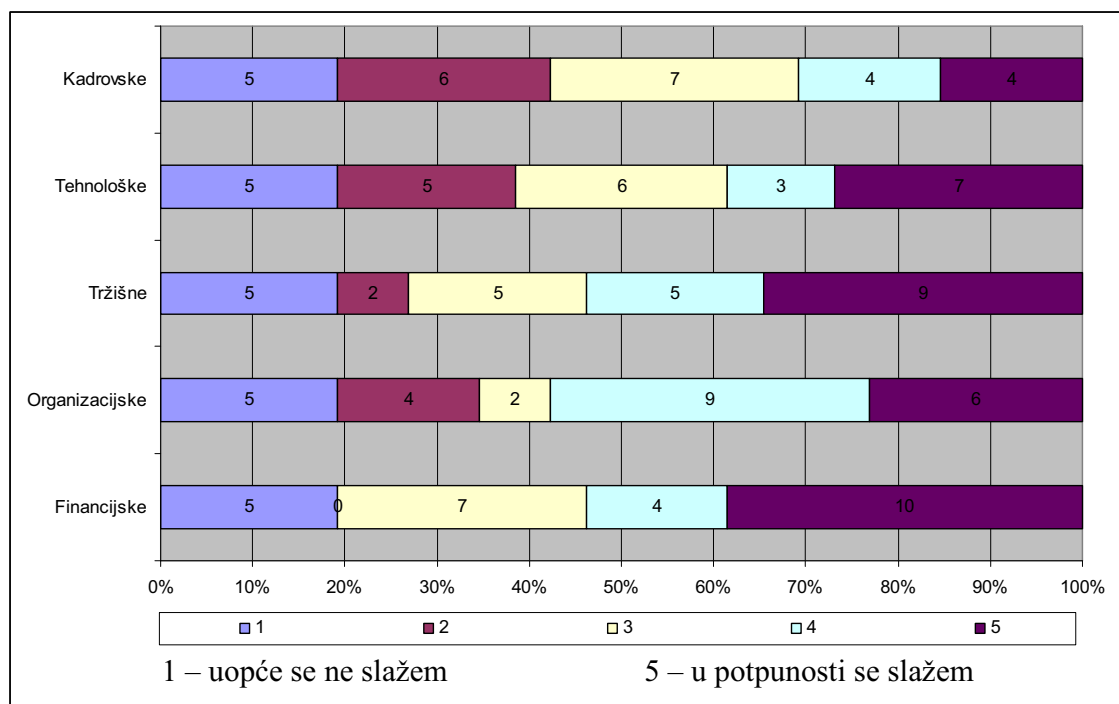
Odgovori ispitanika pokazuju na manju realizaciju sinergijskih efekata, a veći naglasak na financijskim i tržišnim efektima integracije. Obzirom na visok udio trgovine i ostalih usluga u ukupnom broju poduzeća u uzorku, vjerojatnim se može ocijeniti da su upravo realizirani efekti bili i cilj udruživanja, dok su sinergijski efekti vjerojatno bili zatupljeniji kod proizvodnih poduzeća. Navedene pretpostavke biti će provjerene kasnije u pojedinačnim analizama odgovora po grupama anketiranih. Rekordno visok udio pozitivnih i rekordno niski udio potpuno negativnih odgovora u pitanju o efektima na financijsku stabilnost u skladu su sa značajem te komponente poslovanja u hrvatskom ekonomskom okruženju obilježenom problemima s likvidnošću, skupim kapitalom i teškom naplatom potraživanja. Stoga je isticanje ovog efekta vjerojatno u potpunosti u skladu sa poslovnim zahtjevima i težnjama poduzeća. Prikaz statističke obrade ove serije pitanja mjerama centralne tendencije dan je na Tablici 5.5. Zanimljivo je promatranjem modova primijetiti da su preuzimanje tehnologije, znanja i pristup sirovina najčešće negativno ocijenjeni, a utjecaj na povećanje kapaciteta, financijske stabilnosti i tržišta najčešće pozitivno. Istodobno su aritmetičke sredine u ovoj seriji pitanja oko ocjene 3. To pokazuje na različitu uspješnost ispitanih poduzeća, ali i jasno određenje oko iste. Jedino kod smanjivanja troškova su sve mjere centrale tendencije bliske sredini što znači da su ispitanici neutralni u zadovoljstvu tim efektom ili da im je isti teško procijeniti.

**Tablica 5.5.** Rezultati vlasničkog povezivanja

	<b>N</b>	<b>Aritm. sred</b>	<b>Median</b>	<b>Mod</b>	<b>Učesta -lost moda</b>	<b>St. dev.</b>	<b>Simetri-čnost</b>	<b>Kurtoza</b>
Smanjivanje troškova poslovanja	25	3,24	3	3	8	1,5078	-0,3651	-1,1408
Povećanje proizvodnih/uslužnih kapaciteta	25	3,12	3	5	9	1,6912	-0,0913	-1,7153
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	24	3,67	4	5	9	1,3726	-0,7662	-0,4268
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	24	3,21	3	5	7	1,5317	-0,2236	-1,3932
Preuzimanje tehnologije	24	2,58	2	2	7	1,4720	0,5358	-1,1087
Transfer znanja	25	2,72	2	1	8	1,5684	0,2951	-1,4937
Pristup sirovinama i poluproizvodima	25	2,64	2	1	8	1,5780	0,5153	-1,2699

Izvor: izradio autor

**Grafikon 5.8.** Glavne pozitivne posljedice vlasničkog integriranja



Izvor: izradio autor

U sljedećem setu pitanja o ocjenjivanju posljedica integriranja, grafički prikazanih na Grafikonu 5.8., ukupno su najviše pozitivnih odgovora dobile organizacijske promjene s ukupno 57,8% ispitanika od kojih je 23,1% izabralo najjaču ocjenu, odnosno potpuno slaganje s tvrdnjom. Istovremeno, to je pitanje imalo i 34,6% negativnih odgovora te mali udio neodlučnih. Iz toga se može zaključiti da su organizacijske posljedice najvidljivije za aktere integracije. Pozitivnost financijskih promjena je najveći dio ispitanika isto tako ocijenio potvrdnim i to s velikim udjelom potpunog slaganja. Međutim kod ovog pitanja je više od četvrtine neodlučnih što znači da je ispitanicima u mnogim slučajevima bilo teško ocijeniti pozitivnost financijskih promjena u poduzeću nakon integracije. Negativni odgovor po pitanju ocjene financijskih posljedica je dalo 19,2 % ispitanika.

Slična je situacija i u pogledu na ocjenu pozitivnosti tržišnih posljedica, gdje je 53,8% ispitanika odgovorilo potvrdno, dok je negativnih odgovara manje od trećine. Nasuprot



tome, kod pozitivnosti tehnoloških promjena, gotovo je jednak udio ispitanika koji su se izjasnili negativno i koji su se izjasnili pozitivno i nešto manje od jedne četvrtine neodlučnih. Od ocjene svih pozitivnih posljedica, najlošiji su rezultati ocjene kadrovskih promjena pri čemu je manje od trećine ispitanika iste ocijenila pozitivno, 42% ispitanika negativno uz čak 27% neutralnih odnosno neodlučnih ispitanika. Potonje je vjerojatno rezultat otpora promjenama koje se javljaju pri svakoj integraciji. Velik udio neutralnih odgovora kao i kod financijskih posljedica ukazuje na teškoće u ocjeni pozitivnosti promjene situacije.

**Tablica 5.6.** Pozitivne posljedice vlasničkog integriranja

	N	Aritm. sred	Median	Mod	Učesta lost moda	St. dev.	Simetričnost	Kurtoza
Financijske	25	3,48	4	5	9	1,5033	-0,5981	-0,9226
Organizacijske	25	3,20	4	4	9	1,4720	-0,3749	-1,3445
Tržišne	25	3,36	4	5	8	1,5242	-0,4398	-1,2262
Tehnološke	25	3,08	3	5	7	1,5253	0,0075	-1,4606
Kadrovske	25	2,92	3	3	7	1,3204	0,1585	-0,9676

Izvor: izradio autor

U tablici 5.6. prikazani su rezultati posljednje serije pitanja obrađeni mjerama centralne tendencije. Pritom je vidljivo da modovi svih posljedica osim kadrovskih ukazuju na pozitivno ocijenjene integracije dok su kod kadrovskih promjena mod i aritmetička sredina prilično jednaki oko ocjene 3.

### **5.2.1.2. Inferencijalna analiza na uzorku anketiranih poduzeća koja su sudjelovala u procesu vlasničkih integracija**

Nakon deskriptivne statistike, odgovori anketiranih poduzeća su podvrgnuti t-testovima. To je omogućilo usporedbu aritmetičkih sredina između varijabli ili između različitih grupa poduzeća. Svi testovi su provedeni na razini od 5% signifikantnosti. Grupe poduzeća čiji su se odgovori testirali kreirane su na bazi raspoloživih mogućnosti te

postavki ekonomske teorije koja može predvidjeti mogućnost razlika među formiranim grupama. Pri testiranju varijabli pomoću t-testova je nužno postavljanje hipoteze ( $H_0$ ) i alternativne hipoteze ( $H_1$ ).  $H_0$  hipoteza je pri ovim testiranjima uvijek pretpostavila da nema statistički značajne razlike među aritmetičkim sredinama promatranih grupa. U slučaju dovoljno visoke zabilježene t vrijednosti,  $H_0$  hipotezu se može odbaciti i prihvatiti alternativnu koja ukazuje na postojanje razlike među promatranim grupama. Formalnije se hipoteze može izreći ovako:

$H_0$ : Pri razini signifikantnosti od 5% ne postoji statistički značajna razlika između aritmetičkih sredina dviju analiziranih grupa.

A alternativna hipoteza glasi:

$H_1$ : Pri razini signifikantnosti od 5% postoji statistički značajna razlika između aritmetičkih sredina dviju analiziranih grupa.

Obzirom da je t testovima analiziran velik broj varijabli, neće biti ispisivane hipoteze za svaku od njih već će se hipoteze primjenjivati ove generički ispisane, a osim tablica s rezultatima analize, bi će dana i objašnjenja za sve varijable sa značajnijim rezultatima. Zbog mogućnosti da neka od raspodjela po grupama ne korespondira u dovoljnoj mjeri s raspodjelom normalne krivulje te da su zbog toga rezultati t-testova možebitno upitni, sva testiranja su osim t-testovima vršena i uz pomoć neparametrijskog Mann-Whitney U Testa. Obzirom da je neparametrijsko testiranje mahom potvrđivalo rezultate parametrijskih t-testova, rezultati neparametrijskih testova neće biti posebno komentirani osim u slučajevima kada su iskazali drugačije rezultate od t-testa. Tablice s detaljima neparametrijskih testova su u prilogu rada.

Na Tablici 5.7. su ispisani rezultati testiranja varijabli opisuju okolnosti prije i promjene nakon provedenog istraživanja. Kao kriterij za grupiranje poslužila je veličina poduzeća pri čemu je proizvoljno određena granica od 10 zaposlenika pa tako sva poduzeća sa do 10 zaposlenika predstavljaju prvu grupu, a poduzeća sa 11 i više zaposlenika drugu grupu. Obzirom da su kod svih anketiranih poduzeća preuzimana poduzeća male veličine, granica od 10 zaposlenih je izabrana za ovu analizu za odvajanje onih najmanjih, ponekad zvanih i

mikro poduzeća od ostalih, a uvažavajući potrebu da obje grupe budu sastavljene od barem približno jednakog broja poduzeća u uzorku. Broj poduzeća u uzorku je u prvoj skupini varirao od 9-10, a u drugoj od 12-14.

**Tablica 5.7.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća do 10 i 11 ili više zaposlenih

	Mean 0 (do10)	Mean 1 (>10)	t-value	df	p	Valid N 0	Valid N 1	Std. Dev. 0	Std. Dev. 1
Detaljno i otvoreno smo ocijenili kompatibilnost poslovanja.	4,1000	4,3571	-0,459	22	0,6501	10	14	1,6633	1,0818
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	3,3000	3,1429	0,2264	22	0,8230	10	14	1,4944	1,7913
<b>Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.</b>	<b>3,9000</b>	<b>2,6429</b>	<b>2,0972</b>	<b>22</b>	<b>0,0477</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>1,1972</b>	<b>1,5984</b>
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	4,1000	2,8571	<b>2,0193</b>	22	0,0558	10	14	1,2867	1,6104
Financijskog povezivanja	3,8000	3,1667	0,8898	20	0,3841	10	12	1,6193	1,6967
Strateškog i razvojnog povezivanja	4,0000	3,5000	0,7460	20	0,4643	10	12	1,4142	1,6787
Tehnološkog i operativnog povezivanja	3,9000	3,1667	1,1740	20	0,2542	10	12	1,1972	1,6422
Samo spekulativnog povezivanja	2,5000	2,4167	0,1030	20	0,9190	10	12	1,8409	1,9287
Financijske	4,0000	3,0769	1,4378	21	0,1652	10	13	1,3333	1,6564
Organizacijske	3,4000	3,2308	0,2698	21	0,7900	10	13	1,5055	1,4806
Tržišne	3,4000	3,4615	-0,095	21	0,9251	10	13	1,3499	1,6641
Tehnološke	3,3000	3,1538	0,2257	21	0,8237	10	13	1,4181	1,6251
Kadrovske	3,3000	2,6154	1,1917	21	0,2467	10	13	1,6364	1,1209
Smanjivanje troškova poslovanja	3,5000	3,0000	0,7518	21	0,4605	10	13	1,5092	1,6330
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	3,2000	3,1538	0,0632	21	0,9502	10	13	1,6865	1,7723
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	4,3000	3,1667	<b>1,9793</b>	20	0,0617	10	12	0,8233	1,6422
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	3,4444	3,1538	0,4330	20	0,6697	9	13	1,7401	1,4051
Preuzimanje tehnologije	2,6667	2,6923	-0,038	20	0,9695	9	13	1,6583	1,4367
Transfer znanja	2,9000	2,7692	0,1917	21	0,8498	10	13	1,8529	1,4233
Pristup sirovinama i poluproizvodima	3,0000	2,3077	1,0800	21	0,2924	10	13	1,6330	1,4367
Detaljno i otvoreno smo ocijenili kompatibilnost poslovanja.	4,1000	4,3571	-0,459	22	0,6501	10	14	1,6633	1,0818

Izvor: Izradio autor

Rezultati t-testova prema kriteriju veličine poduzeća ukazala u na mogućnost odbacivanja osnovne hipoteze samo kod jedne varijable, dok još dvije varijable ostvaruju visoku t vrijednost koja nije dovoljna za odbacivanje hipoteze, ali svejedno upućuje na razliku u ostvarenim aritmetičkim sredinama. Varijabla sa statistički signifikantnom razlikom između promatranih grupa glasi: Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost. Poduzeća do deset zaposlenika ocijenile su ovu varijablu s prosječnih visokih 3,9 dok su poduzeća s 11 ili više zaposlenika ocijenile varijablu sa prosječnih 2,64. Uz odgovarajuće visoku t vrijednost odbacuje se nul hipoteza i prihvaća alternativna te se može ustvrditi da na razini 5% signifikantnosti postoji značajna razlika među grupama. Druge dvije varijable s visokim t vrijednostima su povećanje financijske stabilnosti poduzeća i poboljšanje tržišnog utjecaja i prodaje poduzeća. Obzirom na relativno visoku nelikvidnost hrvatskih gospodarskih subjekata te na uobičajenu nižu razinu financijske stabilnosti manjih poslovnih sustava, ovi zaključci su u skladu s očekivanjima. Ostale promatrane varijable ostvarile su manje t vrijednosti te kod njih razlike među grupama nisu značajne, odnosno prosjeci su zabilježili veće sličnosti.

Dvije najzastupljenije podgrupe poduzeća koja su prošla kroz integracijski proces po kriteriju osnovne djelatnosti su poduzeća iz proizvodnih djelatnosti i poduzeća iz trgovine. Rezultati testiranja varijabli za te dvije podskupine poduzeća prikazani su na Tablici 5.8.

**Tablica 5.8.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća kojima je glavna djelatnost proizvodnja te onih kojima je trgovina

	Mean 1 (proizv- odnja)	Mean 2 (trgovi- na)	t-value	df	p	Valid N 1	Valid N 2	Std.Dev. 1	Std.Dev. 2
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	3,1111	3,2857	-0,2213	14	0,8281	9	7	1,6915	1,3801
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	2,6667	3,4286	-0,9742	14	0,3465	9	7	1,5811	1,5119
Financijskog povezivanja	3,7500	3,0000	0,9420	14	0,3622	8	8	1,7525	1,4142
Strateškog i razvojnog povezivanja	4,0000	3,3750	0,8284	14	0,4213	8	8	1,4142	1,5980
Tehnološkog i operativnog povezivanja	3,7500	3,0000	1,0000	14	0,3343	8	8	1,3887	1,6036
Samo spekulativnog povezivanja	2,5000	3,0000	-0,5189	14	0,6120	8	8	2,0702	1,7728

Financijske	3,5000	3,0000	0,6417	14	0,5314	8	8	1,6903	1,4142
Organizacijske	3,3750	2,7500	0,8939	14	0,3865	8	8	1,3025	1,4880
Tržišne	3,6250	2,7500	1,2081	14	0,2470	8	8	1,5059	1,3887
Tehnološke	3,2500	2,5000	1,0703	14	0,3026	8	8	1,4880	1,3093
Kadrovske	3,1250	2,8750	0,3687	14	0,7179	8	8	1,4577	1,2464
Smanjivanje troškova poslovanja	3,7500	3,2500	0,6720	14	0,5125	8	8	1,7525	1,1650
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	3,0000	2,6250	0,4560	14	0,6554	8	8	1,8516	1,4079
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	3,7143	3,6250	0,1237	13	0,9035	7	8	1,8898	0,7440
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	3,3750	2,8571	0,6508	13	0,5265	8	7	1,5059	1,5736
Preuzimanje tehnologije	2,2500	2,3750	-0,1788	14	0,8607	8	8	1,3887	1,4079
Transfer znanja	2,3750	2,2500	0,1670	14	0,8698	8	8	1,5059	1,4880
Pristup sirovinama i poluproizvodima	2,7500	2,5000	0,3140	14	0,7582	8	8	1,5811	1,6036

Izvor: izradio autor

Analiza razlika među aritmetičkim sredinama po ovom kriteriju nije ukazala na statistički značajne razlike ni kod jedne od promatranih varijabli. Prema tome, za sve varijable se pri analizi među grupama obzirom na pripadnost poduzeća sektoru trgovine ili proizvodnje prihvaća nul hipoteza te utvrđuje da nema statistički značajnih razlika. Od statistički nesigificantnih razlika u prosjecima valja istaknuti značajno višu ocjenu poboljšanja tržišnog udjela i prodaje za poduzeća iz trgovine kod kojih je ta posljedica udruživanja ocijenjena s prosječnih 3,42 za razliku od 2,66 ostvarenih u proizvodnim poduzećima. Vrlo slične razlike u postocima, ali u korist ocjena proizvodnih poduzeća ostvarene su po pitanjima ostvarenja koristi financijskog, organizacijskog te strateškog i razvojnog povezivanja, a nešto veće razlike ostvarene su kod ocjene tehničkog i operativnog povezivanja te pozitivnih tržišnih i tehnoloških posljedica povezivanja. Ostale varijable su ostvarile slične prosjeke koji se ne razlikuju po grupama u značajnoj mjeri.

Jedno od potencijalno mogućih razgraničavanja poduzeća je po prirodi njihova odnosa sa poduzećem s kojim su se integrirala prije provođenja integracije. U anketi su se poduzeća između ostalog izjašnjavale o tome jesu li prije integracije s drugim učesnikom bile u odnosu kao dobavljač, kupac ili konkurent. T-testovi su provedeni nad poduzećima podijeljenima u grupe po svim navedenim kategorijama. Međutim, obzirom da kategorije ranijeg odnosa u svojstvu dobavljača nisu dovele do statistički značajnih razlika, njihova će tablice su priložene samo u prilogima na kraju rada. No između poduzeća koja su prije

integracije bili kupac poduzeća s kojim je došlo do integracije te grupe poduzeća s kojima to nije bio slučaj, je ipak zabilježena jedna statistički signifikantna i nekoliko statistički nesignifikantnih, ali ipak primjetnih razlika.

**Tablica 5.9.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila kupac poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila

	Mean 1 (prije kupac)	Mean 2 (ostala)	t-value	df	p	Valid N 1	Valid N 2	Std.Dev. 1	Std.Dev. 2
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	3,2000	3,2000	0,0000	23	1,0000	10	15	1,6865	1,4736
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	3,1000	3,6000	-0,7814	23	0,4425	10	15	1,4491	1,6388
Financijskog povezivanja	3,7778	3,2667	0,7565	22	0,4574	9	15	1,6415	1,5796
Strateškog i razvojnog povezivanja	4,0000	3,4000	0,8951	22	0,3804	9	15	1,3229	1,7238
Tehnološkog i operativnog povezivanja	3,5556	3,2000	0,5452	22	0,5911	9	15	1,4240	1,6125
Samo spekulativnog povezivanja	2,3333	2,4667	-0,1727	22	0,8644	9	15	2,0000	1,7265
Financijske	3,6667	3,3750	0,4579	23	0,6513	9	16	1,6583	1,4549
Organizacijske	3,7778	2,8750	<b>1,5108</b>	23	0,1445	9	16	1,3017	1,5000
Tržišne	3,8889	3,0625	<b>1,3212</b>	23	0,1994	9	16	1,2693	1,6112
Tehnološke	3,3333	2,9375	0,6147	23	0,5448	9	16	1,4142	1,6112
<b>Kadrovske</b>	<b>3,6667</b>	<b>2,5000</b>	<b>2,3029</b>	<b>23</b>	<b>0,0307</b>	<b>9</b>	<b>16</b>	<b>1,3229</b>	<b>1,1547</b>
Smanjivanje troškova poslovanja	3,6667	3,0000	1,0641	23	0,2983	9	16	1,7321	1,3663
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	3,4444	2,9375	0,7120	23	0,4836	9	16	1,7401	1,6919
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	3,5556	3,7333	-0,3010	22	0,7662	9	15	1,7401	1,1629
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	3,6250	3,0000	0,9400	22	0,3574	8	16	1,5059	1,5492
Preuzimanje tehnologije	2,7778	2,4667	0,4930	22	0,6269	9	15	1,3017	1,5976
Transfer znanja	2,7778	2,6875	0,1353	23	0,8936	9	16	1,3944	1,7017
Pristup sirovinama i poluproizvodima	3,4444	2,1875	<b>2,0326</b>	23	0,0538	9	16	1,5899	1,4245

Izvor: izradio autor

Iako je kod većine varijabli viša ocjena ostvarena od strane grupe poduzeća koja su prije integracije bila povezana s drugom stranom u svojstvu kupca, statistički signifikantna razlika je ostvarena u ocjeni pozitivnosti kadrovske promjene nakon integracije. U tom

slučaju je grupa poduzeća s prijašnjom ulogom kupca ostvarila prosjek od 3,66 naspram 2,5 ostalih poduzeća i značajnu veličinu t-vrijednosti. Kod te varijable se može odbaciti nul hipoteza i zaključiti da postoji signifikantna razlika među aritmetičkim sredinama grupa poduzeća. Međutim, značajne mada ne i statistički signifikantne razlike u prosjecima uočljive su i kod ocjenjivanja pozitivnih organizacijskih i tehnoloških promjena te mogućnosti pristupa sirovinama poduzeća. Nešto niže, ali i dalje primjetne razlike u korist poduzeća s ranijim svojstvom kupca mogu se uočiti i kod smanjivanja troškova poslovanja, strateškog i razvojnog povezivanja te povećanja tržišnog udjela. Podaci o t-testovima na osnovu ovog kriterija izloženi su u Tablici 5.9.

**Tablica 5.10.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije udružena poduzeća bila konkurentna i grupe kod koje toga nije bilo

	Mean 1 (prije konku.)	Mean 2 (ostali)	t-value	df	p	Valid N 1	Valid N 2	Std. Dev. 1	Std.Dev. 2
Detaljno i otvoreno smo ocijenili kompatibilnost poslovanja.	4,7500	3,1250	3,4604	22	0,002226	16	8	0,4472	1,8077
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnom (operativnim) poslovnim aktivnostima.	3,4706	2,2500	1,8982	23	0,070291	17	8	1,5459	1,3887
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	3,5625	2,7500	1,2778	22	0,214629	16	8	1,5478	1,2817
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	3,8750	2,7500	1,8116	22	0,083729	16	8	1,4549	1,3887
Financijskog povezivanja	3,5000	3,3750	0,1780	22	0,860366	16	8	1,5916	1,6850
Strateškog i razvojnog povezivanja	3,6250	3,6250	0,0000	22	1,000000	16	8	1,7464	1,3025
Tehnološkog i operativnog povezivanja	3,1875	3,6250	-0,655	22	0,519120	16	8	1,6008	1,4079
Samo spekulativnog povezivanja	2,0625	3,1250	-1,397	22	0,176167	16	8	1,6112	2,0310
Financijske	3,7059	3,0000	1,0999	23	0,282739	17	8	1,5315	1,4142
Organizacijske	3,3529	2,8750	0,7504	23	0,460627	17	8	1,5788	1,2464
Tržišne	3,4118	3,2500	0,2426	23	0,810444	17	8	1,5835	1,4880

Tehnološke	3,1176	3,0000	0,1762	23	0,861661	17	8	1,5765	1,5119
Kadrovske	2,9412	2,8750	0,1145	23	0,909858	17	8	1,3449	1,3562
Smanjivanje troškova poslovanja	3,1176	3,5000	-0,583	23	0,565379	17	8	1,4527	1,6903
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	3,3529	2,6250	1,0041	23	0,325766	17	8	1,6934	1,6850
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	3,9412	3,0000	1,5752	22	0,129474	17	7	1,1440	1,7321
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	3,3125	3,0000	0,4631	22	0,647869	16	8	1,6621	1,3093
Preuzimanje tehnologije	2,7500	2,2500	0,7777	22	0,445032	16	8	1,5706	1,2817
Transfer znanja	3,0588	2,0000	1,6278	23	0,117199	17	8	1,6382	1,1952
Pristup sirovinama i poluproizvodima	2,8824	2,1250	1,1256	23	0,271925	17	8	1,7987	0,8345

Izvor: izradio autor

Testiranje grupe poduzeća koja su prije integracije bila konkurenti s drugom uključenom stranom i grupe poduzeća kod koje to nije bio slučaj, dovelo je do jedne varijable sa statistički signifikantnom razlikom u aritmetičkim sredinama i to za varijablu detaljne i otvorene ocjene kompatibilnosti poslovanja. Pritom su prethodno konkurentska poduzeća ocjenu kompatibilnosti ocijenila s visokih 4,7, a ostala poduzeća sa 3,1, što je očekivano dovelo i do iskazivanja visoke t-vrijednosti u usporedbi grupa kod te varijable. Osim te varijable kod koje je mogla biti odbačena nul hipoteza, zabilježeno je još nekoliko statistički nesignifikantnih, ali ipak uočljivih razlika među grupama. Tu prije svega valja istaći promjene u operativnom poslovanju i jačanje tržišnog utjecaja, ali i transfer znanja te jačanje financijske stabilnosti poduzeća. Sve navedene razlike u prosjecima su u korist prethodno konkurentskih poduzeća. Detalje testiranja varijabli prema ovom kriteriju se može vidjeti na Tablici 5.10.

Najviše razlika među grupama poduzeća moglo se uočiti kad su na grupe podijeljena na osnovu toga jesu li preuzeta, preuzela drugo poduzeće ili je integracija provedena njihovim spajanjem. Obzirom da t-testovi omogućavaju izravnu usporedbu samo dviju grupa, vršeni su testovi u parovima kako bi svaka od tri grupe mogla biti uspoređena s ostalima dvjema. Tablice s rezultatima testiranja po navedenom kriteriju su Tablica 5.11., 5.12. i 5.13.



**Tablica 5.11.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće

	Mean 1 (preuzeta)	Mean 2 (preuzela)	t-value	df	p	Valid N 1	Valid N 2	Std.De v. 1	Std.De v. 2
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	3,2500	2,1429	1,4970	17	0,1527	12	7	1,6026	1,4639
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	3,0833	3,0000	0,1018	16	0,9202	12	6	1,5050	1,8974
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	3,6667	2,6667	1,3720	16	0,1890	12	6	1,1547	1,9664
Financijskog povezivanja	2,8182	3,5714	-0,9254	16	0,3685	11	7	1,5374	1,9024
Strateškog i razvojnog povezivanja	3,6364	2,7143	1,1504	16	0,2669	11	7	1,5015	1,8898
Tehnološkog i operativnog povezivanja	3,0000	2,7143	0,3971	16	0,6965	11	7	1,1832	1,8898
Samo spekulativnog povezivanja	2,3636	3,0000	-0,7001	16	0,4939	11	7	1,8040	2,0000
Financijske	3,2500	3,5714	-0,4024	17	0,6924	12	7	1,5448	1,9024
<b>Organizacijske</b>	<b>3,3333</b>	<b>1,8571</b>	<b>2,4394</b>	<b>17</b>	<b>0,0260</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>1,3027</b>	<b>1,2150</b>
Tržišne	3,5833	2,2857	<b>1,8167</b>	17	0,0869	12	7	1,2401	1,8898
Tehnološke	3,2500	2,1429	1,5757	17	0,1335	12	7	1,3568	1,6762
Kadrovske	2,9167	2,0000	1,6601	17	0,1152	12	7	1,2401	1,0000
Smanjivanje troškova poslovanja	3,0000	2,7143	0,3945	17	0,6981	12	7	1,4142	1,7043
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	3,5000	2,1429	<b>1,7766</b>	17	0,0935	12	7	1,3817	1,9518
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	3,6667	3,6667	0,0000	16	1,0000	12	6	1,3027	1,6330
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	3,3333	2,4286	1,2661	17	0,2226	12	7	1,2309	1,9024
Preuzimanje tehnologije	3,0000	1,7143	<b>2,0310</b>	16	0,0592	11	7	1,1832	1,4960
<b>Transfer znanja</b>	<b>3,2500</b>	<b>1,7143</b>	<b>2,2941</b>	<b>17</b>	<b>0,0348</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>1,3568</b>	<b>1,4960</b>
Pristup sirovinama i poluproizvodima	2,8333	1,8571	1,2978	17	0,2117	12	7	1,5859	1,5736

Izvor: izradio autor

Usporedba grupe preuzimateljskih s grupom preuzetih poduzeća ukazala je na više aritmetičke sredine ostvarene u većini slučajeva kod preuzetih poduzeća. To je u skladu s očekivanjima i potvrđuje prethodno istraživanje autora o uspješnosti preuzetih hrvatskih poduzeća koje je ukazalo da usprkos zabilježenoj slaboj uspješnosti integracija u cjelini,

poduzeća mete od istih često imaju mnoge koristi. Statistički signifikantne razlike u aritmetičkim sredinama kod ove dvije skupine poduzeća ostvarene su u kriteriju ocjene organizacijskih prednosti te s time donekle povezanog kriterija ostvarenog transfera znanja. U oba slučaja su preuzeta poduzeća ostvarila prosjek od približno 3,3, a preuzimateljska od samo 1,85 i 1,7. Niske ocjene preuzimateljskih poduzeća ukazuju i na to da organizacijska i ostala znanja uglavnom idu u smjeru od matičnog poduzeća prema preuzetome, a tek u manjoj mjeri obrnuto. Značajne, ali ne i statistički signifikantne razlike među grupama ostvarene su i u ocjeni preuzimanja tehnologija, povećanja kapaciteta te ostvarivanja tržišnih ciljeva, a primjetne su i tehnološke i kadrovske promjene te promjene u operativnom poslovanju kod grupe preuzetih poduzeća. Naknadno testiranje neparametrijskim testom svrstalo je i varijablu preuzimanje tehnologije među one kod kojih postoje uvjeti za odbacivanje nul hipoteze te ju se može ubrojiti među statistički signifikantne.<sup>259</sup> Najveću zabilježenu razliku u obrnutom smjeru, odnosno takvu da je prosjek preuzetih niži nego onaj kod preuzimateljskih poduzeća može se uočiti kod ostvarenja financijskog povezivanja. Obzirom da je težnja za financijskom stabilnošću jedan od glavnih motiva integriranja za preuzeta poduzeća, niža ocjena može bitno ukazivati da integracija nije dovela do očekivanih efekata po tom pitanju.

Upravo financijsko povezivanje je značajno bolje ocijenjena posljedica kod poduzeća koja su sudjelovala u spajanju te čini statistički signifikantnu razliku u odnosu na grupu preuzetih poduzeća. Pritom je prosjek od 4,5 za gotovo dvije ocjene viši od 2,8 kod preuzetih poduzeća. U odnosu na preuzimateljska poduzeća, prosjek je i dalje značajno viši no ne i dovoljno da bi mogao biti statistički signifikantan. Druga statistički signifikantna razlika sa sličnim ocjenama, ali još većim iznosom t-vrijednosti između preuzetih i spojenih poduzeća ostvarena je kod ocjene tehnološkog i operativnog povezivanja. Jednako tako, signifikantna razlika u toj varijabli ostvarena je i između preuzimateljskih i spojenih poduzeća i to ponovno u korist ocjene od strane spojenih.

Razlike u organizacijskim dobicima te smanjivanju troškova poslovanja između preuzetih i spojenih poduzeća su vrlo značajne i na granici odbacivanja nul hipoteze, no s formalno

---

<sup>259</sup> Tablica s rezultatima neparametrijskih testiranja dostupna je u prilogima

ipak nedovoljnom ostvarenom t-vrijednošću. U oba slučaja, prednosti su na strani spojenih poduzeća. Od ostalih, statistički nesigifikantnih, ali primjetnih razlika u prosjecima, valja spomenuti prednosti u pogledu kadrova te strateškog i razvojnog povezivanja.

**Tablica 5.12.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su se spojila s drugim poduzećem

	Mean 1 (preuzeta)	Mean 3 (spojila se)	t-value	df	p	Valid N 1	Valid N 3	Std.De v. 1	Std.De v. 3
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	3,2500	3,8333	-0,7663	16	0,4546	12	6	1,6026	1,3292
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	3,0833	4,0000	-1,3637	16	0,1915	12	6	1,5050	0,8944
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	3,6667	4,0000	-0,5164	16	0,6126	12	6	1,1547	1,5492
<b>Financijskog povezivanja</b>	<b>2,8182</b>	<b>4,5000</b>	<b>-2,5599</b>	<b>15</b>	<b>0,0218</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>1,5374</b>	<b>0,5477</b>
Strateškog i razvojnog povezivanja	3,6364	4,6667	-1,6090	15	0,1285	11	6	1,5015	0,5164
<b>Tehnološkog i operativnog povezivanja</b>	<b>3,0000</b>	<b>4,6667</b>	<b>-3,0549</b>	<b>15</b>	<b>0,0080</b>	<b>11</b>	<b>6</b>	<b>1,1832</b>	<b>0,8165</b>
Samo spekulativnog povezivanja	2,3636	1,8333	0,6007	15	0,5570	11	6	1,8040	1,6021
Financijske	3,2500	3,8333	-0,8370	16	0,4149	12	6	1,5448	0,9832
Organizacijske	3,3333	4,5000	<b>-2,0784</b>	16	0,0541	12	6	1,3027	0,5477
Tržišne	3,5833	4,1667	-1,0006	16	0,3319	12	6	1,2401	0,9832
Tehnološke	3,2500	3,8333	-0,8653	16	0,3996	12	6	1,3568	1,3292
Kadrovske	2,9167	4,0000	-1,8104	16	0,0891	12	6	1,2401	1,0954
Smanjivanje troškova poslovanja	3,0000	4,3333	<b>-2,0402</b>	16	0,0582	12	6	1,4142	1,0328
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	3,5000	3,5000	0,0000	16	1,0000	12	6	1,3817	1,7607
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	3,6667	3,6667	0,0000	16	1,0000	12	6	1,3027	1,5055
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	3,3333	4,0000	-0,9767	15	0,3442	12	5	1,2309	1,4142
Preuzimanje tehnologije	3,0000	2,8333	0,2369	15	0,8160	11	6	1,1832	1,7224
Transfer znanja	3,2500	2,8333	0,5628	16	0,5814	12	6	1,3568	1,7224
Pristup sirovinama i poluproizvodima	2,8333	3,1667	-0,4298	16	0,6731	12	6	1,5859	1,4720

Izvor: izradio autor

Usporedba preuzimateljskih i spojenih poduzeća je osim već spomenutih statistički signifikantnih razlika kod tehnološkog i operativnog povezivanja, te statistički nesignifikantnih razlika kod financijskog povezivanja ukazala na još nekoliko varijabli sa značajnom razlikom. Statistički signifikantne razlike su ostvarene kod strateškog i razvojnog povezivanja gdje su spojena poduzeća ostvarila vrlo visoku prosječnu ocjenu od 4.66. Zanimljivo je da su strateško i razvojno povezivanje te tehnološko i operativno povezivanje od strane obiju grupa ostvarila identične prosječne te da im je i t-vrijednost prilično slična. Još dvije varijable s statistički značajnim razlikama među ovim grupama ostvarene su kod ocjene postintegracijskih prednosti u kadrovskoj i organizacijskoj domeni. U svim navedenim slučajevima može biti odbačena nul hipoteza te se može utvrditi da su razlike statistički značajne.

**Tablica 5.13.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće i poduzeća koja su se spojila s drugim poduzećem

	Mean 2 (preuze -la)	Mean 3 (spojila se)	t-value	df	p	Valid N 2	Valid N 3	Std.De v. 2	Std.De v. 3
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnom (operativnim) poslovnim aktivnostima.	2,1429	3,8333	<b>-2,1638</b>	11	0,0533	7	6	1,4639	1,3292
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	3,0000	4,0000	-1,1677	10	0,2700	6	6	1,8974	0,8944
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	2,6667	4,0000	-1,3047	10	0,2212	6	6	1,9664	1,5492
Financijskog povezivanja	3,5714	4,5000	-1,1489	11	0,2750	7	6	1,9024	0,5477
<b>Strateškog i razvojnog povezivanja</b>	<b>2,7143</b>	<b>4,6667</b>	<b>-2,4395</b>	<b>11</b>	<b>0,0328</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>1,8898</b>	<b>0,5164</b>
<b>Tehnološkog i operativnog povezivanja</b>	<b>2,7143</b>	<b>4,6667</b>	<b>-2,3390</b>	<b>11</b>	<b>0,0392</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>1,8898</b>	<b>0,8165</b>
Samo spekulativnog povezivanja	3,0000	1,8333	1,1460	11	0,2761	7	6	2,0000	1,6021
Financijske	3,5714	3,8333	-0,3030	11	0,7675	7	6	1,9024	0,9832
<b>Organizacijske</b>	<b>1,8571</b>	<b>4,5000</b>	<b>-4,8956</b>	<b>11</b>	<b>0,0005</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>1,2150</b>	<b>0,5477</b>
Tržišne	2,2857	4,1667	<b>-2,1881</b>	11	0,0511	7	6	1,8898	0,9832
Tehnološke	2,1429	3,8333	-1,9883	11	0,0722	7	6	1,6762	1,3292
<b>Kadrovске</b>	<b>2,0000</b>	<b>4,0000</b>	<b>-3,4418</b>	<b>11</b>	<b>0,0055</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>1,0000</b>	<b>1,0954</b>
Smanjivanje troškova poslovanja	2,7143	4,3333	<b>-2,0230</b>	11	0,0681	7	6	1,7043	1,0328
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	2,1429	3,5000	-1,3063	11	0,2181	7	6	1,9518	1,7607

Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	3,6667	3,6667	0,0000	10	1,0000	6	6	1,6330	1,5055
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	2,4286	4,0000	-1,5569	10	0,1506	7	5	1,9024	1,4142
Preuzimanje tehnologije	1,7143	2,8333	-1,2549	11	0,2355	7	6	1,4960	1,7224
Transfer znanja	1,7143	2,8333	-1,2549	11	0,2355	7	6	1,4960	1,7224
Pristup sirovinama i poluproizvodima	1,8571	3,1667	-1,5402	11	0,1518	7	6	1,5736	1,4720

Izvor: izradio autor

Od statistički neznčajnih ali ipak primjetnih razlika valja spomenuti razlike u operativnom poslovanju, smanjivanje troškova i poboljšavanje tržišnih ciljeva. Navedene tri varijable ostvarile su prilično visoku te rubnu iako ne i statistički prihvatljivu t-vrijednost. Među ostalim varijablama značajnije t vrijednosti ostvarile su u tehnološke prednosti i pristup sirovinama i to, kao i u ostalim slučajevima, u korist spojenih poduzeća.

Neparametrijsko testiranje ovako grupiranih poduzeća dovelo je do malih razlika u odnosu na t-testove. Tako prema Mann-Whitney U testu nema statistički signifikantnih razlika u prosjecima kod ocjene strateškog i razvojnog povezivanja među testiranim grupama. Nadalje, statističku je signifikantnost pokazala varijabla promjena u operativnim poslovnim aktivnostima.<sup>260</sup>

## 5.2.2. Rezultati analize za poduzeća zainteresirana za vlasničku integraciju u budućnosti

Među anketiranim poduzećima koja nisu sudjelovala u integracijskom procesu, ali su zainteresirana za sudjelovanje u budućnosti ponovno najveće grupe čine poduzeća iz grane trgovine i to s 33,8% i ostalih usluga s 39,4%. Poduzeća iz proizvodnih djelatnosti sudjelovale su s 12,7%, turistička poduzeća s 5,6%, a ostale ponuđene grupe s po 2,8% ispitanika. Ukupno se o djelatnosti izjasnio 71 ispitanik, kao i na naredno pitanje o

---

<sup>260</sup> Tablica s rezultatima neparametrijskih testiranja dostupna je u prilogima

motivima za moguću integraciju. Broj i udjeli ispitanika po djelatnosti prikazani su u tablici 5.14.

**Tablica 5.14.** Prikaz broja i udjela ispitanika iz vlasnički integriranih poduzeća po djelatnosti

	Zainteresirani za integriranje	
	Broj	Udio
Proizvodnja	9	12,7%
Trgovina	24	33,8%
Transport i logistika	2	2,8%
Ugostiteljstvo	2	2,8%
Turizam	4	5,6%
Financijske usluge	2	2,8%
Druge usluge	28	39,4%
Ukupno	71	

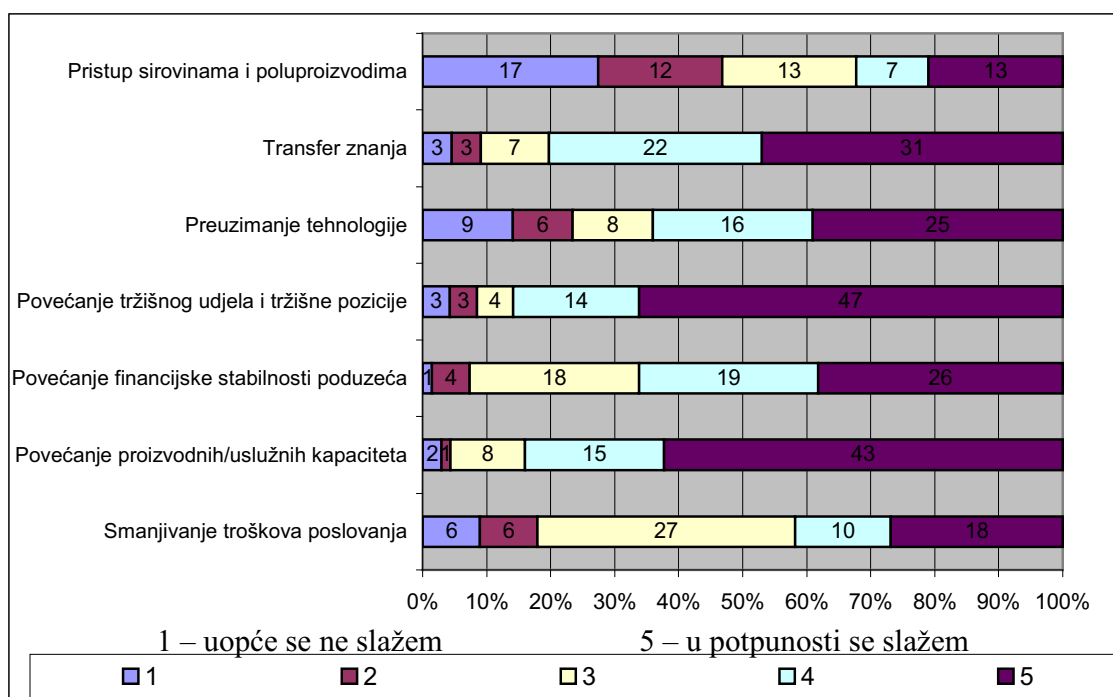
Izvor: izradio autor

### **5.2.2.1. Opis rezultata i deskriptivna statistika za poduzeća zainteresirana za vlasničku integraciju**

Anketiranje poduzeća koja su potencijalno zainteresirana za spajanje i pripajanje u budućnosti pokazalo je kako glavni motiv za vlasničku integraciju pronalaze u želji za povećanjem tržišnog udjela. Na tom je pitanju potvrdno odgovorilo čak 86% ispitanika, od čega 66% s potpunim slaganjem. Ispitanika s neutralnim mišljenjem o tom pitanju je bilo 5,6%, a s negativnim ukupno 8,4%. Iako se može pretpostaviti da su za visok interes za povećanjem tržišnog udjela prevagnuli brojni ispitanici iz trgovačke djelatnosti, taj je motiv zastupljen u mjeri da je značajan i drugim promatranim grupama. Nasuprot tome, najmanje značajnim motivom se pokazuje pristup sirovinama i poluproizvodima. Na to je pitanje 47% ispitanika odgovorilo negativno, od čega je 27,4% izrazilo potpuno neslaganje. Pozitivno se izjasnilo 32,3% ispitanika, a 21% ispitanika izabralo je neutralan odgovor.

U pitanju pronalaze li motiv udruživanja u povećanju kapaciteta, postotak je također vrlo visok i iznosi 84%. Neutralnih odgovora ima nešto više nego kod pitanja o povećanju tržišnog udjela i iznose 11,6%, dok su negativni odgovori zastupljeni minimalno odnosno s ukupno 4,3% ispitanika. Iako može djelovati kako dva navedena pitanja bilježe slične odgovore jer pitaju istu stvar, to zapravo ne mora biti slučaj. Naime, teorija među motive za integraciju često navodi konsolidaciju tržišta s motivom isključivanja konkurencije,<sup>261</sup> a ne samo širenja kapaciteta. Takav bi se slučaj posebno mogao očekivati u prekapacitiranim industrijama kod kojih ponuda premašuje potražnju. Moguć je i obrnuti slučaj u kojem poduzeće ostvaruje potražnju za svojim proizvodima koja premašuje proizvodne kapacitete pa integraciju koriste upravo u svrhu njihova povećanja. Obzirom da su u anketiranom slučaju želja za povećanjem tržišnog udjela i želja za povećanjem kapaciteta gotovo izjednačene, motiv integriranja zbog isključivanja konkurencije s tržišta među poduzećima u uzorku nije bio posebno zastupljen.

**Grafikon 5.8.** Motivi za vlasničku integraciju kod poduzeća koja još nisu integrirana



Izvor: izradio autor

<sup>261</sup> Cf. infra. 2.3.4.3.

Kod potencijalnog udruživanja s motivom smanjivanja troškova poslovanja bilježi se više pozitivnih nego negativnih odgovora, ali uz vrlo visoki postotak neutralnih. Tako je pozitivno na taj motiv odgovorilo 42% ispitanika, negativno samo 18%, dok je neutralnih odgovora najviše, odnosno čak 40%. Tu ukazuje da potencijalni sudionici integracijskih procesa iz uzorka poduzeća ne uspijevaju procijeniti bi li vlasnička integracija mogla dovesti do troškovnih ušteda. Obzirom da i brojna empirijska istraživanja uspješnosti vlasničkih integracija dovode do dvojbenog uspjeha u osiguravanju troškovnih sinergije, odnosno poboljšavanja operativnog poslovanja, poduzećima koja planiraju integriranje je očito baš taj aspekt najteži za procijeniti. Zanimljivo je da visokih 80,3% ispitanika potencijalni motiv integriranja nalazi i u mogućem transferu znanja, dok je udio negativnih ispitanika po u tom pitanju iznosio samo 9%. Kod srodnog pitanja o motivu preuzimanja tehnologije, iako i dalje s visokih 64% pozitivnih odgovora, broj pozitivnih odgovora je nešto manji nego kod transfera znanja. Negativnih odgovora u tom pitanju ima ukupno 23,5%, a 12,5% ispitanika odabralo je neutralan odgovor. Ta pojedinost ukazuje da poduzeća zainteresirana za vlasničko integriranje u budućnosti u većoj mjeri priželjkuju neopipljive resurse koji se uglavnom očituju kroz menadžerska, organizacijska znanja ili znanja koja se stiču iskustvom, nego samu tehnologiju koja se češće vezuje uz materijalne čimbenike.

Motiv povećanja financijske stabilnosti je značajan za 66,1% ispitanih poduzeća, od čega 38,2% s potpunim slaganjem, dok je broj ispitanika koji se nisu složili s značajnošću tog motiva samo 7,4%. Preostalih 26,5% ispitanika dalo je neutralan odgovor. Obzirom na ekonomsku krizu kojoj su poduzeća izložena, moglo se očekivati da će broj poduzeća koja kroz integraciju žele postići financijsku stabilnost biti i veći. Zanimljiva je i analiza ekstrema kod neutralnih odgovora gdje je primjetno da ih najmanje ima u motivima povećanja tržišnog udjela i povećanja kapaciteta, dok ih je najviše kod potencijalnog snižavanja troškova i kod povećanja financijske stabilnosti. Kada se to usporedi s efektima integracije s skupinom poduzeća u uzorku koja je sudjelovala u integracijskim procesima, primjećuje se da je i u onoj skupini najviši broj neutralnih odgovora u pitanju snižavanja troškova i povećanja financijske stabilnosti. To ponovno ukazuje na teškoće poduzeća u procjeni potencijalnih sinergija i to troškovnih i financijskih.



Ukoliko bi se u skladu s teorijskom pretpostavkama industrijske organizacije motive interesa za integracijom podijelilo na strateške, odnosno tržišne i sinergijske, bila bi primjetna dominacija strateških motiva odnosno težnje za povećanje tržišnog udjela. Kod sinergijskih motiva, visoke udjele pokazuju mogući transferi znanja i tehnologije dok motiv smanjivanja troškova nije značajno izražen uslijed velikog broja neutralnih odgovora. Moguće je da troškovni motiv nije izražen zbog teškoća u procjeni mogućnosti za eventualnu uštedu, ili ispitanici misle da se razina troškova ne bi bitno mijenjala.

Rezultati ankete sagledani su i osnovnim metodama deskriptivne statistike. Pritom su za odgovore na pitanja ponuđena u vidu Likretove skale izračunane mjere centralne tendencije, mjere zakrivljenosti i kurtoze. Tablica 5.14. pokazuje obradu odgovora ispitanika koji nisu sudjelovali u integracijskom procesu, ali su za to zainteresirani.

**Tablica 5.15.** Mjere centralne tendencije za odgovore ispitanika koji nisu sudjelovali u integracijama , ali su zainteresirani u budućnosti

	N	Aritm. sred.	Median	Mod	Učestalost moda	St. dev.	Simetričnost	Kurtoza
Smanjenje troškova	67	3,42	3	3	27	1,233	-0,25541	-0,6691
Povećanje kapaciteta	69	4,39	5	5	43	0,958	-1,79764	3,2169
Povećanje financijske stabilnosti	68	3,96	4	5	26	1,014	-0,61799	-0,3456
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	70	4,44	5	5	47	0,987	-2,02175	3,6883
Preuzimanje tehnologije	64	3,66	4	5	25	1,439	-0,75286	-0,8006
Transfer znanja	66	4,14	4	5	31	1,080	-1,41387	1,5956
Pristup sirovinama i poluproizvodima	62	2,79	3	1	17	1,495	0,25007	-1,3257

Izvor: izradio autor

Mjere centralne tendencije potvrđuju ranija zapažanja prema kojima su povećanje tržišne pozicije, povećanje kapaciteta i transfer znanja ispitanicima predstavljale najvažnije razloge interesa za integracijskim procesima. Pristup sirovinama ostvaruje najnižu aritmetičku sredinu rezultata ispitanika i to uz visoku standardnu devijaciju uslijed koje je

aritmetička sredina tek granično prihvatljiva. Mod je jedino na tom pitanju ostvaren u negativnom dijelu odgovora i to za odgovor Uopće se ne slažem. Osrednju aritmetičku sredinu od 3,6 ostvario je motiv transfera tehnologije, no uz mod ostvaren na najvišoj ocjeni, što upućuje na polarizaciju odgovora na ovo pitanje. I pogledom na mjere centralne tendencije može se utvrditi kod pitanja o smanjenju troškova ispitanici nisu mogli procijeniti ili bi li integracijom došlo do smanjenja troškova su iskazivali indiferenciju spram tog razloga za vlasničkom integracijom.

Provjerom normalnosti krivulja Kolmogorov-Smirnovim i Lillieforsovim testom došlo se do zaključka da sve skupine odgovora donekle odstupaju od ideala normalne krivulje. U ovom bi slučaju veličina uzorka bi trebala biti dovoljna za mogućnost provođenja t-testova iz metoda inferencijalne statistike u njihovoj daljnjoj obradi umjesto njihovih neparametrijskih zamjena obzirom da kako veličina uzorka raste, parametrijske metode pokazuju veću pouzdanost. Ipak, kao kontrolni mehanizam, svi su testovi rađeni i neparametrijskim testovima čije se detalje može vidjeti u prilogima.

#### **5.2.2.2. Inferencijalna analiza na uzorku anketiranih poduzeća zainteresiranih za buduće sudjelovanje u procesu vlasničkih integracija**

Za potrebe daljnje analize rezultati anketiranih poduzeća su grupirani prema nekim raspoloživim kriterijima kod kojih bi se uvažavajući ekonomsku logiku moglo očekivati signifikantne razlike u odgovorima, odnosno u motivima za integraciju. U osnovi su korištena dva kriterija za razdvajanje i to prema veličini poduzeća, koja je u ovom istraživanju sagledavana pomoću broja zaposlenih te prema osnovnoj djelatnosti poduzeća.

Kod veličine poduzeća, a uvažavajući da su u anketiranju sudjelovala samo mala poduzeća, proizvoljna granica razgraničenja je postavljena na poduzeća do 5 i poduzeća s više od 5 zaposlenika. Tako su u prvoj skupini vrlo jednostavna i mala poduzeća, koje se može nazvati i mirkopoduzećima, dok druga skupina obuhvaća sva anketirana poduzeća

koja imaju 6 ili više zaposlenika. Prosjeci te dvije skupine su uspoređivani pomoću t-testova sa 5% signifikantnosti za sve anketom istraživane motive integracija za poduzeća zainteresirana za sudjelovanje u integracijskom procesu u budućnosti.

Postavljene su i H0 te alternativna hipoteza koje glase:

H0: Ne postoji statistički značajna razlika između aritmetičkih sredina dviju skupina poduzeća od kojih jednu čine poduzeća do 5, a druga sa 6 i više zaposlenih.

H1: Postoji statistički značajna razlika između aritmetičkih sredina dviju skupina od kojih jednu čine poduzeća do 5, a druga sa 6 i više zaposlenih.

Rezultati t-testova dani su u Tablici 5.16.

**Tablica 5.16.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća odvojenih po veličini

	Mean0 (do 5)	Mean1 (6 i više)	t-value	df	p	Valid N 0	Valid N 1	Std. Dev. 0	Std. Dev. 1
Sm_T	3,4419	3,4706	-0,0793	58	0,9371	43	17	1,3505	1,0073
Pov_kapa	4,4545	4,3333	0,4448	60	0,6580	44	18	0,9512	1,0290
Pov_fin	3,9545	3,9412	0,0454	59	0,9640	44	17	0,9872	1,1440
Pov_trž	4,4000	4,6111	-0,7565	61	0,4523	45	18	1,0745	0,7775
Pre_teh	3,4390	3,8824	-1,0684	56	0,2899	41	17	1,5008	1,2690
Trans_Zn	4,0698	4,1176	-0,1494	58	0,8817	43	17	1,2227	0,7812
Pris_sir	2,6923	2,7059	-0,0314	54	0,9751	39	17	1,5920	1,2127

Izvor: izradio autor

Već vizualnom usporedbom aritmetičkih sredina je vidljivo da su one približno jednake za većinu promatranih varijabli. T-testovi su statistički potvrdili te sličnosti te je kod svih sedam varijabli prihvaćena H0 hipoteza i zaključeno da ne postoji statistički značajna razlika među aritmetičkim sredinama odgovora skupine poduzeća s do 5 i s više od 6 zaposlenih. Najviša t-vrijednost, kao i najveća razlika između aritmetičkih sredina je ostvarena na motivu transfera tehnologije, no i u tom slučaju, razlika nije bila statistički značajna.

Zbog mogućnosti da je t-test nepodoban za usporedbi dviju grupa u ovim slučajevima zbog prevelike razlike raspodjele rezultata u odnosu na normalnu krivulju, proveden je i neparametrijski test i to Mann-Whitney U Test nad istim podacima. Rezultati neparametrijskih testiranja hipoteze potvrdili su iste zaključke kao u t parametrijski testovi, odnosno prihvatile H0 hipotezu pa se na razini signifikantnosti od 5% zaključuje kako ne postoje statistički značajne razlike među grupama. Rezultati neparametrijskih testiranja hipoteze na ponuđenim varijablama prikazani su u priložima.

U nastavku je analizirano postoje li razlike u odgovorima ukoliko se poduzeća odvoje po grupama prema osnovnoj djelatnosti. Pritom su računati testovi za tri najzastupljenije djelatnosti poduzeća i to trgovina, proizvodnja i ostale usluge. Testovi su po grupama prema navedenom kriteriju provedeni za sve varijable odgovora. Grupe su sastavljane tako da su pri svakom testu jednu grupu činila poduzeća iz izdvojene djelatnosti, a drugu grupu su činila sva ostala poduzeća. Analiza je izvršena pri uobičajenih 5% signifikantnosti a provjeravane hipoteze su za sve varijable glasile:

H0: Ne postoji statistički značajna razlika između aritmetičkih sredina odgovora poduzeća po grupama odvojenima prema djelatnosti

I alternativna hipoteza:

H1: Među odgovorima grupa poduzeća odvojenima po djelatnosti postoji statistički značajna razlika u ostvarenim aritmetičkim sredinama.

Rezultati testiranja varijabli po različito sročnim grupama djelatnosti dani su u Tablici 5.17.

**Tablica 5.17.** Rezultati provođenja t-testa za usporedbu aritmetičkih sredina za grupe poduzeća odvojenima po djelatnosti

Grupa0: trgovina; Grupa1: sva ostala poduzeća									
	Mean 0	Mean 1	t-value	df	p	Valid N 0	Valid N 1	Std.Dev. 0	Std.Dev. 1
Sm_T	3,7826	3,2619	1,6431	63	0,1054	23	42	0,9980	1,3263

Pov_kapa	4,1739	4,5000	-1,3157	65	0,1929	23	44	1,1541	0,8491
Pov_fin	4,0435	3,9070	0,5180	64	0,6062	23	43	1,0215	1,0192
Pov_trž	4,3913	4,4667	-0,2925	66	0,7708	23	45	1,0331	0,9909
Pre_teh	3,2727	3,8250	-1,4465	60	0,1532	22	40	1,6090	1,3376
Trans_Zn	4,1818	4,0952	0,2993	62	0,7657	22	42	1,1396	1,0777
Pris_sir	2,8571	2,7436	0,2824	58	0,7786	21	39	1,5584	1,4458
Grupa0: proizvodnja; Grupa1: sva ostala poduzeća									
	Mean 0	Mean 1	t-value	df	p	Valid N 0	Valid N 1	Std.Dev. 0	Std.Dev. 1
Sm_T	3,0000	3,5088	-1,0903	63	0,2798	8	57	1,0690	1,2553
Pov_kapa	4,3333	4,3966	-0,1809	65	0,8570	9	58	0,7071	1,0077
Pov_fin	3,7500	3,9828	-0,6055	64	0,5470	8	58	1,1650	0,9998
Pov_trž	4,2222	4,4746	-0,7038	66	0,4841	9	59	0,9718	1,0061
Pre_teh	3,5714	3,6364	-0,1106	60	0,9123	7	55	1,1339	1,4952
Trans_Zn	3,7500	4,1786	-1,0399	62	0,3024	8	56	1,0351	1,0972
Pris_sir	3,5000	2,6731	1,4925	58	0,1410	8	52	1,4142	1,4649
Grupa0: ostale usluge; Grupa1: sva ostala poduzeća									
	Mean 0	Mean 1	t-value	df	p	Valid N 0	Valid N 1	Std.Dev. 0	Std.Dev. 1
Sm_T	3,3200	3,5250	-0,6466	63	0,5202	25	40	1,4353	1,1091
Pov_kapa	4,6154	4,2439	1,5459	65	0,1270	26	41	0,8979	0,9945
Pov_fin	3,9630	3,9487	0,0557	64	0,9558	27	39	1,0554	0,9986
Pov_trž	4,5926	4,3415	1,0153	66	0,3137	27	41	0,8884	1,0632
Pre_teh	4,0800	3,3243	2,0644	60	0,0433	25	37	1,2557	1,5102
Trans_Zn	4,2000	4,0769	0,4374	62	0,6633	25	39	1,0408	1,1329
Pris_sir	2,6400	2,8857	-0,6334	58	0,5290	25	35	1,3808	1,5487

Izvor: izradio autor

U svim provedenim t-testovima osim jednog, ostvarena t-vrijednost je bila nedostatna za odbacivanje H0 hipoteze te se ona prihvaća i konstatira da kod analiziranih varijabli ne postoje statistički značajne razlike u aritmetičkim sredinama odgovora. Izuzetak čini testiranje aritmetičke sredine nad motivom integracije u preuzimanju tehnologije i to pri

izdvajanju grupe poduzeća koje su kao osnovnu djelatnost navele ostale usluge. U tom je slučaju za grupu poduzeća iz djelatnosti ostalih usluga aritmetička sredina u ocjenjivanju motiva preuzimanja tehnologije iznosila 4,08, što je značajno više nego aritmetičke sredine od 3,32 za sva ostala poduzeća. Stoga se sa 5% signifikantnosti i ostvarenom t-vrijednošću od 2,06 može ustvrditi da se te aritmetičke sredine značajno razlikuju te odbaciti  $H_0$  hipotezu i prihvatiti alternativnu.

Od ostalih aritmetičkih sredina valja izdvojiti i one koje na t-testu nisu ostvarile dovoljnu t-vrijednost za odbacivanje  $H_0$  hipoteze pa se zaključuje da statistički nema signifikantne razlike u aritmetičkoj sredini po grupama, no primjetna razlika postoji premda statistički nesignifikantna. Tako se kod izdvajanja trgovine premda statistički nesignifikantno može primijetiti veća aritmetička sredina za motiv smanjivanja troškova nego kod ostalih poduzeća. Isto tako, kod trgovine je aritmetička sredina ocjene motiva niža za preuzimanje tehnologije i povećanje kapaciteta.

Pri izdvajanju proizvodnih poduzeća, primjetna je nesignifikantna razlika u prosječnom vrednovanju motiva smanjenja troškova i transfera znanja, te kod motiva pristupa sirovinama. Zanimljivo, motiv pristupa sirovinama je u proizvodnim poduzećima značajno naglašen, dok im je smanjenje troškova i transfer znanja manje značajan nego kod ostalih poduzeća.

Kod izdvojenih ostalih uslužnih poduzeća, osim statistički signifikantnog motiva transfera tehnologije, primjetno je statistički nesignifikantno vrednovanje motiva povećanja tržišnog udjela i povećanja kapaciteta. Te varijable doduše nisu ostvarile posebno velike razlike u aritmetičkim sredinama, ali su im visoke t-vrijednosti (iako nedovoljno za statističku signifikantnost).

Kao i ranije, iste su varijable u odvajanju po grupama testirane i neparametrijskim Mann-Whitney U Test-om kako bi se umanjilo opasnost krivog tumačenja u slučaju prevelikog odstupanja raspršenosti podataka od normalne krivulje. Neparametrijsko testiranje je polučilo iste rezultate, odnosno kao jedinu statistički signifikantnu razliku po grupama izdvojilo varijablu transfera tehnologije kod poduzeća kojima je djelatnost pružanje ostalih

usluga u odnosu na ostala anketirana poduzeća. Detaljan prikaz rezultata neparametrijskog testiranja dan je na priložima.

### **5.3. IMPLIKACIJE PROVEDENOG ANKETNOG ISTRAŽIVANJA**

Među mnogobrojnim istraživanjima vlasničkih integracija u svijetu, većina je koncentrirana na analizu promjena vrijednosti poduzeća na tržištima kapitala, a tek nešto manji broj sagledava različite aspekte operativne efikasnosti integriranih poduzeća. Neovisno o objektima istraživanja, većina provedenih istraživanja ukazuje na neuspjeh vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti poduzeća.<sup>262</sup> Specifičnost ovog anketnog istraživanja je dvojaka. Naime, predmetom istraživanja nisu bila na burzi prisutna poduzeća već su anketirana mala poduzeća čija je uspješnost u integracijskim procesima uglavnom nepoznata i nedovoljno istražena. I drugo, obzirom da su anketirana poduzeća koja nemaju obvezu javnog objavljivanja financijskih izvješća, a ne sudjeluju ni na tržištima kapitala pa se ne može koristiti kretanja vrijednosti udjela kao refleksiju uspješnosti poslovanja, provedeno istraživanje je kvalitativnog tipa. Zbog toga ono neće rezultirati financijskom analizom kao osnovom za donošenje zaključaka. No financijski pokazatelji u mnogim dosadašnjim analizama nisu bili adekvatna osnova za ukupno ocjenu uspješnosti vlasničkih integracija jer ne omogućavaju potpunu sliku o motivima poduzeća za ulazak u integracijski proces, kao ni zadovoljstva poduzeća provedenim integracijama. Zbog toga je moguće da će kvalitativna analiza putem ispitivanja mišljenja samih aktera omogućiti bolje razumijevanje procesa i posljedica vlasničkih integracija.

Provođenje vlasničkih integracija poduzeća koja nisu prisutna na burzama posebno je po izostanku neprijateljskih preuzimanja i očekivanoj većoj suradnji i otvorenosti obje uključene strane. Provedena anketa je to i potvrdila u setu pitanja o ranijim odnosima

---

<sup>262</sup> O tome više, cf. infra 3.1-3.3

između poduzeća te transparentnosti procesa ispitivanja kompatibilnosti poslovanja. Većina anketiranih (oko 70%) je odgovorila da su integrirana poduzeća imala od ranije razvijene poslovne odnose te da su dobro poznavala uspješnost poslovanja i način funkcioniranja drugog poduzeća i prije integracije. Te nadalje, gotovo 90% anketiranih je smatralo da se procesu due diligencea pristupilo detaljno i otvoreno. Time je potvrđena jedna od teza ovog rada kojom se je pretpostavilo da su u integraciji malih poduzeća ex-ante troškovi integracija niži. Naime, ranije razvijeni odnosi, dobro međusobno poznavanje te spremnost na otvorenije i izravnije pregovaranje, omogućavaju lakšu i kvalitetniju procjenu kasnijih efekata, ali i kvalitetnije formuliranje ugovora, odnosno dogovaranje kasnijeg međusobnog odnosa.

U pogledu stupnjeva povezivanja, anketa ukazuje na najčešće strateško i razvojno povezivanje, zatim financijsko, a u nešto manjoj mjeri operativno povezivanje. Spekulativno povezivanje je zabilježeno u manjinskom dijelu ispitanika. Stupanj ostvarenog povezivanja se može dovesti u logičku vezu s motivima za povezivanje. Tako se za ostvarenje tržišnih ili strateške motiva nije nužno operativno povezivati dok je za ostvarivanje sinergijskih motiva, odnosno troškovnih ušteda, viši stupanj povezivanja obično nužan za njihovu realizaciju. Najveći udio strateškog povezivanja stoga može ukazivati na motive povezivanja sa ciljem osiguranja ključnih resursa, a u skladu s postavkama transakcijske i resursne teorije. Nešto manji broj operativno povezanih poduzeća među anketiranima ukazuje na slučajeve kada je integracija provedena i sa svrhom postizanja ušteda u proizvodnji ili u distribuciji proizvoda. Visok udio financijskog povezivanja se vjerojatno može vezati uz visoku nelikvidnost i nesigurnost hrvatskog gospodarskog sektora pri čemu je uspješno održavanje financijske stabilnosti ključno za opstanak poduzeća.

Usporedba anketom iskazanog stupnja integriranja s posljedicama povezivanja poduzeća na tržišnu, financijsku i operativno post-integracijsku uspješnost poslovanja, ukazuje na uspješnost u provođenju integracije. Pritom je bitno za naglasiti da su prosječne ocjene po navedenim kriterijima niže od ocjena stupnja integriranosti što pokazuje da nisu u svim slučajevima ostvareni željeni efekti. No usprkos tome, razmjer efekata je ostao sličan razmjeru stupnja integriranja. Broj anketiranih poduzeća koja su pozitivno ocijenila utjecaj



integriranja na poboljšanje tržišnog položaja je malo preko 50%, dok je s par postotaka manje no i dalje pretežito pozitivno ocijenjen pozitivan utjecaj na financijsku stabilnost. Kod ocjenjivanja operativnih promjena, približno je jednak broj pozitivnih i negativnih što, kao što je već ranije navedeno, može upućivati na različit stupanj uspješnosti među anketiranim poduzećima po tom pitanju, ali velik broj neodlučnih ukazuje i na teškoće ocjene uspješnosti ovog kriterija. I pri analizi anketnih odgovora o rezultatima vlasničke integracije se može primijetiti da je naglasak na povećanju financijske stabilnosti, povećanju kapaciteta i tržišnog utjecaja, dok su varijable koje ukazuju na operativno povezivanje poput prijenosa tehnologije, transfera znanja i pristupa resursima rjeđe ocijenjene kao značajne. Ipak, veliki udio pozitivnih ocjena je zabilježen pri ocjeni pozitivnih organizacijskih promjena, što je čak bolje ocijenjeno od onih financijske i tržišne prirode.

Usporedbe odgovora po grupama pokazala je da je težnja financijskoj stabilnosti i ostvarenju ušteda značajno izraženija kod manjih poduzeća među anketiranima. To je i razumljivo jer su najmanja poduzeća često najizloženija opasnostima nelikvidnosti do koje može doći zbog problema s naplatom potraživanjima kakva većim poduzećima ne bi predstavljalo toliko opterećenje. Osim toga, mala poduzeća su u lošijem položaju pri traženju izvora sredstava za investiranje i teže dolaze do kredita.

Preuzeta poduzeća u odgovorima su naglašavala transfer znanja, preuzimanje tehnologije i organizacijske promjene. Kako u općim prosjecima prve dvije varijable nisu zabilježile dobre ocjene, može se zaključiti da su one značajne upravo kod preuzetih poduzeća što vjerojatno znači da su ti procesi jednosmjerni. No i šire gledano, preuzeta poduzeća su u većini pitanja bolje ocjenjivali posljedice integracije od preuzimateljskih, što ukazuje na to da integracija za preuzimatelja i preuzeto poduzeće ne mora biti jednako uspješna. Odnosno, preuzeto poduzeće može ostvariti svoje ciljeve čak i ukoliko preuzimateljsko poduzeće to ne uspije.

Najviše ocjene ovisno o poziciji u preuzimanju ostvarila su poduzeća koja su sudjelovala u spajanju. Ona su zabilježila značajno više prosjeke od preuzetih poduzeća po pitanju financijskog povezivanja, tehnološkog i operativnog povezivanja, organizacijskih

promjena i smanjivanja troškova poslovanja. U odnosu na preuzimateljska poduzeća, spajanja ostvaruju velike pozitivne razlike i u pogledu tehnološkog i operativnog povezivanja te organizacijskih i kadrovskih promjena. To upućuje na potencijalno velike koristi od inače relativno rijetkog spajanja poduzeća, odnosno situacije u kojoj ne dolazi do otkupa vlasništva od jedne strane, već konsolidacije poslovanja u jedan sustav. Prema uzorku poduzeća iz ove ankete, upravo taj vid vlasničkih integracija kod malih poduzeća nudi najviše koristi za uključene strane.

Anketiranje poduzeća koja nisu sudjelovala u vlasničkom povezivanju, ali su za to zainteresirana imalo je za cilj utvrditi osnovne motive te zainteresiranosti. Odgovori su ukazali da dominiraju motivi povećanja tržišnog udjela i povećanja kapaciteta, a zatim i transfera znanja. Od ostalih pretežno pozitivno ocijenjenih motiva još se ističu povećanje financijske stabilnosti i preuzimanje tehnologije. Pristup sirovinama i smanjivanje troškova je većina anketiranih ocijenila kao manje značajan motiv. Obzirom da je relativna većina anketiranih poduzeća u ovom dijelu istraživanja pripadala djelatnosti trgovine, moglo se je pretpostaviti da je u tome razlog postavljanja tržišnih motiva ispred sinergijskih. Međutim provedeni t-testovi su ukazali da se motivi između trgovačkih i ostalih anketiranih poduzeća ne razlikuju u statistički signifikantnoj mjeri. Štoviše, motiv smanjivanja troškova je čak izraženiji kod trgovačkih nego ostalih poduzeća dok su ocjene za motiv poboljšanje tržišnog položaja gotovo identične za trgovačka i ostala poduzeća. Jedini motiv koji je značajnije izražen kod ostalih poduzeća nego kod trgovačkih jest preuzimanje tehnologije. Obzirom da je tehnološka osnovica trgovačke djelatnosti manje kompleksna od one primjerice proizvodnih, taj odgovor je u skladu s očekivanjima.

Anketno istraživanje ukupno ukazuje na relativno visoku ocjenu uspješnosti integracija od njihovih aktera. Potvrđuje teze ovog istraživanja da kod vlasničkog integriranja malih poduzeća prethodno razvijeni odnosi i otvoreniji pristup omogućavaju bolju ex-post učinkovitost te samim time i uspješniju integraciju.

## **6. DUBINSKO ISTRAŽIVANJE SITUACIJSKIH VARIJABLI NA UZORKU VLASNIČKI INTEGRIRANIH PODUZEĆA**

Drugi dio empirijskog istraživanja provedenog u ovom radu sastoji se o dubinskog intervjua provedenog s izabranim poduzećima iz anketnog istraživanja. Naime, anketna forma je zadovoljavajuća za dobivanje određenog broja odgovora, no pokazuje ograničenja u vidu odbijanja ispitanika da odgovore na neka od postavljenih pitanja, kao i u odustajanju brojnih ispitanika ako je anketni upitnik vremenski zahtjevni za ispunjavanje od prvotnih očekivanja. Zbog toga će metoda dubinskog intervjua biti osnova za detaljnije ispitivanje manjeg broja predstavnika izabranih poduzeća koja su sudjelovala u integracijskom procesu. Pitanja u intervjuu su usmjerena u produbljivanje saznanja o konkretnim slučajevima integracije, a čime će se dokazivati i teze u osnovnoj hipotezi rada. Dubinskim intervjuom u odabrani poduzećima su istraživani: stupanj organizacijske prilagodbe, analiza tehnoloških promjena, analiza promjena u tržišnom položaju, te analiza poslovne uspješnosti nakon integracije.

### **6.1. IZBOR PODUZEĆA ZA PROVOĐENJE DUBINSKOG INTERVJUA**

Pri izboru poduzeća za vršenje dubinskog intervjua nastojalo se uključiti poduzeća s različitim iskustvima u integriranju i različitim motiva uslijed kojih je do integriranja došlo. Nužni kriterij je bio i spremnost predstavnika poduzeća na sudjelovanje u intervjuu te otkrivanje detalja iz poslovanja vezanih uz provedenu integraciju. Među istraženim slučajevima obuhvaćeni su slučajevi preuzimanja zbog osiguravanja ključnih resursa, spajanja s ciljem ostvarivanja sinergijskih efekata pa i spekulativnog preuzimanja.

## 6.2. VODATEH

Poduzeće Vodateh d.o.o. poduzeće s petero zaposlenika specijalizirano za konzalting, projektiranje i primjenu tehničko – tehnoloških rješenja, namijenjenih obradi pitkih i tehnoloških voda, programa namijenjenih kako fizičkim tako i pravnim osobama. Osnovnu ponudu čine mu sustavi za filtriranje, dezinfekciju, deferezaciju i demagnaciju vode te sustavi za omekšavanje vode, desalinizaciju morske vode i sustave pročišćavanje vode za kućanstva. Vodateh nije proizvodno, već trgovačko poduzeće koje nudi visokospecijalizirane linije proizvoda koje se ne mogu efikasno prodavati putem uobičajenih veleprodajnih ili maloprodajnih kanala. Razlog tome je u složenosti prilagodbe tržišno nestandardne ponude koja za ostvarivanje prodaje industrijskim potrošačima zahtjeva projektiranje sustava tretiranja vode prema konkretnim zahtjevima, odnosno potrebama kupaca. Osoblje za prodaju takvog tipa opreme je i inače, a ne samo u poduzeću Vodateh, specijalizirano samo za tu vrstu proizvoda, odnosno osim uobičajenih prodajnih vještina mora vladati inženjerskim znanjima potrebnima za uspješno projektiranje sustava svojim klijentima.

Prije vlasničke integracije, poduzeće Vodateh je na području Primorsko-goranske i Istarske županije bilo jedan od zastupnika stranog poduzeća CWG, međunarodno prisutnog proizvođača ranije navedenih uređaja. Proizvođač je osim Vodateha na hrvatskom tržištu nastupao putem poduzeća CWG d.o.o.: vlastitog zastupstva smještenog u Zagrebu te određenog broja drugih poduzeća za projektiranje i distribuciju sustava poput Vodateha. Poslovna suradnja se prije udruživanja odvijala dvije godine u klasičnom odnosu dobavljač-kupac no s intenzivnijom komunikacijom obzirom na specijaliziranost ponude. Istodobno sa suradnjom, odnos Vodateha i proizvođača je bio i konkurentan je putem svog hrvatskog zastupstva proizvođač i izravno nastupao na tržištu. Vodateh je pritom bio jedan od najznačajnijih distributera proizvođača obzirom na broj i kvalitetu sklopljenih poslova. Prijedlog za preuzimanje Vodateha svom je glavnom dobavljaču došao od samog vlasnika i direktora poduzeća. Ideja preuzimanja je obrazložena dobrobiti proizvođača tako što će si omogućiti brže širenje na tržište preuzimajući jednog od svojih uspješnih distributera i potpunijeg korištenja njegovih ljudskih resursa s visokom razinom specifičnosti. Dobrobit Vodateha trebala se očitovati u osiguravanju stabilne i povoljne

nabavke opreme čija mu prodaja čini osnovni posao, te pružanje financijske sigurnosti koja kod malog poduzeća zna često biti na kušnji. Proizvođač je prihvatio mogućnost da vlasnička integracija dovede do obostrane koristi te se pristupilo njezinoj realizaciji.

Dogovaranja oko uvjeta preuzimanja, proces due diligenca i svi ostali dogovori koji su prethodili samom aktu preuzimanja vođeni su otvoreno i izravno između šefova samih poduzeća. Due diligence je proveden temeljito, ali ga je značajno olakšavalo vrlo dobro ranije poznavanje poslovanja Vodateha od strane njegova preuzimatelja zbog izgrađenog poslovnog odnosa. Pritom je ključan element dogovora predstavljao ostanak Vodatehovah osoblja, uključujući i dotadašnjeg vlasnika i direktora u poduzeću. Naime, vrijednost Vodateha njihovom preuzimatelju nije bila u materijalnoj imovini ili kapitalu već prvenstveno u specifičnim znanjima i kompetencijama ključnih Vodatehovah zaposlenika.

Nakon preuzimanja bivši vlasnik i direktor Vodateha je i ostao na direktorskoj poziciji, ali je sada uz njega mjesto u upravi dobio i direktor hrvatskog predstavništva CWG-a d.o.o. smještenog u Zagrebu. Direktor je nastavio prilično samostalno voditi operativno poslovanje poduzeća bez značajnijih promjena i bez uplitanja novog vlasnika. Promjene u operativnom poslovanju očitovale su se u preuzimanju IT rješenja matičnog poduzeća sa svrhom usklađivanja sustava knjigovodstvenih i komercijale dokumentacije, te načina izvješćivanja. Nadalje, analizirani su i racionalizirani administrativni poslovi te se identificiralo službe i poslove koji su odrađivani u oba poduzeća. Poslovi koji su se nepotrebno preklapali su organizirani na način da se ne odrađuju dvostruko već samo u Vodatehu ili u matičnom poduzeću.

Pri racionalizaciji troškova poslovanja je došlo do obostranog učenja. Iako se pretpostavljalo da će prvenstveno Vodateh kao manji sustav ostvariti troškovne sinergije od spajanja, pokazalo se da su ostvarene uštede u oba poduzeća jer su neki od procesa bili ekonomičnije odrađivani u Vodatehu nego u matičnom poduzeću. Tako je ekonomičnost poslovanja nakon udruživanja porasla u oba sustava djelom zbog racionalizacije administrativnih spolova, a djelom zbog međusobnog usvajanja troškovno efikasnijih rješenja.

Iako je novi vlasnik ostavio priličnu autonomiju direktoru Vodateha u vođenju poduzeća, na raspolaganju ima potpuni i neposredni uvid. Očekivano, sva financijska izvješća Vodateha se po sastavljanju dostavljaju u matično poduzeće. No osim toga, postavljanjem direktora hrvatskog zastupništva matičnog poduzeća na mjesto člana uprave Vodateha omogućilo je da matično poduzeće u svakom trenutku bez ikakvih formalnih procedura može provjeriti bilo koji vid Vodatehovog poslovanja. Nadalje prema potrebi i kod donošenja značajnijih poslovnih odluka matično poduzeće može jednako izravno sudjelovati i u odlučivanju. Zbog navedenih mogućnosti neposredne kontrole te zbog male veličine Vodateha po pitanju broja zaposlenosti i složenosti poslovanja, matično poduzeće do sada nije organiziralo nikakve dodatne sustave sa svrhom zaštite svojih prava u vidu nenajavljenih kontrola, revizije ili interne revizije.

Najznačajnije koristi koje je Vodateh ostvario vlasničkim integriranjem očituju se kroz cjenovnu politiku matične kompanije koja im distribuira proizvode po transfernim cijenama koje su značajno niže od onih koje su ostvarivali prije vlasničke integracije, a prema tome i od onih koje ostvaruju ostali neovisni distributeri. To Vodatehu omogućava postavljanje niže cijene od ostalih konkurenata na javnim natjecajima za nabavku specijalizirane opreme iz njihove ponude, a uz istovremeno zadržavanje profitne marže pozitivnom. Osim toga, između Vodateha i hrvatskog zastupstva matične kompanije u Zagrebu se vrše konstantni dogovori oko politike cijena prema trećima kako bi se izbjeglo eventualno međusobno nadmetanje kada kupci traže ponudu od obje strane.

Osim strateške i operativne suradnje, između Vodateha i matičnog poduzeća uspostavljena je i značajna financijska suradnja koja se očituje kroz mogućnost kreditiranja Vodateha. Način realizacije financijske suradnje se prvenstveno očitavao kroz kreditiranje Vodateha odgodom plaćanja preuzete robe. Međutim, pri ulasku gospodarstva u aktualnu ekonomsku krizu, Vodatehu je omogućeno i pozajmljivanje sredstava od strane matične kompanije za prevladavanje problema rastuće nelikvidnosti i problema s naplatom potraživanja. Direktor Vodateha napominje da je, usprkos povoljnom tržišnom položaju, upitno bi li poduzeće još uvijek bilo aktivno da nije bilo financijske suradnje, odnosno primljene pomoći.

Preuzimanje Vodateha potvrđuje teze resursne i transakcijske teorije o širenju ekonomskog utjecaja i čvršćim oblicima zaštite u osiguravanju specifičnih resursa poduzeća. U konkretnom slučaju, specifične resurse su predstavljala posebna znanja ljudi potrebna za uspješnu distribuciju nestandardnih proizvoda krajnjim kupcima. Osim toga, potvrđene su i spoznaje agencijske teorije da se agencijski trošak u nekompleksnim sustavima može umanjiti formalnim, ali i neformalnim mogućnostima monitoringa i utjecanja na proces donošenja odluka. Preuzimanje malog poduzeća s kojim su otprije postojale jake poslovne veze omogućilo je bolje ex-ante dogovaranje i kao posljedicu imalo efikasnije ex-post poslovanje i preuzetog i matičnog poduzeća.

### **6.3. BAGER COMMERCE**

Poduzeće Bager Commerce d.o.o. preuzeto je 2000. godine od strane poduzeća Ortis Commerce d.o.o. Prije preuzimanja riječ je bila o malenom poduzeću iz trgovačke djelatnosti sa samo dva zaposlenika. Do preuzimanja je došlo kada je vlasnik i menadžer odlučio napustiti djelatnost te poduzeće ili prodati ili likvidirati. Ortis Commerce je kao kupac imao motiv preuzimanja samo pravne osobnosti Bager Commercea te mu nije primaran bio nastavak dotadašnjeg poslovanja preuzetog poduzeća. Razlog za akviziciju je u Ortis Commercu bio u diversifikaciji dotadašnjeg poslovanja i realizaciju te diversifikacije kroz dva odvojena pravna subjekta. Do preuzimanja Bager Commerce je bio trgovina široke potrošnje (i s drugim nazivom, naziv Bager Commerce je dobilo nakon preuzimanja).

Nakon što su započeti pregovori o preuzimanju, od strane Ortis Commerca je izvršen due diligence aktualnog stanja u ciljnom poduzeću. Istodobno je od strane neovisnog pravnog ureda zatraženo da provjeri sve pravne aspekte tog poslovanja kako bi se izbjeglo opasnost od eventualnih sudskih sporova nastalih u poslovanju poduzeća prije preuzimanja.

Po preuzimanju, sjedište Bager Commerca je prebačeno u isti prostor u kojem je smješten i Ortis Commerce, a za direktoricu je postavljena šefica financijske službe Ortis Commerca. Kasnije je zbog velike potrebe zastupanja na sudu u poduzeću zaposlen i pravnik na pola

radnog vremena (drugu polovicu radnog vremena bio je zaposlen u Ortis Commerceu). Ortis Commerce i Bager Commerce su poduzeća koja u osnovnoj djelatnosti uvoze pa potom prodaju i iznajmljuju rabljene radne strojeve poput bagera, valjaka, buldožera i viličara. Klijenti su im pretežito mali privatni obrti koji obavljaju pomoćne građevinske radove neovisno ili u svojstvu kooperanata drugim većim poduzećima. Obzirom da su radni strojevi relativno gledano velike vrijednosti u odnosu na poduzeća ili obrte koji ih kupuju, te kupnje često predstavljaju visoki poduzetnički rizik za njihove vlasnike. Prodavači opreme im nude vlastite kreditne linije za realiziranje tih kupovina, ali obzirom na visok rizik neuspjeha, prodaju osiguravaju kolateralima i to najčešće fiducijarnim prijenosom vlasništva nad nekretninama. Zbog relativno čestih problema s naplatom kreditnih obroka, posljedičnih žalbi klijenata na kvalitetu kupljenih radnih strojeva poduzeća su često u pravnim sporovima sa svojim klijentima.

Bager Commerce i Ortis Commerce kao krovno poduzeće danas posluju kao jedan jedinstveni ekonomski sustav sa dvije pravne osobnosti. Dijele pretežito istu djelatnost, imaju isti prostor i zaposlenici Bager Commercea su istodobno i zaposlenici Ortisa pa se iz svega može zaključiti da je preuzimanje Bager Commercea provedeno sa svrhom zaštite posla od rizika poslovanja. Prvenstveno je riječ o omogućavanju relativno normalnog poslovanja jednog od poduzeća u slučaju da je drugo u tome onemogućeno uslijed neke od brojnih tužbi kojima su poduzeća zbog svoje prirode posla konstantno izložena. Proces donošenja odluka je u oba poduzeća u rukama jedne osobe: vlasnika Ortis Commercea (pa posljedično i Bager Commercea). Činjenica da Bager Commerce ima drugu direktoricu ne mijenja na stvari i ne dovodi do stvaranja agencijskog problema jer je njezina uloga pretežito formalne naravi dok je stvarna moć koncentrirana u rukama vlasnika.

Primjer Bager Commercea potvrđuje tezu<sup>263</sup> agencijske teorije da u malim sustavima u kojima postoji ograničenje broja nositelja rezidualnih vlasničkih prava, te nema odvajanja procesa donošenja odluke i kontrole odlučivanja, postoje snažni formalni i neformalni mehanizmi kojima se osigurava zaštita vlasništva za njegove rezidualne nosioce.

---

<sup>263</sup> O tome više cf. infra. 2.3.4. Agencijska teorija



## 6.4. R-PROJECT

R-Project d.o.o. je riječko poduzeće specijalizirano za projektiranje i inženjering u brodogradnji. Zapošljava 25 osoba od čega su gotovo svi visoko obrazovani, a među njima su s izuzetkom knjigovođe (diplomirani ekonomist) svi inženjerskih usmjerenja. Raspon poslova koje je prije preuzimanja obavljao R-Project se sastojao od širokog spektra projektantskih poslova od dijelova pa do cijelih brodova i to za razne vrste brodova od cargo carriera pa do cruisera. Obzirom na broj i strukturu djelatnika, R-Project ima plitku i relativno neformaliziranu organizacijsku strukturu u kojoj je do preuzimanja menadžer bio istodobno i jedini vlasnik poduzeća. S preuzimateljskim međunarodnim poduzećem IHC Merwede, R-Project je gajio desetogodišnju suradnju jer je projektiranje brodova jedan od glavnih poslova i tog poduzeća. Suradnja IHC Merwede-a i R-Projecta prije preuzimanja očitovala se u podugovaranju dijela projektantskih poslova R-Projectu. Zbog toga je IHC Merwede bio jedan od najvažnijih kupaca usluga R-Projecta no i R-Project je bio među najvažnijim dobavljačima IHC Merwede-a u svoj djelokrugu poslovnog djelovanja. Razmjerno gledajući, IHC Merwede je mnogostruko veće poduzeće koje u svom vlasništvu ima i neka brodogradilišta te je svojedobno bilo zainteresirano i za preuzimanje riječkog brodogradilišta 3. Maj.

Proces due diligencea je započeo nakon početnih razgovora o preuzimanju i trajao je 6 mjeseci no nije bio previše iscrpan. Naime, najveća vrijednost R-Projecta nije bila u materijalnim resursima poduzeća već u ljudskim, inženjerskim resursima i upravo su oni predstavljali motiv za akviziciju. Materijalna imovina je bila zanemarive vrijednosti, te je due diligence bio orijentiran na pravne aspekte poslovanja kako bi se umanjila opasnost nepredviđenih sporova zbog dotadašnjeg poslovanja koji bi se mogli otvoriti u budućnosti. Prije preuzimanja postignut je dogovor, na zahtjev kupca, da će zaposlenici R-Projecta i nakon preuzimanja nastaviti raditi u poduzeću. Značaj inženjerskih resursa za kupca ukazuje da je glavni inženjer R-Projecta nakon preuzimanja promaknut među glavne inženjere u IHC Merwede-u.

Po preuzimanju, u R-Projectu je došlo do značajnih promjena u financijskom i operativnom aspektu poslovanja. Ipak, značajno je za naglasiti da je operativno odlučivanje u velikoj mjeri ostavljeno R-Projectu te da se sam sustav rada nije mijenjao. Isto tako, R-Project i nakon preuzimanja i dalje potpuno slobodno nastupa na tržištu prema trećima uz uvjet da poslovi koji se dogovaraju za matično poduzeće moraju imati prioritet. Promjene su se očitovale kroz značajnu financijsku dokapitalizaciju R-projecta. Ista je poslužila za kupnju nove opreme, širenja poslovanja na još jedan kat poslovne zgrade u kojoj djeluje i formiranje sobe za sastanke. Među najznačajnije promjene ubraja se uvođenje potpuno novog informacijskog sustava u R-Project kompatibilnog onome matičnog poduzeća i umreženo s njime radi usporedivosti podataka i jednostavnijeg pregleda poslovanja.

U organizaciji posla uvedena je praksa odlaska inženjera iz R-Projecta na boravak u drugim ograncima IHC Merwede-a i to najčešće u Nizozemsku i Englesku gdje to poduzeće i ima većinu poslovanja. Takvi su postupci objašnjeni sa dvije skupine razloga. Kao prvo, povremena razmjena inženjera provodi se u smislu školovanja i dodatnog usavršavanja na raznim pozicijama u poduzeću. I nadalje, voditelje timova se tako upoznaje sa drugim voditeljima timova sa svrhom razmjene iskustava, ujednačavanja metoda rada te postizanje možebitnih sinergija u takovom djelovanju. Odlazak djelatnika R-Projecta u inozemstvo je povremen, ali po smjenama i to na način da je uvijek netko na razmjeni.

Dodatna promjena u poslovanju R-Projecta odnosi se na širenje djelatnosti sa dosadašnjih usluga projektiranja i inženjeringa u brodogradnji na projektiranje i ostalih sustava vezanih uz brodove poput marina, platformi i sličnoga.

Sa financijske strane, R-Project je preuzimanjem ostvario značajno povećanje financijske stabilnosti. Premda sami financijski rezultati ukazuju na sličnu poslovnu uspješnost kao i prije preuzimanja, u R-Projectu ističu kako je preuzimanje provedeno netom prije velike ekonomske krize i kako bi bez preuzimanja financijski rezultati bili znatno slabiji. Ovako je usprkos krizi u poduzeću ostvarena potpuna stabilnost, a obim posla je čak i povećan transferiranjem većeg broja poslova vlasnika prema njima.

Monitoring poslovanja R-Projecta provodi se uobičajenim financijskim izvještavanjem, ali i ne samo njime. Matično poduzeće u R-Project povremeno šalje financijske kontrole koje poput internih revizija unutar velikih poduzeća bez najava mogu provjeriti potrebne aspekte poslovanja preuzetog poduzeća. Osim toga, računalni server R-Projecta je pod izravnom kontrolom servera IHC Merwede-a te je pristup operativnim podacima principalu omogućen stalno i bez ikakvih ograničenja. Prema tome, postavljeni mehanizmi monitoringa značajno nadilaze čisto financijsko kontroliranje.

Ovo preuzimanje je u skladu s tezom transakcijske teorije da poduzeća posežu za čvršćim oblicima kontrole tek kod želje za kontrolom specifičnih resursa. U ovom slučaju, specifični resurs predstavljaju inženjerski kapaciteti preuzetog poduzeća. Zbog toga je prilikom preuzimanja posebna pažnja posvećenja očuvanju tog resursa u čemu se i uspjelo jer poduzeće nakon preuzimanja nije napustio nijedan zaposlenik. Osim toga u te je resurse značajno dodatno uloženo kroz poboljšavanje tehničkih uvjeta rada, no još više kroz kontinuirano usavršavanje i nadograđivanje putem odlazaka u ostale centre poduzeća. Potvrđena je i teza da bolja ex-ante procjena kod manjih poduzeća osigurava bolje spoznavanje kasnijih ex-post efekata. I ovdje je to ostvareno kroz višegodišnju poslovnu suradnju kroz podugovaranje te stoga i jasniju sliku o ključnim sposobnostima poduzeća.

Agencijska teorija upućuje na postojanje neposrednih i često neformalnih mehanizama monitoringa koji omogućavaju umanjivanje agencijskog problema u sustavima kod kojih je donošenje odluka i njihova kontrola u rukama istih agenata. Obzirom na prostornu udaljenost ovdje to očito nije u potpunosti zadovoljavalo principala jer su uvedeni mehanizmi monitoringa koji za sada pružaju zadovoljavajuće rezultate.

Osim već navedenog osiguravanja specifičnih resursa, ovim je preuzimanjem matično poduzeće osiguralo i izravnu prisutnost na mediteranskom tržištu za što smatraju da bi u budućnosti moglo polučiti i drugim koristima. Preuzeto je poduzeće pak osiguralo kontinuitet poslovanja i iznimnu financijsku stabilnost uz održavanje željene neovisnosti u donošenju operativnih odluka kao i poslovanja s klijentima koji nisu dio vlasničke mreže. Zbog toga se udruživanje od obiju uključenih strana smatra uspješnim.

## 6.5. NOVAMAX

Sljedeći primjer ne prikazuje klasično preuzimanje već spajanje dvaju malih poduzeća. Zanimljivo je jer pokazuje proces pregovaranja i načine dogovora oko zajedničkog poslovanja u budućnosti.

Poduzeće Novamax nastalo je spajanjem dvaju malih poduzeća i to poduzeća Riwela d.o.o. i V.B. d.o.o. iz Rijeke. Obje tvrtke se bave uvozom i trgovinom na veliko kozmetike, parfema i sitnica za kućanstvo, a Riwella je u dijelu svog poslovanja orijentirana i na trgovinu na malo. Svako od tih poduzeća je prije spajanja imala jednog vlasnika, koji je ujedno bio i direktor, a vlasnik Riwelle posjeduje još nekoliko malih poduzeća. Prije preuzimanja, poduzeća su ponekad međusobno surađivala, a u manjoj mjeri su bila i konkurencija jedno drugome. Naime, iako je bazično riječ o istoj djelatnosti, tvrtke nisu bile u potpunosti konkurentne jer su im se robni asortimani preklapali samo u malom dijelu pa motiv udruživanja nije bilo izravno tržišno povećavanje tržišnog udjela. Međutim, V.B. i Riwella su imale čak 70% zajedničkih kupaca i smatrala su da bi se u zajedničkom pristupu k njima moglo poboljšati ugovorne uvjete. Uz to, očekivali su znatne uštede u objedinjavanju skladišta, voznog parka, uvozne logistike, transporta i isporuke robe kupcima. Drugim riječima, uvidjeli su da postoji prostor za ostvarivanje efekata ekonomije raspona.<sup>264</sup>

Do prvih razgovora o spajanju je došlo krajem 2009. godine, a nakon ekstenzivnih priprema, ono je provedeno četiri mjeseca kasnije. Pritom je odlučeno da će se u poduzeće Novamax d.o.o. spojiti poduzeće V.B. i samo veleprodajni dio Rivelle, dok će Riwellina maloprodaja nastaviti poslovati zasebno u vlasništvu i pod vodstvom aktualnog vlasnika. Spajanje je ugovorno pripremio sin vlasnika Riwelle s menadžerskim iskustvom u drugim poduzećima, te budući direktor Novamaxa. Taj ugovor uključene strane smatraju ključnim za uspješno spajanje jer su u njemu objedinjeni vrijednosni aspekti spajanja, no i detaljno dogovoreno buduće postupanje. Po dijelovima, ugovor razmatra cjeline: vlasnički ulozi, kupci, dobavljači, financije te dio posvećen načinu rješavanja mogućih budućih poteškoća.

---

<sup>264</sup> Više o tome, cf. infra. Tehnološke teorije

Tijekom provođenja spajanja, umjesto klasičnog due diligenca, detaljno je popisivano što koja strana unosi u novo poduzeće te je tim resursima procjenjivana vrijednost. Pritom knjigovodstvena vrijednost nije bila od koristi jer je primjerice 10 godina stari skladišni viličar knjigovodstveno već godinama otpisan, ali ima stvarnu upotrebnu (pa i tržišnu) vrijednost koju je trebalo odrediti. Ista je stvar sa kompletnom skladišnom opremom, vozilima, informatičkom opremom i.t.d. Osim što je popisana u ugovor o spajanju, za materijalnu imovinu se dogovorio i način otpisivanja ili popravaka u slučaju kvara, kao i način postupanja u slučaju da je vrijednost krivo procijenjena. Potonje je konkretno dogovoreno tako da obje strane imaju pravo na pregledavanje opreme druge strane i raspravu o vrijednosti samo do potpisivanja ugovora. Nakon toga će se ta vrijednost uloga uzeti kao zadana neovisno okolnostima. Time je regulirana hipotetska situacija da se ranije spominjani viličar kardinalno pokvari nakon spajanja te na taj način utječe na realnu vrijednost uloga poduzeća kojemu je ranije pripadao. Ugovoreno je i eventualno postupanje s opremom koja nije ušla u zajedničko vlasništvo novog poduzeća, ali je naknadno zaključeno da je to bilo potrebno.

Ugovorom o spajanju navedeni su i glavni kupci i dobavljači spojenih poduzeća te očekivani prometi s istima. Nadalje, dogovoreni su i postupci ukoliko se nekog od tih kupaca izgubi. Odnosima s kupcima je u ugovoru, ali i kasnije u poslovanju Novamaxa posvećena posebna pažnja jer su u trgovini i veletrgovini poslovni odnosi ključni čimbenik uspjeha poslovanja. Dogovoreno je da će računovodstvene poslove za Novamax voditi tvrtka Riwella odnosno da će oni ostati u okviru njezinog maloprodajnog dijela koji nije bio dio vlasničkog spajanja.

U zadnjem dijelu ugovora, pokušalo se konkretno popisati sve potencijalne poslovne situacije u kojima se može naći poduzeće te načini postupanja u tim situacijama. Taj dio primjerice dogovara što ukoliko jedan od partnera želi izići iz društva, što ukoliko dođe do troškova na opremi koju ne koristi samo Nowamax nego i primjerice Riwella, što ukoliko jedan od partnera želi likvidaciju, a drugi se ne slaže i slično. Autor ugovora je bio svjestan nepredvidivosti svih mogućih situacija u kompleksnom sustavu poput poslovne organizacije, no svejedno je kroz mjesec priprema pokušao izolirati njihov što veći broj te na taj način minimizirati moguće kasnije sporove i potrebu za arbitražom.

Nakon provedenog formalnog spajanja, poduzeća su objedinila materijalne resurse te počeli nastupati kao jedno poduzeće. Uvedeni su tjedni sastanci vlasnika na kojima se detaljno raspravlja o aktualnim situacijama iz poslovanja i dogovara postupanje u pojedinim taktičkim odlukama. Posebno se to odnosi na postupanje prema kupcima. Naime, s velikim kupcima poput supermarketa potpisuju se ugovori o suradnji kojima se precizira uvjete plaćanja i same cijene robe. Potpisivanjima ugovora obično prethode osjetljivi pregovori. Na tjednim sastancima (ali i izvan njih, kad god je to potrebno) se dogovara način pristupa u pojedinim pregovorima s kupcem, minimalne prihvatljive uvjete te osobu iz poduzeća koja je s tim poduzećem u najbližim odnosima te ima najveće šanse realizirati posao.

U operativnom poslovanju je objedinjavanjem skladišta došlo do otpuštanja četvero radnika. Prethodno odvojeni kapaciteti, posebno transportni, koriste se na način da u što većem mjeri pokriju novi združeni asortiman. Direktor novog poduzeća je sin vlasnika Riwelle pa stoga sadašnjeg suvlasnika Novamaxa. Međutim, kako je i ranije bilo riječ o obiteljski vođenim poduzećima, međusobnom se koordinacijom raspoređuje i poslove i zaduženja na način koji se smatra optimalnim.

U vrijeme provođenja ovog istraživanja, dakle pola godina nakon dovršetka formalnog spajanja, vlasnici smatraju spajanje uspješnim. U skladu s očekivanjima, ostvarene su znatne operativne uštede stapanjem poslovanja i izbjegavanjem dupliranja poslova i zajedničkim transportom i logistikom. Osim toga, u budućnosti se očekuju i koristi od udruživanja snaga u razvoju odnosa s kupcima.

Ovaj primjer spajanja potvrđuje tezu tehnološke teorije o ostvarivanju sinergija o distribuciji. Isto tako, u skladu je s argumentima transakcijske o prostornoj specifičnosti, kao i o značaju snažnije zaštite specifičnih resursa koje u ovoj djelatnosti čine razvijani odnosi s kupcima.

Novamax potvrđuje i argumentaciju agencijske teorije i teorije rezidualnih prava o tome da u sustavima kod kojih nije racionalno odvojiti proces donošenja odluka od procesa kontrole odlučivanja postoji niz formalnih i neformalnih načina osiguravanja principala. U konkretnom slučaju su formalni mehanizmi regulirani dobro odrađenim ex-ante

pregovaranjem i solidno sveobuhvatnim ugovorom. Neformalni mehanizmi iskazuju se kroz suradnju suvlasnika i dogovaranje oko svih detalja koji se ugovorom nisu mogli predvidjeti.

## **6.6. MASLENICA**

Sudjelovanje poduzeća Maslenica u dubinskom intervjuu je posebno zbog toga što ono ne pripada Primorsko-goranskoj županiji pa stoga nije sudjelovalo u anketnom dijelu upitnika jer nije moglo biti dio uzorka. Međutim, uslijed spremnosti menadžmenta na sudjelovanje u istraživanju, kao i zanimljive specifičnosti vezane uz ovo preuzimanje ipak je uvršteno među intervjuirana poduzeća.

Iako je Rabac dioničko društvo, ova je akvizicija imala obilježja slična onima malih poduzeća, a ne klasičnim burzovnim investicijama. Naime dio Rapca koji je preuzet nije bio pravno niti ekonomski samostalan privredni subjekt i nije čak imao ni status divizije ili strateške poslovne jedinice. Rabac je do tada pod svojom upravom imao sve hotele u tom turističkom gradiću i većini njih je bilo potrebno ekstenzivno obnavljanje. Kao razlog tome navodi se korištenje dijela hotelskih kapaciteta za višegodišnje zbrinjavanje prognanika tijekom i nakon Domovinskog rata. Osim toga, iako Istarska županije nije bila izravno pogođena ratom, turistička aktivnost je tijekom dijela 90-ih bila niska. S motivom osiguravanja sredstava za investicijsku djelatnost u renoviranju hotelskih kapaciteta i dizanje kategorije u hotelima u kojima je to bilo moguće, Rabac je početkom ovog desetljeća odlučio prodati tri spojena hotela: Mimosu, Narcis i Hederu te obližnji autokamp koji su se nalazili na samom početku Rapca, donekle fizički odvojeno od ostalih hotelskih kapaciteta.

Poduzeće Maslenica d.o.o. u vlasništvu talijanskog investitora je stvoreno s ciljem obavljanja turističke djelatnosti. Kreirano je kao pravna osnova za akviziciju navedenih kapaciteta Rapca d.d. Vlasnik Maslenice je investitor i hotelijer koji u svome vlasništvu, što sam što u partnerstvu ima već 6 hotela u Italiji. Nije imao ranijih poslovnih odnosa s poduzećem Rabac nit je bio detaljno upoznat s njegovim specifičnostima. Međutim, u

jednom od njegovih hotela u Italiji je od 1991.-2001. radio menadžer s prijašnjim višegodišnjim radnim iskustvom u Rapcu. Tijekom međusobnih razgovora, taj mu je menadžer predložio razmatranje kupnje hotelskog kapaciteta u Rapcu te mu obrazložio povoljnost takve odluke.

Pri provođenju due diligencea je ekonomsku stranu dotadašnjeg poslovanja tih hotela provjeravao menadžer koji je kupca i savjetovao za kupnju te koji je nakon kupnje preuzeo upravljanje poduzećem. Osim njega, angažirana je i pravnička služba za osiguravanje od skrivenih pravnih problema s vlasništvom i odnosima prema stakeholderima. Nakon provedenog due diligencea u samom procesu pregovaranja, koje je vođeno s upravom Rapca, dogovoreno je zadržavanje dotadašnjih zaposlenika preuzetih kapaciteta, odnosno njihov prelazak u Maslenicu uz ostanak na svom radnom mjestu.

Nakon preuzimanja je došlo do značajnih promjena u radu hotela i autokampa pod novim vlasništvom. Odmah prve zime se pristupilo potrebnoj sitnijoj obnovi kapaciteta koja je obuhvaćala radove poput primjerice ličenja zidova, postavljanja keramičkih pločica i popravka električnih i vodovodnih instalacija. Ono što je bilo specifično je da su u svim tim radovima aktivno sudjelovali zaposlenici hotela iako nije bila riječ o zaposlenicima održavanja već o prvenstveno konobarima, kuharima i recepcionerima te ostalih hotelskim zaposlenicima. Vanjska pomoć specijaliziranih poduzeća je bila tražena samo za poslove koje zaposlenici nisu mogli sami odraditi. Princip zimskog korištenja zaposlenika na poslovima obnove i održavanja predstavljao je samo jedan od detalja kompletne promjene načina rada i organizacijske klime u poduzeću. U dogovoru sa vlasnikom, menadžer je u poslovanje uveo prokušane metode i know-how iz drugih hotela istog vlasnika. Međutim, za zaposlenike je to predstavljalo priličan šok i došlo je do pojave mnogih otpora promjenama. Neke od posljedica bile su odlasci i otpuštanja nekih zaposlenika te pojačano sindikalno djelovanje i povremeni sukobi i pregovori na relaciji menadžment – sindikat. Od organizacijskih efekata primjetno je kako je ovaj model omogućio cjelogodišnje zapošljavanje svih stalnih zaposlenika poduzeća za razliku od ranijeg modela po kojem je izvan sezone hotelsko osoblje bilo uglavnom slobodno od odlazaka na posao, ali i s primanjima smanjenima do minimuma.



Konstantna ulaganja krajem svake zime rezultiraju poboljšanjem ukupne ponude kompleksa. Naime, hoteli su spojeni, a u njihovoj neposrednoj blizini je autokamp te naravno plaža, odnosno prilaz moru. Ideja novog vlasnika je u toj relativno zaokruženoj cjelini ponuditi što više sadržaja da se pristigle goste u što većoj mjeri privoli na ostanak unutar kompleksa, odnosno da se minimizira opasnost od oportunitetnih troškova, odnosno izgubljenih prihoda za dijelove turističke ponude koju gosti realiziraju drugdje. Tako je tijekom godina ponuda kompleksa obogaćena primjerice otvorenim restoranom na plaži, iznajmljivanjem plovila i bicikala, gradnja zabavnih sadržaja za djecu, osiguravanja večernjih i noćnih zabavnih sadržaja za odrasle, organiziranja izleta i slično. U skoroj budućnosti je planirana i gradnja male marine za prihvat jahti.

Maslenica je društvo ograničene odgovornosti i nema nadzorni odbor te je kao i kod ostalih detaljnije izučavanih poduzeća identitet agenta koji donosi odluke formalno neodvojen od procesa kontrole tog odlučivanja, što agencijska teorija i napominje kao specifičnost nekompleksnih sustava. Ipak, vlasnik je za potrebe monitoringa postavio čitav niz instrumenata. Pritom je važno za naglasiti da menadžer Maslenice ima slobodu u operativnom odlučivanju te je potpuno samostalan u svakodnevnom vođenju poduzeća, a vlasnik uglavnom aktivno sudjeluje prvenstveno u donošenju investicijskih i strateških odluka. Međutim, iako se ne miješa u operativno odlučivanje, vrši kontinuirani nadzor nad njime. Menadžment tako sastavlja i potom dostavlja vlasniku dnevna izvješća o financijskim s naglaskom na cash-flow, odnosno novčane primitke i izdatke poduzeća. Osim dnevnih izvješća, svakodnevna je i telefonska komunikacija menadžera i vlasnika pri kojoj se vlasnika upućuje u aktualna događanja u poduzeću. Na mjesečnoj bazi, za vlasnika se sastavljaju bilanca i račun dobiti i gubitka. Zadnji vid provođenja monitoringa se očituje kroz česte osobne dolaske vlasnika Maslenice u Rabac. Sustav interne revizije ili neki drugi sličan način kontrole agenta za sada nisu postavljeni te se vlasnik izabire više oslanjati na neformalne instrumente, odnosno na osobni snažni odnos s menadžerom poduzeća pri kojem vlasnik, naravno, ima mogućnost da usmjeri ponašanje menadžera u željenom smjeru u bilo kojoj situaciji.

Ukoliko se sagleda oblike specifičnosti resursa prema transakcijskoj teoriji, u turističkoj djelatnosti pa tako i u slučaju poduzeća Maslenica je naglasak na prostornoj specifičnosti.

Ta prostorna specifičnost je bila i glavni razlog preuzimanja u ovom slučaju. Njeno daljnje razvijanje je omogućilo vidan i značajan razvoj poduzeća i njegove ponude. S financijske strane je također došlo do željenih efekata pa je i u prošlim kriznim sezonama popunjenost gostiju bila zadovoljavajuća, a cjelovitost ponude je omogućila veću profitabilnost projekta od uobičajene za većinu hrvatskih hotelskih kapaciteta. Agencijski pogled ukazuje na postavljanje čovjeka od povjerenja na vođenje projekta te davanje širokih ovlasti tom zaposleniku i tijekom pripreme preuzimanja i tijekom kasnijeg redovnog poslovanja. Ipak, primjetni su i vrlo strogi elementi monitoringa koji se, kao što je i uobičajeno u nekompleksnim sustavima postavljaju kombinacijom formalnih i neformalnih mogućnosti osiguravanje ostvarenja ciljeva vlasnika.

## **6.7. ZAKLJUČCI TEMELJEM PROVEDENOG DUBINSKOG ISTRAŽIVANJA**

Provedeno dubinsko istraživanje je omogućilo kvalitetnije sagledavanje i razumijevanje integracijskih procesa uključenih poduzeća. Iako na zahtjev intervjuiranih menadžera nisu objavljivane financijske posljedice integracijskih procesa jer one spadaju u domenu poslovne tajne, omogućeno je kvalitativno ocjenjivanje različitih aspekata povezivanja.

U svim istraživanim slučajevima, integracije su smatrane uspješnima i štoviše od strane intervjuiranih predstavnika i nadalje, smatra se da su zadovoljile osnovnu svrhu njihova provođenja. Istraživanje je pokazalo da uspješnost integracije ne mora imati vidljivu izravnu refleksiju na poslovni uspjeh uključenih poduzeća. Time je djelomično moguće relativizirati i uobičajeno stajalište o velikom postotku neuspješnih vlasničkih integracija, kao i objasniti činjenicu da velik broj poduzeća stupa u vlasničke integracije usprkos poznatim čestim neuspjesima. Naime, moguće je da dio integracija usprkos neuspješnosti da financijski iskaže pozitivan utjecaj na povećanje vrijednosti poduzeća, a možda čak i na operativnu efikasnost, zapravo ostvaruje strateške ciljeve zbog kojih je i provođena. Primjer tome mogu poslužiti česta posezanja za vlasničkom kontrolom procesa koja su

ranije bili efikasno provođeni uz pomoć nekog od vidova nevlasničkog povezivanja poput strateških partnerstava.

Primjer preuzimanja R-Projecta jedan je od takvih slučajeva. Preuzimanje tog poduzeća od strane njihovog dugogodišnjeg strateškog partnera i najvećeg korisnika njihovih usluga sa financijske strane preuzimatelja možda i nema očite prednosti. R-Project je već ranije bio usko povezan s IHC Merwede-om pa je za očekivati da se većina dostupnih sinergijskih efekata mogla ostvariti kroz to partnerstvo. Prilagodbe informacijske osnovice i ulaganje u materijalne resurse potrebne R-Projectu za efikasnije poslovanje moglo je primjerice biti realizirano kupnjom imovine od strane IHC Merwede-a te potom stavljanje iste na raspolaganje R-Projectu uz odgovarajući ugovor o najmu ili čak besplatnom ograničenom ustupanju. U građevinskom sektoru koje obiluje ugovorima o kooperaciji je takovo postupanje uobičajeno. Poduzeća tako često zapošljavaju samo nužan minimalan broj zaposlenika, a u većini poslova po stalnoj osnovi koriste radnike udružene u mala kooperantska poduzeća. Kooperanti tijekom izvođenja poslova za građevinsko poduzeće imaju na raspolaganju svu njegovu opremu poput zaposlenika poduzeća. Građevinari dobivaju fleksibilnost u ugovorima s radnom snagom koju zapošljavaju pa zatim i plaćaju prema potrebi, a kooperanti imaju stalni angažman, ali i mogućnost da izvan tog angažmana prihvaćaju i druge nevezane poslove najčešće jednokratnog tipa. Međutim, iako je odnos IHC Merwede-a i R-Projecta u svojoj osnovi nalikovao na opisani primjer iz građevinskog sektora, IHC Merwede je svejedno odlučio osnažiti utjecaj u R-Projectu vlasničkim povezivanjem. U ovom slučaju, iza tog povezivanja je bila želja za dugoročnim osiguravanjem ključnih inženjerskih resursa. Iako je R-Project i dalje stimuliran za korištenje svojih kapaciteta i za suradnju s drugim klijentima, u slučaju strateške potrebe, IHC Merwede bi mogao utjecati na usmjeravanje poslovanja u željenom smjeru pa čak i zaustavljanje suradnje s nekim klijentima ukoliko bi to bilo potrebno. I ne manje bitno, IHC Merwede je preuzimanjem R-Projecta ostvario svoju težnju za izravnim prisustvom svojeg poduzeća na Mediteranskom tržištu. R-Project je pak, uz zadržanu željenu mogućnost operativnog odlučivanja i samostalnosti ovom integracijom osigurao i financijsku stabilnost inače nedostižnu poduzeću te veličine, te snažnu povezanost s glavnim klijentom i relativno siguran izvor poslova u budućnosti.

Slične strateške motive može se prepoznati i u preuzimanju Vodateha. Odnos je u ovom primjeru obrnut te je preuzimanje Vodateha za preuzimatelja predstavljalo ovladavanje dijelom distribucije svojih proizvoda na jednom geografskom području. I u ovom slučaju je višegodišnji poslovni odnos tu distribuciju realizirao kroz oblik strateškog partnerstva pri čemu je Vodateh gotovo sve svoje poslovanje usmjerio na CWG-ove proizvode i nije bilo jednostavne financijske računice da se taj odnos promijeni. Posebno je to izraženo kroz činjenicu da je CWG i od prije imao hrvatsko predstavništvo koje je osim distributerima svoje proizvode nudilo i krajnjim kupcima. Razloge koji su CWG motivirali da ipak pristupi integraciji može se naći u posebnim znanjima nužnima za prodaju nestandardne opreme za omekšavanje vode koju CWG proizvodi. Vodatehova uspješnost u realizaciji prodaje tih proizvoda usprkos nekoliko konkurentskih poduzeća s različitim, ali i istim proizvodima predstavljala je CWG specifičan resurs kojeg je bilo lakše preuzeti nego razviti otvaranjem nove poslovnice. Osim toga, preuzimanjem je uklonjena opasnost od prelaska Vodateha na istovjetne konkurentske proizvode u slučaju promjene poslovnih okolnosti. U Vodatehu je pak gubitak samostalnosti nadomješten povećanjem financijske moći bez koje, prema njihovim riječima, aktualna ekonomska kriza vjerojatno ne bi mogla biti prevladana.

Preuzimanje hotela od strane poduzeća Rabac te formiranje hotelskog poduzeća Maslenica predstavlja relativno uobičajeni način širenja poslovanja uz pomoć akvizicija. Posebnost ovog preuzimanja očituje se kroz vrlo dobru informiranost kupca o raspoloživim resursima mete što je bilo omogućeno sudjelovanjem menadžera prethodno zaposlenog u poduzeću Rabac. Time je indirektno postignut sličan oblik izbjegavanja ili barem umanjivanja neizvjesnosti pri preuzimanju poduzeća u pogledu pravilnog sagledavanja stanja u meti i pogodnosti za ostvarivanje željenih ciljeva kao što se u većini drugih preuzimanja kod malih poduzeća postiže prethodno razvijenim odnosima. U ovom slučaju ranije razvijenih odnosa nije bilo, ali za razliku od čestog slučaja pri preuzimanju na kapitalnim tržištima, due diligence nije bio osnova nego nadopuna informacija o meti. Kod hotelskih poduzeća na turistički atraktivnim lokacijama upravo te lokacije predstavljaju specifičan fizički resurs te ograničenost mogućnosti za organski rast čini vlasničke integracije često jedinim modalitetom ulaska na tržište. Tako je i u ovom slučaju ulazak investitora na atraktivnu turističku lokaciju u Istri bio mnogo lakši akvizicijom nego kompliciranim i skupim

organiziranjem građenja novih kapaciteta. Sudjelovanje menadžera s prvotnim radnim iskustvom u ciljanom poduzeću je umanjilo opasnost od pogrešaka u procjeni investicije te omogućilo uspješnost provedene integracije.

Spajanje dvaju veleprodajnih poduzeća sa sličnim, ali tek u maloj mjeri konkurentnim prodajnim programom u novo poduzeće Novamax je vrlo dobar primjer osiguravanja sinergija uz pomoć ekonomije raspona. Značajne uštede ostvarene u operativnom poslovanju već u prvim mjesecima nakon spajanja rezultat su konsolidacije poslovanja i to prvenstveno u skladištenju i transportu, ali i u objedinjavanju carinskih procesa i distribucijske logistike. Drugi razlog uspješnosti ove integracije objašnjiv je činjenicom da su spojena poduzeća imale većinu istih kupaca. Kako je riječ o mahom nesrazmjerno snažnijim poslovnim partnerima u vidu velikih trgovačkih lanaca, ovim je spajanjem u nekoj mjeri osnažena pregovaračka pozicija poduzeća. Osim toga, skupe i komplicirane pregovaračke procese s glavnim kupcima se također objedinilo i time učinilo ekonomičnijima. Prema tome, spajanje koje je rezultiralo nastankom Novamaxa ima vidljive pozitivne sinergijske ali i strateške efekte.

Spekulativno preuzimanje Bager commercea od strane Ortis commercea nije bilo motivirano željom za ostvarivanjem ikakvih sinergijskih efekata. Osnovna mu je svrha bila mogućnost disperzije rizika i prostor za nastavak poslovanja s jednim poduzećem ukoliko se drugo nađe u sudski problematičnoj situaciji. Razlozi takvih bojazni leže u prirodi i načinu obavljanja posla u Ortis Commerceu koje često rezultira pravnim sukobima sa svojim strankama. Imajući to u vidu, Bager Commerce je virtualno poduzeće formalne samostalnosti, ali operativne i strateške potpune stopljenosti s Ortis Commerceom i kao takvo za sada uspješno izvršava svoju zamišljenu svrhu.

Provedeno dubinsko istraživanje je ukazalo na aspekte procesa vlasničkih integracija koji su kod svih, a posebno kod malih poduzeća u privatnom vlasništvu, nevidljivi izvana. Time je nadopunilo rezultate anketnog istraživanja koje je pokazalo da sudionici većinu vlasničkih integracija smatraju pozitivnima i objasnilo neke od mogućih gledišta za takve ocjene.

## 7. PRIKAZ REZULTATA ISTRAŽIVANJA

Istraživanje uspješnosti vlasničkih integracija u kojima sudjeluju mala poduzeća provedeno je analizom kvalitativnih pokazatelja dobivenih anketnim ispitivanjem uzorka poduzeća i potom dubinskim istraživanjem izabranih među njima. Pogled na brojna empirijska istraživanja ukazuju na česte neuspjehe procesa vlasničkih integracija poduzeća. Međutim većina empirijskih istraživanja je fokusirana na analizu povećanja vrijednosti poduzeća za vlasnika<sup>265</sup> odnosno promjene vrijednosti udjela poduzeća na tržištima kapitala te u manjoj mjeri na analizu promjena u operativnoj efikasnosti<sup>266</sup> poduzeća prije i nakon vlasničke integracije. Istraživanje operativne efikasnosti provedeno nad preuzetim javnim dioničkim društvima u Republici Hrvatskoj<sup>267</sup> je pokazalo da su poduzeća u uzorku ostvarila pozitivne efekte od udruživanja u mnogim promatranim pokazateljima poslovanja, no i da je promjena financijskog rezultata samo djelomično objašnjiva.

Zajedničko većini istraživanja je da se baziraju na javno dostupnim podacima s tržišta kapitala i/ili javno dostupnim financijskim izvješćima poduzeća. Moguće je da zbog fokusiranja na takve, javno dostupne podatke, većina istraživanja uspijeva ocijeniti uspješnost integracija poduzeća u uzorku, ali u mnogo manjoj mjeri izolirati čimbenike uspješnosti. Valja naglasiti da je u nekim empirijskim istraživanjima zabilježena razlika u uspješnosti vlasničkih integracija u slučajevima kad je meta javno dioničko poduzeće i onih kod kojih je preuzimano privatno poduzeće ili subsidijar.<sup>268 269 270</sup> Pritom su poduzeća koja su preuzimala privatna poduzeća ili subsidijare ostvarivala veće povećanje

---

<sup>265</sup> O tome više, cf. infra 3.1.

<sup>266</sup> O tome više, cf. infra 3.2.

<sup>267</sup> O tome više, cf. infra 3.4.

<sup>268</sup> Fuller, K., Netter, J. i Stegemoller, M.: *What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions*, op.cit.

<sup>269</sup> Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. i Stulz, R.M.: *Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?*, op.cit.

<sup>270</sup> Antoniou, A., Petmezas, D. i Zhao, H.: *Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions*, op.cit.

vrijednosti za vlasnika od ostalih. Obzirom da je ovo istraživanje provedeno nad integracijama isključivo poduzeća koja ne sudjeluju na tržištima kapitala i koja se prema razini kompleksnosti može smatrati malim poduzećima, ocjena njihove uspješnosti mogla bi pomoći objasniti i razlike u uspješnosti ovisno o organizacijskom i pravnom ustroju mete na koju ukazuju navedena ranija istraživanja.

Vlasničke integracije malih poduzeća su u empirijskoj literaturi uglavnom zanemarene. Jedan od glavnih razloga tog zanemarivanja leži u teškoćama prikupljanja podataka obzirom da nisu izlistana na burzama pa podaci o tržišnoj vrijednosti poduzeća ne postoje, a jednako tako nisu dostupna njihova financijska izvješća. Zbog toga je nad njima teško provesti istraživanje operativne efikasnosti, a nije moguće provesti uobičajenu analizu promjene vrijednosti poduzeća. Obzirom na nemogućnost pristupa financijskih podacima malih poduzeća, ali obzirom i na činjenicu da analiza financijskih informacija ne uspijeva u dovoljnoj mjeri objasniti čimbenike uspjeha, ovo je istraživanje usmjereno na kvalitativnih analizu pomoću ankete učesnika integracija te potom i dubinsku analizu izabranih slučajeva.

## **7.1. USPJEŠNOST POSLOVNE PRILAGODBE INTEGRIRANIH POSLOVNIH SUSTAVA**

Provedeno anketno istraživanje je ukazalo na pretežito pozitivno ocjenjivanje većine ispitanika o većini organizacijskih i poslovnih posljedica provedenog vlasničkog integriranja. U nastavku će se pokušati objasniti razloge relativne uspješnosti integracijskih procesa kod poduzeća koja su činile ispitivani uzorak i razloge nesklada s rezultatima empirijskih istraživanja koji ukazuju na uobičajeno visoki stupanj neuspjeha. Većina mogućih razlika u uspješnosti integracija je objašnjiva značajnim razlikama između velikih, na burzi izlistanih poduzeća i privatnih poduzeća s nižim stupnjem složenosti. U pregledu empirijskih istraživanja navedeni su i najčešće navođeni razlozi

neuspjeha<sup>271</sup> vlasničkih integracija. Te je razloge neuspjeha moguće grupirati u dvije osnovne skupine:

- razloge neuspjeha koji prethode stupanju u vlasničku integraciju (ex-ante razlozi)
- razloge neuspjeha nastali nakon provođenja integracije (ex-post razlozi).

U ex-ante razloge se može ubrojiti precjenjivanje sinergija, preplaćivanje mete, forma plaćanja, prevelika meta, neadekvatan due diligence i loša procjena tehnologije. Ex post razloge čine spora i općenito neuspješna integracija, loša strategija, loša post-integracijska komunikacija i konfliktne organizacijske strukture. Slabosti u core businessu su zacijelo značajan uzrok neuspjeha vlasničkih integracija, a i problema u poslovanju općenito, no obzirom da nije nužno vezan uz proces integriranja, biti će promatran neovisno.

Za razliku od velikih poduzeća, integracije malih poduzeća se pretežito vrše s poduzećima koje se od ranije dobro poznaju. To može uključivati od ranije razvijene odnose u svojstvu dobavljača ili kupca, odnosno u suradnjom intenzivnijim slučajevima, neku vrstu kooperacije ili strateškog partnerstva, a česti su i slučajevi integracije među konkurentima. Anketno istraživanje je pokazalo da je preko 70% poduzeća u uzorku prije integracije imalo razvijene poslovne odnose, a sličan postotak anketiranih smatra i da su dobro poznavali uspješnost poslovanja drugog poduzeća. Još značajniji je udio od gotovo 90% poduzeća koja smatraju da su detaljno i otvoreno ocijenila kompatibilnost poslovanja. Iako je neupitno da između bilo koja dva odvojena sustava pa i između kompleksnih sustava kao što su to organizacije zacijelo postoji asimetrija informacija o drugom sustavu, za očekivati je da navedeni uvjeti tu asimetriju informacija značajno umanjuju. Dodatno je to naglašeno znatno manjom razinom formalizacije koja se javlja u manjim sustavima, od one koja obilježava velike. Osim manje formalnih struktura unutar poduzeća, manje su formalne i komunikacije s poslovnim partnerima i ostalim poduzećima u okruženju. Ne manje bitan čimbenik niže asimetrije informacija kod malih poduzeća čini i njihova

---

<sup>271</sup> O tome više, cf. infra 3.3.



ukupno manja kompleksnost uslijed koje je i olakšano spoznavanje osnove većine aspekta poslovanja poduzeća.

Navedeni uvjeti pružaju znatno veće mogućnosti za pravilniju ex-ante analizu koja prethodi integraciji pa stoga i manje opasnosti od pogrešne procjene. Dok je jedan od čestih problema u integraciji precjenjivanje sinergija i loša procjena tehnologije, kod nekompleksnih sustava se one mogu značajno jednostavnije i točnije pretpostaviti. Posebno se to odnosi na više stupnjeve integriranja, odnosno integriranje operativnog poslovanja uslijed kojeg su potencijalne troškove uštede najveće, ali je i najčešći njihov djelomični izostanak u slučaju pogrešne procjene kompatibilnosti. Analiza kompatibilnosti u objedinjavanju dva manja proizvodna pogona, trgovine ili transportno-logističkih sustava je značajno lakša nego pri sličnom poslu u kojem se uspoređuju kompletni tvornički kapaciteti, maloprodajni lanci i slično. Osim same kompleksnosti sustava, lakšu analizu često olakšava mala fizička udaljenost između poduzeća koja se udružuju, odnosno često udruživanja poduzeća s ciljem ostvarivanjem koristi od prostorne specifičnosti.

Kao jedan od najznačajnijih problema pri vlasničkom integriranju često se navodi preplaćivanje mete. Dio tog problema leži u već objašnjenim poteškoćama s procjenom budućih sinergijskih efekata, no do preplaćivanja dolazi i iz drugih razloga. Kod preuzimanja poduzeća čijim se udjelima trguje na burzama vrijednosnica, uobičajeno dolazi do snažnog rasta cijene udjela kada se obznani namjera o preuzimanju. Ukoliko većinski vlasnički paket nije moguće preuzeti u bloku od jednog prodavača, već se pristupa kupovini manjih udjela, cijena će naglo rasti s početkom većeg obima kupovine. Osim uobičajenog odnosa ponude i potražnje, na visinu cijene udjela presudno utječe spekulativno očekivanje dotadašnjih vlasnika o maksimalnoj razini koju je potencijalni preuzimatelj spreman platiti. Nadalje, zakonodavstva većine država pa tako i Hrvatske propisuje obvezu objavljivanja javne ponude za preuzimanje nakon što udio pojedinog vlasnika prijeđe određeni postotni udio.<sup>272</sup> Pritom ponudena cijena ne smije biti niža od najviše cijene po kojoj je kupovao udjele tog poduzeća u posljednjih godinu dana. Empirijska istraživanja pokazuju da vrijednost ciljanog poduzeća u danima oko objave

---

<sup>272</sup> Narodne novine 109/2007, Narodne novine 136/2006 i Narodne novine 84/2002

prosječno raste u rasponu od 18 pa do 45%. To znači da će čak i u slučaju da je tržišna cijena pravilno oslikavala stvarnu vrijednost poduzeća (odnosno da poduzeće nije bilo podcijenjeno), konačna cijena za preuzimatelja biti značajno viša. Pri preuzimanju poduzeća čiji udjeli se ne kupuju na tržištima kapitala, a među koja spadaju i mala poduzeća, ovi problemi se ne javljaju ili se javljaju u znatno manjem obimu. Nekoliko je razloga tome. Kao prvo, kupnja udjela se dogovara i realizira izravno s vlasnikom/vlasnicima poduzeća. Kod malih poduzeća, najčešće je istodobno riječ i o menadžeru jer je odvajanje vlasništva od upravljanja kod takvih poduzeća relativno rijetko. Bez posredovanja burze i u izravnom pregovaranju, ne javlja se problem rasta cijene s povećanjem udjela novog kupca. Štoviše, preuzimanje udjela se nakon dogovora provodi odjednom po dogovorenoj cijeni. Uz to se ni navedene zakonske procedure ne odnose na preuzimanja udjela neizlistanih poduzeća pa se ona dogovaraju bilateralno, bez nadzora tržišnih regulatora. Naravno, moguća je i situacija većeg broja vlasnika od koji su neki nesporni za prodaju pa kupac pregovara sa svakim zasebno te tako cijena krajnjeg preuzimanja može značajno rasti. Ipak, u izravnim pregovorima su takve situacije relativno rijetke te kupac koji želi preuzeti kontrolni paket vjerojatno neće preuzimati dijelove tog paketa ne znajući hoće li ostali vlasnici biti spremni na prodaju svojih udjela. Problem je tim manji što mala poduzeća najčešće imaju samo jednog ili nekolicinu vlasništva i ono je iznimno rijetko razmrvljeno na velik broj malih vlasnika udjela. Opasnost od preplaćivanja mete je osim izravnim pregovorima o cijeni i lakšim procjenama sinergija dodatno umanjena i čestim dobrim poznavanjem poslovanja ciljnog poduzeća što olakšava i procjenu njegove vrijednosti.

Uslijed manje kompleksnosti sustava i najčešće dobrog poznavanja poslovanja poduzeća s kojim se razmatra integracija, provođenje due diligencea je značajno jednostavnije. Tome pridonosi i manja razina formalizacije u malim poduzećima zbog koje je nakon početka pregovora o preuzimanju, dostupnost željenim informacijama znatno olakšana. Potencijalnu otegotnu okolnost u slučaju integracije u kojoj su obje strane mala poduzeća može predstavljati nedostatak stručnih znanja potrebnih za kvalitetno provođenje due diligencea. Manja kompleksnost malih poduzeća to značajno olakšava i pojednostavljuje, a prethodno poznavanje pruža dobru polaznu osnovicu, međutim valja naglasiti kako je upravo izostanak iskustva i stručnosti u due diligencea potencijalno problematični

čimbenik integracije dvaju malih poduzeća. U slučajevima kad je kupac veće poduzeće, opasnost od sličnog problema je niža jer će osim značajnijih raspoloživih ljudskih resursa unutar poduzeća ono imati potrebne resurse i za angažiranje vanjske pomoći ukoliko ista bude smatrana potrebnom.

Navedeni čimbenici u značajnoj mjeri umanjuju opasnost od ex-ante pogrešaka i čine mogućnost ostvarenja uspjeha u vlasničkom integriranju poduzeća izglednijom. Jedan od razloga tome je što uspješno provedena ex-ante analiza umanjuje opasnost od nepredviđenih ex-post poteškoća nakon što je integracija provedena. Dodatni značajni faktor minimiziranja ex-post poteškoća leži u obilježjima upravljanja malim nekompleksnim poslovnim sustavima, što i umanjuje opasnost od značajnijeg utjecaja najčešće spominjanih ex-post razloga neuspjeha.

Kao često spominjani razlog neuspjeha spajanja i pripajanja navodi se neuspjeh u koordinaciji i integraciji novonastalog poslovnog sustava. O uspjehu koordinacije i integracije ovisiti će realizacija potencijalnih sinergijskih, ali i tržišnih odnosno strateških prednosti koje se željelo postići integracijskim procesom. Često naglašavani problem je spora integracija novonastalog sustava uslijed koje se produbljuje neizvjesnost zaposlenika, ali i ostalih stakeholdera poput kupaca, dobavljača i kooperanata, a daje se i više vremena konkurenciji za adaptaciju na novonastale okolnosti. U samom integriranju se unutar poduzeća može razlikovati tehničko integriranje i integriranje ljudskih resursa. Tehničko integriranje obuhvaća objedinjavanje materijalnih i financijskih resursa i njihovu realokaciju unutar poduzeća kako bi bili upotrebljavani što efikasnije. Pritom se objedinjavanju pojedine službe u poduzeću poput računovodstva i financija, a ukoliko je riječ o integraciji višeg tipa, vjerojatna je i integracija nabave, skladišta, transportne logistike, proizvodnje i prodaje. Posebne teškoće pritom stvara integracija informacijskog sustava. Udružena poduzeća u radu često koriste različite aplikacije, imaju različite stupnjeve informatizacije i različitu razinu znanja osoblja koje upravlja tim aplikacijama. Nakon objedinjavanja informacijskog sustava može se pristupiti konsolidaciji financijskih poslova u poduzeću, računovodstva i rada ostalih službi. Kod službi i općenito dijelova poslovanja koji se neće spajati, potrebno je uskladiti barem one dijelove koji su nužni za buduće objedinjeno upravljanje.

Drugi ključni dio procesa integriranja unutar poduzeća leži u integriranju ljudskih resursa. Obzirom na objedinjavanje dijela ili cijelog poslovanja dva poduzeća u jedno, česta su preraspoređivanja zaposlenika promjena opisa radnih mjesta, ali i otpuštanja dijela zaposlenika. Strah od promjena kod zaposlenika stvara otpore integraciji, a postoji i bojazan da će dio možebitno ključnih ljudskih resursa napustiti poduzeće.

Manja razina kompleksnosti umanjuje značaj i intenzitet navedenih problema u integracijama u kojima su preuzeta mala poduzeća. Informacijska tehnologija s kojom mala poduzeća raspolažu najčešće nije visokog stupnja složenosti nit visoke vrijednosti. Računalno se oslanjaju na standardna na tržištu raspoloživa rješenja i rjeđe posežu za izgradnjom posebnih aplikacija razvijanih i prilagođenih samo za svoje poduzeće. Kod takvih je sustava za očekivati manju raznolikost i lakšu sinkronizaciju sa sustavom drugog uključenog poduzeća. Ukoliko su neke od aplikacija ili hardverske opreme i neadekvatne, njihova zamjena neće biti vremenski i financijski zahtjevna kao što je to slučaj u kompleksnijim sustavima. Istodobno je zbog manjeg obima ukupno raspoložive materijalne imovine i njezino objedinjavanje jednostavnije i brže.

Konsolidacija dijelova poduzeća, spajanje službi i preraspoređivanje zaposlenika se u manjim sustavima obavlja brže i jednostavnije. Zbog općenito manje razine formalizacije u malim poduzećima se s zaposlenicima potpisuju jednostavniji i fleksibilniji ugovori o radu koji nemaju precizne specifikacije radnih mjesta, a radnici u poduzećima do 20 zaposlenika najčešće nemaju kolektivne ugovore i nisu udruženi u sindikate. Osim toga, mala poduzeća su obilježena plitkim hijerarhijama i najčešće izravnom komunikacijom zaposlenika s menadžerima. U takvim okolnostima promjena radnih uvjeta ili primjerice preraspodjela na drugo radno mjesto ne dovode do formalnih teškoća i zapreka. Otpore zaposlenika, njihove strahove i bojazan oko budućeg ustroja se jednako tako može umanjivati izravnim komuniciranjem i pojašnjavanjem. Zbog toga se može očekivati bolje razumijevanje procesa od strane zaposlenika pa samim time i manje organizacijskog otpora. Naravno, opasnost od napuštanja poduzeća od strane ključnih zaposlenika u slučaju nezadovoljstva i dalje postoji. No kao što je pokazalo dubinsko istraživanje, kod poduzeća koja svoj uspjeh zasnivaju na specifičnostima ljudskih resursa, što je u malim

poduzećima čest slučaj, znatan trud za njihovo osiguravanje biva uložen prije samog preuzimanja. Time se smanjuje opasnost od kasnijeg nezadovoljstva i odlazaka.

Među najznačajnije čimbenika uspješnosti integracije spada uspješnost prilagodbe upravljačkog sustava poduzeća. Kao jedno od glavnih obilježja malih poduzeća može se navesti manja kompleksnost poslovanja koja se očituje u ostvarivanju ekonomičnosti kroz koncentriranje informacija za odlučivanje u rukama jednog ili malog broja agenata.<sup>273</sup> Rečeno drugim riječima, u malim poduzećima je ekonomičnije smanjiti broj donosioca odluka. Zbog toga je vrlo čest izostanak odvajanja menadžmenta odlučivanja i kontrole odlučivanja. Ukoliko je menadžer poduzeća istodobno i vlasnik, što i jest čest slučaj kod malih poduzeća, ovo objedinjavanje procesa odlučivanja ne predstavlja problem. Ukoliko menadžer nije vlasnik ili barem nije jedini vlasnik poduzeća, nastoje se oformiti formalni, a u malim poduzećima pretežito neformalni sustavi usmjeravanja ponašanja menadžera ka interesima vlasnika. Međutim, posljedica objedinjenog procesa odlučivanja je da je poslovni uspjeh poduzeća često u rukama te jedne osobe i njezinih specifičnih znanja. Pri preuzimanju poduzeća, pred preuzimateljem je ključna odluka o uspostavi modela upravljanja nad poduzećem. Pritom mu na raspolaganju stoji nekoliko mogućnosti.

Ukoliko je nakon preuzimanja postignut visoki stupanj integriranja i poslovanja poduzeća su potpuno stopljena, vjerojatna je opcija da će menadžment preuzimateljskog poduzeća u potpunosti preuzeti i upravljanje preuzetim poduzećem. U tom slučaju ne dolazi do nastanka novog agencijskog odnosa (u kojem bi principal bio menadžment matičnog, a agent menadžment preuzetog poduzeća), ali se gubi i dotadašnjeg nositelja informacijske specifičnosti. Naime, ukoliko dotadašnji menadžer nakon preuzimanja odstupi sa svoje funkcije, čak i ako ostane kao zaposlenik u poduzeću, informacijska specifičnost se mijenja zajedno s promjenom identiteta donositelja odluka. Preuzimatelji će stoga izabrati ovaj oblik autoriteta nad novim poduzećem ako vjeruju da ostanak dotadašnjeg donositelja odluka nije ključan za uspjeh poduzeća, odnosno da isti može biti adekvatno zamijenjen.

---

<sup>273</sup> Fama, E. F. i Jensen, M.C.: Separation of Ownership and Control, op.cit., p. 6.

Ukoliko u integraciji ne dolazi do potpunog stapanja pa je složeno ili čak i neizvedivo da menadžerske poslove u oba poduzeća obavlja ista osoba, preuzimateljsko poduzeće može odlučiti zamijeniti menadžera preuzetog poduzeća ili ostaviti postojećeg na toj poziciji. Često rješenje u slučaju zamjene menadžera je u popunjavanju te pozicije od strane kadrova dostupnih u matičnom poduzeću. Na taj način se kadrovima u čiji je razvoj i u odnos s kojima je već puno ulagano daje prilika za napredovanje i dokazivanje na relativno samostalnoj poziciji. Za očekivati je i da će zbog ranijih odnosa i agencijski problem u ovakvim slučajevima biti manje izražen. Takvo popunjavanje menadžerske pozicije uz neosporne prednosti predstavlja i određene izazove. Obzirom na plitkost hijerarhije, centralizaciju moći i značaj identiteta menadžera za sve vidove poslovanja malih poduzeća, njegova promjena dovodi do većeg stresa i vjerojatnu težu integraciju postojećih zaposlenika, ali i poslovnih partnera, odnosno stakeholdera poduzeća. U jednom od dubinski istraženih slučajeva menadžerska je pozicija popunjena kadrom iz matičnog poduzeća. Razlog tome da se specifičnost resursa ključnih za poslovanje tog poduzeća odnosi na prostornu specifičnost, odnosno na smještaj i kvalitetu uslužnih kapaciteta poduzeća. Osim toga, menadžer postavljen nakon preuzimanja je imao prethodno iskustvo rada u preuzetom poduzeću što mu je olakšalo integracijske zadaće.

Treća mogućnost leži u zadržavanju postojećeg menadžera na čelu preuzetog poduzeća ili eventualno popunjavanje te pozicije s adekvatnom zamjenom iz redova samog preuzetog poduzeća. Na taj način se u najvećoj mjeri omogućava zadržavanje dotadašnjih osobitosti poslovanja, što je od posebnog značaja ukoliko je za uspjeh u poslovanju dotičnog poduzeća ključna ljudska specifičnost. Posljedično, u tom slučaju dolazi do stvaranja agencijskog odnosa u kojem je menadžer preuzetog poduzeća u ulozi agenta, a menadžment preuzimatelja u ulozi principala.

U slučajevima kad nije došlo do potpunog stapanja već je sustav autoriteta zasnovan na agencijskom odnosu, preuzimateljsko poduzeće će oformiti sustav monitoringa u svrhu kontrole ponašanja menadžera u interesu vlasnika poduzeća. Obzirom da je specifičnost malih poduzeća u koncentraciji procesa odlučivanja u rukama jednog ili malog broja menadžera, sustav monitoringa će se vjerojatno razlikovati od onih uvriježenih kod većih poduzeća. Obzirom da odvajanje menadžmenta odlučivanja i kontrole odlučivanja često

nije formalno provedeno jer se smatra neefikasnim kod malih poduzeća, kontrola procesa odlučivanja se provodi uspostavom raznih raspoloživih mehanizama. Tijekom dubinskog istraživanja uočeni su neki od tih mehanizama. Kao prvo, dogovoren je stupanj autonomije koji će ostvarivati menadžer preuzetog poduzeća. Autonomija se menadžeru najčešće ostavlja u donošenju operativnih odluka, odnosno u svakodnevnom vođenju poslovanja, dok se odluke strateškog tipa prepuštaju vlasniku. Obzirom da kod malih poduzeća najčešće nema spomenutog formalnog odvajanja kontrole odlučivanja, mogućnost vlasnika za donošenje odluka je izravna i nije ograničena na djelovanje putem nadzornog odbora, kao što je slučaj u poduzećima kod kojih je kontrola odlučivanja jasnije razgraničena od donošenja odluka. Vlasnik zadržava pravo i mogućnost da donosi odluku u bilo kojoj situaciji i to izravnim upućivanjem menadžera na određenu akciju.

Neovisno o mogućnosti izravnog uključivanja u proces odlučivanja, vlasnik će vjerojatno uspostaviti mehanizme kontrole provođenja odluka i donošenja odluka u kojima nije sudjelovao. Istraženi slučajevi pokazali su da je ta kontrola ostvarena stalnim uvidom u ključne poslovne informacije preuzetog poduzeća. U nekim slučajevima to je provedeno izravnim pristupom informacijskom sustavu preuzetog poduzeća pa stoga i njegovim računovodstvenim i financijskim podacima. U drugom slučaju, menadžment preuzetog poduzeća je imao obvezu stalnog izvještavanja vlasnika o željenim aspektima poslovanja. Prema dogovoru, neka od izvješća su ispostavljana na mjesečnoj ili kvartalnoj bazi, a neka značajnija su slana dnevno. U svim slučajevima, vlasnik je uspostavio i sustav neposredne i kontinuirane komunikacije s menadžmentom uz pomoć koje je neformalnim putem dolazio do željenih informacija. Valja naglasiti da je agencijski problem prisutan kod svakog odvajanja vlasništva od upravljanja te da je kod malih poduzeća razlika uglavnom uočljiva kroz različito postavljanje sustava kontrole koje se više oslanjaju na neformalne i izravne mehanizme.

Jedna od refleksija značaja koncentriranja procesa odlučivanja kod jednog ili malog broja agenata u malim poduzećima je i utjecaj te osobe na uspješnost poslovanja kroz odnose s ključnim kupcima i dobavljačima. Naime, kod malih poduzeća su odnosi s kupcima i dobavljačima u značajnoj mjeri zasnovana na osobnoj razini. Drugim riječima, kupcima i dobavljačima je često važnije s kojom osobom posluju nego koje poduzeće stoji iza nje.

Rezultat je to najčešće dugo godina građenih poslovnih odnosa zasnovanih u velikoj mjeri na povjerenju i neformalnim kanalima komuniciranja. Primjerice, čest je slučaj u mnogim poduzećima, neovisno o veličini, da prelazak zaposlenika u drugo poduzeće istodobno poprati i prelazak njegovih poslovnih kontakata. Zaposlenike o čijim osobnim odnosima s klijentima ovisi dio poslovanja poduzeća se može i treba sagledavati kao na specifične resurse. Kod malih poduzeća je to tim izraženije što uslijed koncentracije moći velik broj ili čak većinu takvih odnosa nosi sam menadžer odnosno najčešće i vlasnik poduzeća. Kad takvo poduzeće bude preuzeto, zadržavanje postojećih poslovnih odnosa postaje jednom od ključnih stvari uspjeha ne samo integracije već i preuzetog poduzeća u cjelini. Dubinsko istraživanje ukazalo je na ovladavanje i zadržavanje ljudskim resursima integriranog poduzeća kao glavni motiv u dva istražena slučaja preuzimanja i važan motiv u slučaju spajanja. U skladu s tezama transakcijske teorije, vlasnička integracija je u tim slučajevima bila provedena s ciljem uspostavljanja čvršćeg oblika kontrole nad specifičnim resursima.

Uslijed specifičnosti malih poduzeća dolazi do različitog ponašanja u odnosu na velika i u slučajevima stupanja u integracijske procese. Prije samog preuzimanja, kod malih je poduzeća često moguće kvalitetnije procjenjivanje vrijednosti poduzeća i šansi za ostvarivanje željenih efekata od njegova preuzimanja. Uspostava modela upravljanja nakon preuzimanja omogućava lakšu integraciju sustava i zadržavanje i razvijanje resursa ključnih za poslovni uspjeh. Poslovna prilagodba koju ostvaruju mala poduzeća stoga omogućava manju neizvjesnost rezultata i veću mogućnosti za ostvarivanje uspjeha vlasničke integracije.

## **7.2. OGRANIČENJA PROVEDENOG ISTRAŽIVANJA I SMJERNICE ZA BUDUĆA ISTRAŽIVANJA**

Provedeno je istraživanje ukazalo i na određena ograničenja u mogućnostima prikupljanja podataka. Osnovno ograničenje odnosi se na veličinu uzorka ispitanih poduzeća. Naime, iako je anketni upitnik odaslan relativno velikom broju poduzeća, njihov odaziv je bio relativno skroman. Među poduzećima koja su i otvorila upitnik, velik je dio odustao od



odgovaranja odmah ili nakon što je odgovorio na svega nekoliko pitanja. Popunjavanje je upitnika bilo anonimno jer bi bez zadovoljenja tog uvjeta broj poduzeća koje bi pristala na anketiranje bio još i značajno manji. Međutim, to je onemogućavalo ponavljanje slanje molbe za popunjavanjem poduzećima koja se nisu odazvala. Osim toga, u Hrvatskoj ne postoji javno dostupna baza vlasničkih integracija, a posebno ne vlasničkih integracija u kojima su sudjelovala mala poduzeća pa je onemogućeno ciljano slanje upitnika većem broju poduzeća za koje se zna da su sudjelovala u integracijskom procesu. Zbog toga je slanje upitnika bilo realizirano svim poduzećima kojima je bila poznata e-mail adresa, a koja su zadovoljavala postavljene kriterije o veličini, geografskom obuhvatu i pravnom ustroju. To je očekivano dovelo do većeg broja neupotrebljivih odgovora od strane poduzeća koja nisu sudjelovala i nisu zainteresirana za sudjelovanje u integracijskom procesu.

Drugo ograničenje istraživanja ogleda se u fokusiranju na prikupljanje samo kvalitativnih podataka. Naime kad bi osim kvalitativnih podataka bilo moguće i prikupljanje te analiza financijskih pokazatelja poduzeća, ocjena uspješnosti vlasničkih integracija bi bila preciznija i šira od postignute u ovom istraživanju. Međutim, mala poduzeća nemaju obvezu javnog objavljivanja financijskih izvještaja i svoje rezultate poslovanja smatraju poslovnom tajnom te bi do tog tipa podataka u potrebnom obimu bilo vrlo teško, a možda i nemoguće doći.

U slučaju budućih istraživanja vlasničkih integracija malih poduzeća bilo bi preporučljivo proširiti obuhvat ankete na šire područje što bi rezultiralo i većim statističkim uzorkom. Nadalje, u slučaju provođenja istraživanja širih razmjera u istraživanje bi valjalo uključiti i velika poduzeća koja su bila sudionici vlasničkih integracija te tako omogućiti izravnu usporedbu rezultata uspješnosti integracija.

## 8. ZAKLJUČAK

Sve bolja prometna i komunikacijska povezanost, jačanje konkurencije, razvoj tržišta i rušenje barijera među tržištima nacionalnih ekonomija prisiljava poduzeća na stalnu potragu za ostvarivim modelima rasta. Pritom se kao glavna alternativa organskom rastu javlja rast pomoću spajanja i pripajanja odnosno vlasničkih integracija poduzeća. Dvadeseto stoljeće je zabilježilo pet velikih valova vlasničkih integracija od kojih je svaki sljedeći bio sve snažniji po broju spajanja i pripajanja i po njihovoj vrijednosti. Učestalost i vrijednost integracijskih procesa poduzeća, kao i česti neuspjesi, učinili su ih značajnima za provođenje teorijskih i empirijskih istraživanja.

Poduzeća su u potrazi za ostvarivim načinima rasta jer izostanak rasta često znači smanjivanje veličine poduzeća u odnosu na konkurente, tržišno zaostajanje, možebitni gubitak naklonosti kupaca i zaposlenika pa potom i ostvarivanje pada u poslovanju. Neoklasične teorije su težnju za rastom poistovjećivale s težnjom za maksimizacijom profita. Na poduzeće se gledalo kroz proizvodnu funkciju koja optimizira odnos inputa i outputa i tako ostvaruje maksimalan profit. Razvoj organizacijske teorije je doveo do složenijih i realističnijih pogleda na poduzeće i njegov rast. Neke od teorija tumače da menadžment poduzeća ne mora nužno težiti maksimizaciji profita već maksimizaciji prihoda, rastu imovine, broja zaposlenih ili vlastite korisnosti, a uz zadovoljavanje samo nužne i očekivane razine dobiti.

Tehnološke teorije veličinu poduzeća vezuju uz ostvarivanje ekonomija razmjera i raspona. Za postizanje troškovne efikasnosti, koja je rezultat tih ekonomija, potrebno je poduzeće određene veličine. Veličina će ovisiti o raspoloživoj tehnologiji i poduzeća će rasti kako bi se približila području MES-a, odnosno minimalnog razmjera aktivnosti, u kojem će ostvarene koristi biti najveće. Uštede od većeg razmjera aktivnosti ostvaruju se zbog inače nužne prekapacitiranosti pojedinih resursa, ostvarenih količinskih rabata, efekata specijalizacije i zakona velikih brojeva, što sve zajedno dovodi do pada jediničnih troškova.

Model resursne ovisnosti ukazuje da na poslovni uspjeh osim interne efikasnosti utječe i sposobnost poduzeća za smanjivanje međuovisnosti u odnosu na resurse, ali i poslovne partnere odnosno kupce i dobavljače poduzeća pa i u odnosu naspram konkurenata. Prema resursnoj teoriji rast poduzeća se tumači kao svjesna i ciljana aktivnost s ciljem smanjenja ovisnosti nad ključnim resursima, odnosno kao pokušaj uspostavljanja kontrole u odnosima međuovisnosti. Zagovornici te teorije naglašavaju da se rast poduzeća ne može strogo vezivati uz povećanje profitabilnosti jer je cilj rasta često u postizanju stabilnosti poslovanja ovladavanjem kritičnim resursima i dijelovima poslovnog okruženja.

Prema transakcijskoj teoriji, poduzeća nastaju i rastu zbog izbjegavanja troškova tržišnog mehanizma. Poduzeća posluju u uvjetima ograničene racionalnosti i istodobno prisutne sklonosti oportunističkomu. U takvim uvjetima se koriste čvršći oblici kontrole kako bi se zaštitilo i osiguralo specifične resurse poduzeća. Specifičnost se može javiti kao prostorna specifičnost, specifičnost imovine, ljudskih resursa, ulaganja u namjensku imovinu i kao vremenska specifičnost. Transakcije kojima su predmet specifični resursi vezuju poduzeće na poslovanje s određenim poslovnim partnerom zbog nastanka troškova ukoliko odnos bude prekinut. Krajnji oblik zaštite transakcija koje uključuju specifične resurse je njihova internalizacija koju se osim organskim rastom može postići vlasničkom integracijom.

Odnos principala i agenta je u fokusu interesa agencijske teorije poduzeća. Prema toj teoriji na poduzeće se gleda kao na set složenih ugovornih odnosa pri čemu je ponekad iznimno teško zaključiti koje su granice poduzeća odnosno koji su ugovori unutar poduzeća, a koji se protežu izvan njega. Agent je pritom u poziciji donositelja odluka, a principal koristi mehanizme monitoringa i bondinga kako bi uskladio ponašanje agenta sa svojim interesima. Širim gledanjem na agencijsku teoriju se izlazi iz okvira promatranja vlasnika poduzeća kao principala, a menadžera kao agenta. Razmatranje agencijskog odnosa tako se proširuje na odnos menadžmenta spram zaposlenika poduzeća koji u ovom slučaju odrađuju posao za poduzeće. Nadalje, elemente agencijskog odnosa može se uočiti i u odnosu poduzeća spram svojih kooperanata, kupaca, dobavljača pa i šire društvene zajednice. Ugovorni odnos prema drugim poduzećima s ciljem snaženja kontrole tako može prerasti u neki oblik poslovnog partnerstva ili vlasničkog povezivanja.

Motivi koji pogoduju ulasku poduzeća u vlasničke integracije su želja za ostvarivanjem mogućih financijskih, strateških i operativnih sinergija, mogućnost povećanja tržišne moći, ali i možebitni pokušaji eliminacije konkurencije te zadovoljavanja menadžerskih težnji za upravljanjem većim poduzećima po pitanju ostvarenih poslovnih prihoda, vrijednosti imovine ili broja zaposlenih.

Ostvarenje tih ciljeva poduzeće može nastojati ostvariti organskim rastom, ali i različitim modalitetima ne vlasničkog udruživanja poput povezivanja u cluster, sklapanje strateških partnerstva ili pak ulaganja u joint venture projekte i pokušaje zaštite ključnih resursa manjinskim ulaganjima. Međutim, vlasničke integracije poduzeća i dalje predstavljaju jedan od najznačajnijih modela rasta općenito i dominantan model rasta u prekograničnim širenjima. Strateška partnerstva i joint venture projekti često bivaju tek prijelazna faza koju se u slučaju uspjeha nastoji proširiti u vlasničku integraciju. Razlozi tome leže u mogućnostima ostvarenja maksimalnih sinergijskih i ostalih željenih efekata tek s višim stupnjevima integriranja i uspostavom sustava vlasničkog autoriteta nad resursima.

Organizacijska prilagodba u vidu integriranja vlasnički povezanih poduzeća može se izvršiti u različitim stupnjevima ovisno o motivima integriranja i strateškom opredjeljenju poduzeća. Stupanj provođenja integracije može varirati od isključivo financijskog povezivanja pri kojem poduzeća nastave slobodno i nepovezano poslovati, preko strateških i operativnih povezivanja, pa sve do potpune integracije prilikom koje se dva sustava stope u novi, jedinstveni poslovni sustav.

Integriranje novonastalog sustava se smatra najtežom fazom vlasničkog povezivanja poduzeća te ključnim procesom za uspjeh tog povezivanja. Obzirom na osjetljivost procesa integracije, potrebno ju je provoditi planski s postupnom realizacijom integriranja. Definiranje željenih, ali ostvarivih ciljeva treba započeti još tijekom procesa *due diligencea*. Nakon provedenog formalnog preuzimanja slijedi integriranje svih planiranih elemenata poslovanja od upravljačkih i financijskih sustava, tehnološkog integriranja pa do oformljivanja nove organizacijske hijerarhije, redefiniranja poslovnih funkcija i procesa i uspostave integrirane snabdjevačke i distribucijske aktivnosti. Posebno osjetljivi dio procesa integriranja je odnos sa zaposlenicima, ali i postojećim dobavljačima, kupcima i

ostalim interesnim skupinama poput vlasti i lokalne zajednice. Poduzeća nakon provedene integracije poseban trud ulažu upravo u te procese zbog opasnosti od gubitka ključnih zaposlenika ili narušavanja osjetljivih poslovnih odnosa s kupcima i dobavljačima.

Usprkos popularnosti vlasničkih integracija, brojna empirijska literatura ukazuje na neuspjeh u postizanju onoga što bi im se često naglašava kao osnovni cilj: povećanja vrijednosti poduzeća za vlasnika. Tako je većina provedenih analiza postintegracijskog kretanja cijene dionica poduzeća koja su stupila u vlasničke integracije pokazala ostvarivanje slabijeg rasta cijene u odnosu na prosjek grane ili čak njezina smanjivanja. To su potvrdile analize kratkog roka od nekoliko dana, ali i analize dugog roka od nekoliko godina nakon objave preuzimanja. Obzirom da kretanje cijena kapitala nije jedini pokazatelj uspješnosti, provedena su i brojna empirijska istraživanja promjene operativne efikasnosti. Ta istraživanja su manje podudarna u svojim rezultatima, no ni ona ne bilježe signifikantne uspjehe. Prema nekim procjenama tek svaka peta vlasnička integracija doprinese povećanju vrijednosti poduzeća vlasnicima. Na ostvarenje pozitivnih efekata s većom dozom sigurnosti mogu računati samo vlasnici preuzetih poduzeća u trenutku preuzimanja i to u vidu ostvarivanja premijske cijene za prodaju svojih dionica.

Istraživanje operativne efikasnosti preuzetih hrvatskih poduzeća ukazalo je na postintegracijsko poboljšavanje mnogih financijskih pokazatelja. Tako je kod većina promatranih poduzeća nakon integracije povećana vrijednost imovine i kapitala, ostvarena je veća razina prodaje i povećanje omjera proizvodnosti rada. Međutim, pokazatelji profitabilnosti su iskazali veću nepredvidljivost i istraživanje je, kao i većina ostalih empirijskih istraživanja, samo djelomično uspjelo objasniti uzroke uspješnosti jednih, a neuspješnosti drugih integracija.

Među najčešće navođene razloge neuspjeha vlasničkih integracija ubrajaju se problem preplaćivanja preuzetog poduzeća, loša strategija preuzimatelja koja je dovela do preuzimanja, precjenjivanje očekivanih sinergija, ali i neuspjeh u uspostavi adekvatnih sustava koordiniranja i integriranja novonastalog poslovnog sustava.

Empirijska analiza provedena u ovom istraživanju fokusirala se na uspješnost integracija u kojima su preuzimana mala poduzeća. Mala poduzeća su izdvojena zbog svojih

specifičnosti poput manjeg stupnja organizacijske složenosti, formalizacije, specijalizacije, manjeg broja hijerarhijskih razina te modela upravljanja poduzećem u kojem nije ekonomično razdvajati menadžment odlučivanja i kontrolu tog odlučivanja. Teorijski je pretpostavljeno da će te posebnosti malih poduzeća omogućiti veću uspješnost integracija od one koju uobičajeno pokazuje empirijska literatura.

Istraživanje je izvršeno anketnim ispitivanjem vlasnički integriranih poduzeća u Primorsko-goranskoj županiji te poduzeća koja još nisu sudjelovala u spajanju i pripajanju, ali su za to zainteresirana u budućnosti. U anketnom upitniku se od ispitanika tražilo da na Likretovoj skali ocijene razne aspekte provedenog integriranja. Ispitivani su i odnosi poduzeća prije integracije te utjecaj integracije na financijske, strateške, operativne i kadrovske promjene u poslovanju. Poduzeća koja nisu sudjelovala u integraciji, ali su za to zainteresirana su u anketi ispitivana o motivima interesa za vlasničkim povezivanjem.

Prikupljeni odgovori su opisno objašnjeni te analizirani odgovarajućim metodama deskriptivne i inferencijalne statistike. U okviru deskriptivne statistike korištene su mjere centralne tendencije, a inferencijalna statistička analiza je vršena uz pomoć t-testova za usporedbu odgovora ispitanika po grupama. Za otklanjanje opasnosti od pogrešnog zaključivanja u slučajevima prevelikog odstupanja raspodjele odgovora u odnosu na normalnu krivulju, korišten je i neparametrijski Mann-Whitney U test.

U sljedećoj fazi su među anketiranim poduzećima izabrana poduzeća za provođenje istraživanja primjenom metode dubinskog intervjua. U razgovorima s predstavnicima izabranih poduzeća su utvrđivane okolnosti provedene integracije. Detaljno su objašnjeni motivi za integraciju, postupak njezine provedbe i način funkcioniranja poduzeća nakon integriranja. Posebna je pažnja usmjerena na analizu organizacijske prilagodbe te formiranje sustava odlučivanja u novom poslovnom ustroju. U slučajevima kod kojih je integracija dovela do stvaranja agencijskog odnosa istraženi su i načini provođenja monitoringa kojim se osigurava da ponašanje menadžera preuzetog poduzeća bude u skladu s interesima vlasnika.

Rezultati provedenog istraživanja ukazuju relativnu uspješnost integracija poduzeća u uzorku. Ta uspješnost se očituje kroz pretežito pozitivno izjašnjavanje većine anketiranih

predstavnik poduzeća o mnogima od razmatranih posljedica vlasničkog integriranja. Posebno su pozitivnima ocijenjene nastale promjene u financijskim, organizacijskim i tržišnim aspektima poslovanja. Lošije ocjene ostvarene su u pogledu kadrovskih i tehnoloških promjena. Velika raspršenost rezultata uz visoki udio neutralnih ili neodlučnih odgovora ostvarena je u pitanju o procjeni ostvarenih ušteda u poslovanju. Rezultati ankete naglašavaju postizanje višeg stupnja financijske stabilnosti i ostvarenog većeg tržišnog udjela, dok ostvarivanje troškovnih sinergija ne uspijeva u svim integracijama te je ponekad teško za ocijeniti. I dubinsko istraživanje je pokazalo uspješnost integracijskih procesa u ispitivanim poduzećima u ostvarenju željenih ciljeva. Većina istraženih poduzeća integraciju je provela s ciljem zaštite specifičnih resursa, u jednom slučaju je uz to naglasak bio na ostvarivanje sinergijskih efekata, a jedno je preuzimanje izvršeno iz strateških razloga.

Analiza anketiranih i intervjuiranih poduzeća pokazala je da mala poduzeća koja sudjeluju u procesima vlasničkih integracija u svojstvu mete preuzimanja uslijed svojih specifičnosti dovode do veće uspješnosti tih procesa. Često postojanje ranijih poslovnih odnosa, dobro međusobno poznavanje poslovanja te otvoreno i detaljno ispitivanje buduće kompatibilnosti omogućavaju kvalitetniju ex-ante analizu i procjenu efekata integracije. Nakon formalne realizacije preuzimanja, manja kompleksnost poduzeća omogućava bržu i jednostavniju integraciju te lakše izbjegavanje ili umanjivanje problema organizacijskog otpora. Jednako tako, jednostavniji poslovni sustav olakšava spriječavanje gubitka ključnih zaposlenika i odnosa s kupcima i dobavljačima.

Manja složenost preuzetih poduzeća omogućava i jednostavnije postavljanje učinkovitih sustava odlučivanja u poduzeću u razdoblju nakon integracije. Mala poduzeća ostvaruju i manju razinu formalizacije, što uz veće oslanjanje na osobno poznavanje i jednostavniju komunikaciju omogućava postavljanje jednostavnijih, ali učinkovitih formalnih i neformalnih sustava monitoringa u integriranom poduzeću.

Provedeno istraživanje dokazalo je temeljnu znanstvenu hipotezu i pokazalo da vlasničke integracije u kojima sudjeluju mala poduzeća ostvaruju veći uspjeh od vlasničkih integracija u kojima su preuzimana velika poduzeća. Veća uspješnost vlasničkih

integracija u kojima su preuzimana mala poduzeća posljedica je njihove manje složenosti koja omogućava lakšu analizu koja prethodi integraciji. Kvalitetnija prethodna analiza i mogućnost jednostavnije i točnije procjene budućih efekata omogućavaju ostvarivanje većih koristi za preuzimatelja. Tome pridonose i manji agencijski troškovi koji se javljaju u nekompleksnom sustavu.



## LITERATURA

Agrawal, A. i Jaffe, J.F.: *The Post-merger Performance Puzzle*, Working paper, SSNR, 1999.

Agrawal, R., Anad, J. i Crosol, R.: *Do Pre-Acquisition Alliances Help in Post-Acquisition Coordination: An Experimental Approach*, Working paper, 2005.

Agrawal, R., Anad, J. i Croson, R.: *Are there Benefits from Engaging in an Alliance with a Firm Prior to Its Acquisition?*, Strategic Alliances, Palgrave Macmillan Press, 2009.

Alexandridis, G., Antoniou, A. i Zhao, H.: *Valuation Effects of Short Sale Constraints: The Case of Corporate Takeovers*, Cass Business School Research Paper, 2006.

Anderson, W.L. i Ross, R.L.: *The Methodology of Profit Maximization: An Austrian Case*, The Quarterly Journal of Austrian Economics, Vol 8, No. 4, 2005.

Angwin, D.: *Speed in M&A Integration, The First 100 Days*, European Management Journal Vol. 22, No. 4, 2004.

Antoniou, A., Petmezas, D. i Zhao, H.: *Bidder Gains and Losses of Firms Involved in Many Acquisitions*, Journal of Business Finance & Accounting, vol. 36, broj 7-8, 2007.

Aoki, M.: *The Cooperative Game Theory of the Firm*, Oxford University Press, 1984.

Bao, J. i Emans, A.: *Do Investment Banks Have Skill? Performance Persistence of M&A Advisors*, Working paper, SSNR, posljednja verzija 13.06. 2009.

Baumol, W.J.: *Business Behaviour, Value and Growth*, 1959.

Becher, D.A., Mulherin, J.H., Walkling, R.A.: *Industry Shocks and Merger Activity: An Analysis of U.S. Public Utilities*, Philadelphia/Georgia, 2008.

Belak, V.: *Profitni centri i interna ekonomija poduzeća*, RRiF, Zagreb, 1994.

Bertoncel, A.: *Akvizicije*, narodne Novine, Zagreb, 2006.

Best, M. H.: *The New Competition: Institutions od Industrial Restructuring*, Polity Press, Cambridge, 1990.

Brakman, S., Garretsen, H., Van Marrewijk, C.: *Cross-Border Mergers And Acquisitions: On Revealed Comparative Advantage And Merger Waves*, Groningen, The Netherlands, 2005.

Brakman, S., Garretsen, H., Van Marrewijk, C.: *Cross-border mergers and acquisitions: the facts as a guide for international economics*, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990., Elsavier 2007.

Carline, N.F., Linn, S.C. i Yadav, P.K. : *The Influence of Managerial Ownership on the Real Gains in Corporate Mergers and Market Revaluation of Merger Partners: Empirical Evidence*, Journal of Banking & Finance, Vol. 25, Issue 6, 2001.

Carline,N.F., Linn, S.C. i Yadav, P.K. : *Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance*, Journal of Banking & Finance, Latest draft: December 24, 2007.

Champa, J.P. i Hernando, I.: *Value creation in European M&As*, IESE Research Papers, 2002.

Chandler, A.D., Hikino, T.: *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, The Belknap Press of Harvard University Press, United States, 1990.

Coase, R.: *The nature of firm*, *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16. (Nov., 1937), 1937.

DePamphilis, D.: *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities: A Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Second Edition, Academic Press, San Dioego, California, 2003.

Doleys, T.J.: *The Origins Of EU Merger Control: Insights From Agency Theory*, ECPR Standing Group on the European Union, 2006.

Duncan, W.: *Ten Important Lessons From the History of Mergers & Acquisitions* (<http://ezinearticles.com/> 15.08.2009.)

Fama, E. F. i Jensen, M.C.: *Agency Problem and Residual Claims*, Journal of Law & Economics, Vol XXVI, June, 1983.

Fama, E. F. i Jensen, M.C.: *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, Vol. XXVI, June, 1983.

Fuller, K., Netter, J. i Stegemoller, M.: *What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms that Make Many Acquisitions*, Journal of Finance, Vol. 57, 2002.

Gates, S. i Very, P.: *Measuring Performance During M&A Integration*, Long Range Planning 36, 2003.

Gates, S., Heimeriks, K.H. i Zollo, M.: *Building M&A Integration Capabilities: How Serial Acquirers Become Master Acquirers*, SGM working paper, 2006.

Gaughan, P.A.: *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, Wiley M&A Library, 4th Edition, 2007.

Gregoriou, G.N, Renneboog, L. (editors): *Understanding mergers and acquisitions: activity since 1990.*, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990, Elsevier, Burlington, San Diego, London, 2007.

Gregory, A. i Matatko, J.: *Long run abnormal returns to acquiring firms: the form of payment hypothesis, bidder hostility and timing behaviour*, University of Exeter, Centre for Finance and Investment, 2005.

Hammer, M.: *Deep Change: How Operational Innovation Can Transform Your Company*, Harvard Business Review, 82, 2004.

Hart, O.: *Firms, Contracts and Financial Structure*: Clarendon Press, Oxford, 1995.

Haspeslagh, P. C. i Jemison, D. B.: *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*, The Free Press, New York, 1991.

- Healy, P.M., Palepu, K.C. i Rubak, R.S.: *Does Corporate Performance Improve After Mergers?*, NBER Working Papers, 3348, 1990.
- Hill, C.W.L. i Jones, T.M.: Stakeholder-Agency Theory, *Journal of Management Studies*, 29:2, March 1992., 1992.
- Holl, P. i Kyriazis, D.: *Agency, Bid Resistance and the Market for Corporate Control*, *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 24 Issue 7/8, 2003.
- Huck, S.: *Mergers in Stackelberg Markets: An Experimental Study*, ENCORE papers, London, 2005.
- Jacobs, D.: Dependency and Vulnerability: An exchange Approach to the Control of Organizations. In: *Administrative Science Quarterly*, 19, 1974.
- Jacobson, D. i O'Callagan, B.A.: *Industrial Economics and Organization: A European Perspective*, McGraw-Hill Publishing Company, England, 1996.
- Jensen, M. C.: *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*, *Journal of Finance* 48, 1993.
- Jensen, M.C. i Meckling, W.H.: Theory of the Firm: Menagerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, p. 8.
- Jensen, M.C. i Smith, C.W. Jr.: Stockholder, Manager, And Creditor Interests: Applications Of Agency Theory, *Recent Advances in Corporate Finance*, Dow-Jones Irwin, 1985.
- Jensen, M.C.: Self-Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. VII, no. 2, 1994.
- Jensen, M.C.: *Takeover: folklore and science*, *Harward Business Review*, Nov-Dec 1984, Boston, 1984.

- Johnson, B. L.: Resource dependence theory: a political economy model of organizations. University of Utah, Educational Resource. Salt Lake City, 1995.
- Jones, G.R.: *Organizational Theory, Text and Cases*, Third Edition, Prentice Hall, New Jersey, 2001.
- Kaštelan-Mrak, M., Sokolić, D. i Vretenar, N: *Post Acquisition Performance of Croatian Companies Acquired by Foreign Owner*, Economic Integration, Prospect and Dilemmas, University of Ljubljana, University of Rijeka, Cedimes, 2007.
- Klaes, M. i Sent E.-M.: A Conceptual History of the Emergence of Bounded Rationality, *History of Political Economy* 37:1 2005 by Duke University Press, 2005.
- Kogut, B. i Zander, U.: *What Firms Do? Coordination, Identity and Learning*, *Organization Science*, Vol 7, No 5, 1996.
- Kruse, H.A., Park, H.Y., Park, K. i Suzuki, K.: *The Value Of Corporate Diversification: Evidence From Post-Merger Performance In Japan*, AFA 2003 Washington, DC Meetings, Version April 15, 2002.
- Kummer, C. i Sterer, U.: *Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur: The Vicious Circle from Pressure to Failure*, *Strategic Management Review*, 2, 2008.
- Lajoux, A.R. i Elson, C.M.: *Art of M&A Due Diligence*, McGraw-Hill, New York, 2000.
- Lajoux, A.R.: *The Art of M&A Integration: A Guide to Merging Resources, Processes, and Responsibilities*, Second edition, McGraw-Hill, 2006.
- Liodakis, M.-Pang. C.: *Searching for value-enhancing acquirers*, *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990.*, Elsevier 2007.
- Loughran, T. i Vihh, A.M.: *Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?*, *Journal of Finance*, Vol. 52. December 1997.
- Malone, T. W., Yates, J., and Benjamin, R. I.: *Electronic Markets and Electronic Hierarchies*, *Communications of the ACM*, Vol 30, No 6, 1987.

March, J.G., i Simon, H.A.: *Organizations*, 4th printing, John Wiley and Sons, USA, 1963.

Markelovich, A: *Examining the Performance of Corporate Acquisitions Based on the Motive for the Acquisition*, Long Island University, New York, 2003.

Martynova, M, Renneboog, L: *The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave*, European Financial Management Journal, Forthcoming ECGI - Finance Working Paper No. 135/2006, članak revidiran 10.01.2009.

Martynova, M., Oosting, S. i Renneboog, L.: *The long-term operating performance in European Mergers and acquisitions, International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990*, Elsevier, Burlington, San Diego, London, 2007.

Mintzberg, H.: *Mintzberg on Managment: Inside Our Strange World of Organizations*, The Free Press, New York; Collier Macmillian Publishers, London, 1989.

Moeller, S.B., Schlingemann, F.P. i Stulz, R.M.: *Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions?*, IDEAS, University of Connecticut, 2003.

Mudambi, R. i Pedersen, T.: *Agency Theory and Resource Dependency Theory: Complementary Explanations for Subsidiary Power in Multinational Corporations*, SMG Working Paper No. 5/2007, 2007.

Neary, J.P.: *Cross-border Mergers as Instruments of Comparative advantage*, Oxford and CEPR, 2007.

Neary, J.P.: *International trade in general oligopolistic equilibrium*, University College Dublin, Mimeo, 2002.

Penrose, E. T.: *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, New York, 1959.

Persons, J.C., Warther, V.A.: *Boom and Bust Patterns in the Adoption of Financial Innovations*, Dice Centre for Research in Financial Economics, Working Paper Series, 96-1, posljednja dorada 02.1998, p. 1.-7. , 1998.

Pfeffer, J. i Salancik, G.R.: *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Harper & Row, New York, 1978.

Prohaska, Z.: *Analiza vrijednosnih papira*, Infoinvest, Zagreb, 1996.

Quah, P. i Joung, S.: *Post Acquisition Management: A Phases Approach for Cross-border M&As*, European Management Journal, Vol. 23, No1, 2005.

Raff, H., Ryan, M. i Stähler, F.: *The Choice of Market Entry Mode: Greenfield Investment, M&A and Joint Venture*, Economics Working Paper No 2007-19, Kiel, 2007.

Rahmanand, R.A. i Limmack, R.J.: *Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies*, Journal of Business Finance&Accounting, April/May, 2004.

Renneboog, L. i Szilagyi, P.G.: *Corporate Restructuring and Bondholder Wealth*, ECGI - Finance Working Paper No. 124/2006, 2006.

Robertson, D.H.: *The Control of Industry*, Cambridge University Press, 1923.

Roll, R.: *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, Journal of Business, br. 59, 1986.

Salant, S., Switzer, S. i Reynolds, R.: *Losses due to merger: The effects of an exogenous change in industry structure on Cournot-Nash equilibrium*, Quarterly Journal of Economics, 98, 1983.

Scharf, G., Shea, E.E., Beck, G.C.: *Acquisitions, Mergers, Sales, Buyouts & Takeovers: A Handbook With Forms, Fourth Edition*, Prentice Hall, Ney Jersey, 1991.

Scherer, F.M.: *Economies of Scale and Industrial Concentration*, Harvey J. Goldschmid (editor), Industrial Concentration: The New Learning, 1974.

Shleifer, A., Vishny, R.W.: *Stock Market Driven Acquisitions*, *Journal of Financial Economics*, revidirano 2001.

Simon, H.: *Administrative Behavior*. 4th ed. New York: Free Press, 1997.

Singh, H. i Zollo, M.: *Post-acquisition Strategies, Integration Capability, and the Economic Performance of Corporate Acquisitions*, Working paper, 2001.

Sloof, R. i Praag, M.: Performance Measurement, Expectancy and Agency Theory: An Experimental Study, *Journal of Economic Behavior & Organization*, Elsevier, vol. 67(3-4), 2007.

Stigler, G. J.: *The Theory of Price*, third edition, The Macmillian Company, New York, 1967.

Stigler, G.J.: *The Economies of Scale*, *The Journal of Law and Economics*, October 1958.

Tuch, C. i O'Sullivan, N.: *The impact of acquisitions on firm performance: A review of Evidence*, *International Journal of Management Reviews*, 2007.

Vretenar, N.: *Vlasničke integracije u funkciji uspješnosti hrvatskih poduzeća*, Magistarski znanstveni rad, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2010.

Weber, M.: *The Theory of Social and Economic Organization*, *Economy and Society*, Vol 1., translate 1947.

Williamson, O. E.: *Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange*, *American Economic Review*, Vol 73, No 4, 1983.

Williamson, O.E.: *Chester Barnard and the Incipient Science of Organization*, *Organizational Theory: From Chester Barnard to the Present and Beyond*, expanded edition, Oxford University Press, New York, 1995.

Williamson, O.E.: *Markets and Hierarchies: Analyses and Antitrust Implications*, The Free Press, New York, 1975.



- Williamson, O.E.: *Organization Theory*, Oxford University Press, Oxford, 1995.
- Williamson, O.E.: *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press, macmillian, New York, 1985.
- Williamson, O.E.: *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial objectives in a theory of the firm*, 1964.
- Womack, J.P., Jones, D.T., Ross, D.: *The Machine That Changed the World : How Lean Production Revolutionized the Global Car War*, Simon & Shuster UK, 2007.
- Yarrow, G. K., "Managerial Utility Maximization under Uncertainty." *Economica*, 1973.
- Zhang, H.H.: *Endogenous short-Sale Constraint, Stock prices And Output cycles*, *Macroeconomic Dynamics*, 1,1997.
- Zollo, M. i Singh, H.: *Deliberate Learning In Corporate Acquisitions: Post-Acquisition Strategies And Integration Capability In U.S. Bank Mergers*, *Strategic Management Journal*, 25, 1233–1256, 2004.
- \*\*\* M&A Integration - In association with: *A mergermarket report on issues surrounding post-deal integration for European companies*, Mergermarket, 2007.
- \*\*\* The Economist: *Conflicts, conflicts everywhere*, 24.01.2002., New York, 2002.
- Narodne novine 109/2007
- Narodne novine 136/2006
- Narodne novine 84/2002
- Narodne novine 111/93
- Statistički ljetopis Republike Hrvatske 2009.
- WIR 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development.

WIR 2006. FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development

[http://en.wikipedia.org/wiki/Bertrand\\_competition](http://en.wikipedia.org/wiki/Bertrand_competition) (12.04.2010.)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Cournot\\_competition](http://en.wikipedia.org/wiki/Cournot_competition) (20.10.2009.)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Reverse\\_takeover](http://en.wikipedia.org/wiki/Reverse_takeover) (10.05.2010.)

[http://en.wikipedia.org/wiki/Span\\_of\\_control](http://en.wikipedia.org/wiki/Span_of_control) (11.08.2010)

<http://wmd.hr/rjecnik-pojmovi-l/web/licencija/> (10.03.2010)

<http://www.marketwatch.com/story/porsche-and-volkswagen-swap-roles-2009-07-23>  
(30.07.2009.)

<http://www.merriam-webster.com/dictionary/synergy> (12.08.2009.)

<http://www.thefreedictionary.com/synergy> (12.04.2010.)

<http://www.worldlingo.com/ma/enwiki/en/Span-of-control> (03.08.2010.)

## POPIS TABLICA

<b>Tablica 2.1.</b> Oblici ugovora u različitom prisustvu kritičnih varijabli	45
<b>Tablica 2.2.</b> Efikasno upravljanje	46
<b>Tablica 3.1.</b> Pregled empirijskih istraživanja uspješnosti vlasničkih integracija u kratkom roku	105
<b>Tablica 3.2.</b> Pregled empirijskih istraživanja uspješnosti vlasničkih integracija u dugom roku	110
<b>Tablica 3.3.</b> Prosječni povrati poduzeća meta u danima nakon objave integracije	112
<b>Tablica 3.4.</b> Pregled empirijskih istraživanja operativne uspješnosti vlasničkih integracija	116
<b>Tablica 5.1.</b> Prikaz broja i udjela ispitanika iz vlasnički integriranih poduzeća po djelatnosti	151
<b>Tablica 5.2.</b> Prethodno poznavanje i suradnja poduzeća	154
<b>Tablica 5.3.</b> Stupanj povezivanja	156
<b>Tablica 5.4.</b> Posljedice provedenog integriranja	158
<b>Tablica 5.5.</b> Rezultati vlasničkog povezivanja	160
<b>Tablica 5.6.</b> Pozitivne posljedice vlasničkog integriranja	162
<b>Tablica 5.7.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća do 10 i 11 ili više zaposlenih	164
<b>Tablica 5.8.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća kojima je glavna djelatnost proizvodnja te onih kojima je trgovina	165
<b>Tablica 5.9.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila kupac poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila	167
<b>Tablica 5.10.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije udružena poduzeća bila konkurentska i grupe kod koje toga nije bilo	168
<b>Tablica 5.11.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće	170
<b>Tablica 5.12.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su se spojila s drugim poduzećem	172
<b>Tablica 5.13.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće i poduzeća koja su se spojila s drugim poduzećem	173

<b>Tablica 5.14.</b> Prikaz broja i udjela ispitanika iz vlasnički integriranih poduzeća po djelatnosti	175
<b>Tablica 5.15.</b> Mjere centralne tendencije za odgovore ispitanika koji nisu sudjelovali u integracijama , ali su zainteresirani u budućnosti	178
<b>Tablica 5.16.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća odvojenih po veličini	180
<b>Tablica 5.17.</b> Rezultati provođenja t-testa za usporedbu aritmetičkih sredina za grupe poduzeća odvojenima po djelatnosti	181

## **POPIS GRAFIKONA**

<b>Grafikon 2.1.</b> Udjeli vlasničkih integracija poduzeća prema smjeru 1987. – 1999.	20
<b>Grafikon 3.1.</b> Kretanje imovine preuzetih poduzeća	126
<b>Grafikon 3.2.</b> Kretanje kapitala preuzetih poduzeća	128
<b>Grafikon 3.3.</b> Kretanje prihoda preuzetih poduzeća	130
<b>Grafikon 3.4.</b> Kretanje broja zaposlenih preuzetih poduzeća	132
<b>Grafikon 3.5.</b> Kretanje proizvodnosti rada	134
<b>Grafikon 3.6.</b> Kretanje profitne stope poduzeća u uzorku podijeljenom na 5 skupina prema uspješnosti jedne godine prije preuzimanja	135
<b>Grafikon 3.7.</b> Rasponi profitnih stopa unutar skupina	136
<b>Grafikon 5.1.</b> Sudjelovanje anketiranih poduzeća u procesu vlasničkih integracija	150
<b>Grafikon 5.2.</b> Udio preuzimatelja, preuzetih i spojenih poduzeća	152
<b>Grafikon 5.3.</b> Zastupljenost horizontalnih i vertikalnih integracija (unaprijed i unatrag)	153
<b>Grafikon 5.4.</b> Prethodno poznavanje i suradnja poduzeća	154
<b>Grafikon 5.5.</b> Postignuti stupanj integriranja	156
<b>Grafikon 5.6.</b> Posljedice provedenog integriranja	157
<b>Grafikon 5.7.</b> Rezultati vlasničkog integriranja	159
<b>Grafikon 5.8.</b> Glavne pozitivne posljedice vlasničkog integriranja	161
<b>Grafikon 5.8.</b> Motivi za vlasničku integraciju kod poduzeća koja još nisu integrirana	176

## POPIS SHEMA

<b>Shema 2.1.</b> Jednostavna ugovorna shema	43
<b>Shema 2.2.</b> Integracija kao proces	93
<b>Shema 2.3.</b> Proces i složenost zadataka u spajanjima i pripajanjima	96

## POPIS PRILOGA

<b>Prilog 1.</b> Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila dobavljač poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila	240
<b>Prilog 2.</b> Rezultati Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća do 10 te 11 i više zaposlenih	241
<b>Prilog 3.</b> Rezultati Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća kojima je glavna djelatnost proizvodnja te onih kojima je trgovina	242
<b>Prilog 4.</b> Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila kupac poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila	243
<b>Prilog 5.</b> Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije udružena poduzeća bila konkurentska i grupe kod koje toga nije bilo	244
<b>Prilog 6.</b> Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila dobavljač poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila	245
<b>Prilog 7.</b> Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće	246

<b>Prilog 8.</b> Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su se spojila s drugim poduzećem	247
<b>Prilog 9.</b> Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće i poduzeća koja su se spojila s drugim poduzećem	248
<b>Prilog 10.</b> Rezultati provođenja varijabli Mann-Whitney U Testom prema grupama poduzeća odvojenih po veličini	249
<b>Prilog 11.</b> Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa za usporedbu varijabli kod grupa poduzeća odvojenima po djelatnosti	250

## PRILOZI

**Prilog 1.** Rezultati provođenja t-testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila dobavljač poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila

	Mean 1	Mean 2	t-value	df	p	Valid N 1	Valid N 2	Std. Dev. 1	Std. Dev. 2
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	4,4000	4,1333	0,4945	23	0,6257	10	15	1,2649	1,3558
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	3,3000	3,0625	0,3635	24	0,7194	10	16	1,8288	1,4818
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	3,5000	3,0000	0,7956	23	0,4344	10	15	1,5092	1,5584
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	3,3000	3,4667	-0,257	23	0,7991	10	15	1,4944	1,6417
Financijskog povezivanja	3,6000	3,3571	0,3625	22	0,7205	10	14	1,8379	1,4469
Strateškog i razvojnog povezivanja	3,9000	3,4286	0,7116	22	0,4842	10	14	1,4491	1,6968
Tehnološkog i operativnog povezivanja	3,6000	3,1429	0,7174	22	0,4807	10	14	1,3499	1,6575
Samo spekulativnog povezivanja	2,6000	2,2857	0,4160	22	0,6815	10	14	2,0656	1,6375
Financijske	3,5000	3,4667	0,0532	23	0,9581	10	15	1,8409	1,3020
Organizacijske	3,3000	3,1333	0,2719	23	0,7881	10	15	1,4944	1,5055
Tržišne	3,3000	3,4000	-0,157	23	0,8763	10	15	1,5670	1,5492
Tehnološke	3,2000	3,0000	0,3151	23	0,7555	10	15	1,4757	1,6036
Kadrovske	3,1000	2,8000	0,5484	23	0,5887	10	15	1,5239	1,2071
Smanjivanje troškova poslovanja	3,2000	3,2667	-0,106	23	0,9165	10	15	1,6865	1,4376
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	3,1000	3,1333	-0,047	23	0,9627	10	15	1,7920	1,6847
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	3,5000	3,7857	-0,494	22	0,6259	10	14	1,6499	1,1883
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	3,1111	3,2667	-0,235	22	0,8157	9	15	1,7638	1,4376
Preuzimanje tehnologije	2,6000	2,5714	0,0459	22	0,9638	10	14	1,4298	1,5549
Transfer znanja	2,7000	2,7333	-0,051	23	0,9598	10	15	1,5670	1,6242
Pristup sirovinama i poluproizvodima	2,8000	2,5333	0,4067	23	0,6880	10	15	1,6865	1,5523

Izvor: izradio autor

**Prilog 2.** Rezultati Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća do 10 te  
11 i više zaposlenih

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adju- sted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	129,5	170,5	65,5	0,2635	0,7922	0,3064	0,7593	10	14	0,7961
Došlo je do znacajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	128,0	172,0	67,0	0,1757	0,8606	0,1823	0,8553	10	14	0,8859
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veca financijska sigurnost.	156,0	144,0	39,0	1,8152	0,0695	1,8628	0,0625	10	14	0,0737
Ostvaren je veci tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeca.	155,0	145,0	40,0	1,7566	0,0790	1,8232	0,0683	10	14	0,0841
Financijskog povezivanja	130,0	123,0	45,0	0,9891	0,3226	1,0354	0,3005	10	12	0,3463
Strateškog i razvojnog povezivanja	125,0	128,0	50,0	0,6594	0,5097	0,6992	0,4844	10	12	0,5387
Tehnološkog i operativnog povezivanja	130,0	123,0	45,0	0,9891	0,3226	1,0219	0,3068	10	12	0,3463
Samo spekulativnog povezivanja	118,0	135,0	57,0	0,1978	0,8432	0,2203	0,8256	10	12	0,8718
Financijske	141,0	135,0	44,0	1,3024	0,1928	1,3641	0,1725	10	13	0,2080
Organizacijske	127,0	149,0	58,0	0,4341	0,6642	0,4524	0,6510	10	13	0,6926
Tržišne	116,0	160,0	61,0	0,2481	0,8041	0,2561	0,7979	10	13	0,8315
Tehnološke	123,5	152,5	61,5	0,2171	0,8282	0,2226	0,8238	10	13	0,8315
Kadrovske	136,0	140,0	49,0	0,9923	0,3211	1,0138	0,3107	10	13	0,3434
Smanjivanje troškova poslovanja	132,0	144,0	53,0	0,7442	0,4568	0,7736	0,4392	10	13	0,4833
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	122,0	154,0	63,0	0,1240	0,9013	0,1296	0,8969	10	13	0,9274
Povećanje financijske stabilnosti poduzeca	138,5	114,5	36,5	1,5495	0,1213	1,6217	0,1049	10	12	0,1229
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	111,0	142,0	51,0	0,5008	0,6165	0,5147	0,6068	9	13	0,6470
Preuzimanje tehnologije	101,5	151,5	56,5	0,1336	0,8938	0,1370	0,8910	9	13	0,8960
Transfer znanja	121,5	154,5	63,5	0,0930	0,9259	0,0954	0,9240	10	13	0,9274
Pristup sirovinama i poluproizvodima	136,0	140,0	49,0	0,9923	0,3211	1,0233	0,3061	10	13	0,3434

Izvor: izradio autor



**Prilog 3.** Rezultati Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća kojima je glavna djelatnost proizvodnja te onih kojima je trgovina

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	85,0	51,0	23,0	0,8997	0,3683	1,0041	0,3153	9	7	0,4079
Došlo je do znacajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	82,0	71,0	35,0	0,0962	0,9233	0,0984	0,9216	9	8	0,9626
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veca financijska sigurnost.	75,5	60,5	30,5	0,1059	0,9157	0,1100	0,9124	9	7	0,9182
Ostvaren je veci tržišni utjecaj, odnosno u ocekivanoj mjeri je povecana prodaja poduzeca.	67,5	68,5	22,5	0,9527	0,3408	0,9759	0,3291	9	7	0,3510
Financijskog povezivanja	80,0	56,0	20,0	1,2603	0,2076	1,3031	0,1925	8	8	0,2345
Strateškog i razvojnog povezivanja	76,5	59,5	23,5	0,8927	0,3720	0,9349	0,3499	8	8	0,3823
Tehnološkog i operativnog povezivanja	77,0	59,0	23,0	0,9452	0,3446	0,9728	0,3307	8	8	0,3823
Samo spekulativnog povezivanja	60,5	75,5	24,5	-0,787	0,4309	-0,847	0,3970	8	8	0,4418
Financijske	76,0	60,0	24,0	0,8402	0,4008	0,8660	0,3865	8	8	0,4418
Organizacijske	76,0	60,0	24,0	0,8402	0,4008	0,8694	0,3846	8	8	0,4418
Tržišne	79,5	56,5	20,5	1,2077	0,2271	1,2343	0,2171	8	8	0,2345
Tehnološke	77,5	58,5	22,5	0,9977	0,3184	1,0197	0,3079	8	8	0,3282
Kadrovske	71,0	65,0	29,0	0,3151	0,7527	0,3237	0,7461	8	8	0,7984
Smanjivanje troškova poslovanja	79,0	57,0	21,0	1,1552	0,2480	1,1945	0,2323	8	8	0,2786
Povecanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	71,5	64,5	28,5	0,3676	0,7132	0,3792	0,7046	8	8	0,7209
Povecanje financijske stabilnosti poduzeca	63,5	56,5	20,5	0,8680	0,3854	0,9016	0,3673	7	8	0,3969
Povecanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	69,5	50,5	22,5	0,6365	0,5245	0,6518	0,5145	8	7	0,5358
Preuzimanje tehnologije	66,5	69,5	30,5	-0,157	0,8748	-0,164	0,8693	8	8	0,8785
Transfer znanja	69,5	66,5	30,5	0,1575	0,8748	0,1646	0,8693	8	8	0,8785
Pristup sirovinama i poluproizvodima	72,0	64,0	28,0	0,4201	0,6744	0,4385	0,6610	8	8	0,7209

Izvor: izradio autor

**Prilog 4.** Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila kupac poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	136,0	189,0	69,0	0,3328	0,7393	0,3814	0,7029	10	15	0,7647
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	155,0	196,0	60,0	1,0541	0,2918	1,0893	0,2760	10	16	0,3102
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	131,0	194,0	74,0	0,0555	0,9558	0,0570	0,9546	10	15	0,9783
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	113,5	211,5	58,5	-0,915	0,3601	-0,946	0,3437	10	15	0,3669
Financijskog povezivanja	128,0	172,0	52,0	0,9242	0,3554	0,9625	0,3358	9	15	0,3786
Strateškog i razvojnog povezivanja	123,0	177,0	57,0	0,6261	0,5313	0,6585	0,5102	9	15	0,5584
Tehnološkog i operativnog povezivanja	120,5	179,5	59,5	0,4770	0,6333	0,4904	0,6238	9	15	0,6399
Samo spekulativnog povezivanja	105,0	195,0	60,0	-0,447	0,6547	-0,494	0,6207	9	15	0,6824
Financijske	128,0	197,0	61,0	0,6228	0,5334	0,6490	0,5163	9	16	0,5594
Organizacijske	141,0	184,0	48,0	1,3587	0,1742	1,4057	0,1598	9	16	0,1872
Tržišne	137,5	187,5	51,5	1,1606	0,2458	1,1944	0,2323	9	16	0,2513
Tehnološke	127,0	198,0	62,0	0,5661	0,5713	0,5797	0,5621	9	16	0,5976
Kadrovske	154,0	171,0	35,0	<b>2,0947</b>	<b>0,0362</b>	<b>2,1452</b>	<b>0,0319</b>	9	16	<b>0,0369</b>
Smanjivanje troškova poslovanja	138,0	187,0	51,0	1,1889	0,2345	1,2336	0,2174	9	16	0,2513
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	129,0	196,0	60,0	0,6794	0,4969	0,7058	0,4803	9	16	0,5225
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	114,0	186,0	66,0	0,0894	0,9287	0,0931	0,9258	9	15	0,9534
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	115,0	185,0	49,0	0,9186	0,3583	0,9413	0,3465	8	16	0,3826
Preuzimanje tehnologije	124,5	175,5	55,5	0,7155	0,4743	0,7367	0,4613	9	15	0,4820
Transfer znanja	124,5	200,5	64,5	0,4246	0,6711	0,4363	0,6626	9	16	0,6771
Pristup sirovinama i poluproizvodima	150,5	174,5	38,5	1,8966	0,0579	1,9594	0,0501	9	16	0,0568

Izvor: izradio autor

**Prilog 5.** Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije udružena poduzeća bila konkurentna i grupe kod koje toga nije bilo

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	238,0	62,0	26,0	2,3270	0,0200	2,6415	0,0083	16	8	0,0192
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	250,5	74,5	38,5	1,7185	0,0857	1,7704	0,0767	17	8	0,0858
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	223,5	76,5	40,5	1,4391	0,1501	1,4788	0,1392	16	8	0,1531
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	229,0	71,0	35,0	1,7759	0,0758	1,8415	0,0655	16	8	0,0808
Financijskog povezivanja	202,5	97,5	61,5	0,1531	0,8783	0,1594	0,8733	16	8	0,8810
Strateškog i razvojnog povezivanja	208,5	91,5	55,5	0,5205	0,6027	0,5475	0,5840	16	8	0,6101
Tehnološkog i operativnog povezivanja	190,0	110,0	54,0	-0,612	0,5403	-0,629	0,5290	16	8	0,5686
Samo spekulativnog povezivanja	180,5	119,5	44,5	-1,194	0,2324	-1,321	0,1863	16	8	0,2381
Financijske	242,0	83,0	47,0	1,2234	0,2212	1,2749	0,2023	17	8	0,2380
Organizacijske	235,5	89,5	53,5	0,8447	0,3983	0,8739	0,3822	17	8	0,4063
Tržišne	226,0	99,0	63,0	0,2913	0,7708	0,2998	0,7644	17	8	0,7975
Tehnološke	224,0	101,0	65,0	0,1748	0,8613	0,1789	0,8580	17	8	0,8867
Kadrovske	223,5	101,5	65,5	0,1456	0,8842	0,1491	0,8814	17	8	0,8867
Smanjivanje troškova poslovanja	208,5	116,5	55,5	-0,728	0,4665	-0,755	0,4499	17	8	0,4747
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	237,0	88,0	52,0	0,9321	0,3513	0,9683	0,3329	17	8	0,3744
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	231,5	68,5	40,5	1,2067	0,2275	1,2566	0,2089	17	7	0,2337
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	209,0	91,0	55,0	0,5511	0,5815	0,5648	0,5722	16	8	0,6101
Preuzimanje tehnologije	212,0	88,0	52,0	0,7348	0,4624	0,7565	0,4493	16	8	0,4896
Transfer znanja	247,5	77,5	41,5	1,5438	0,1226	1,5864	0,1126	17	8	0,1244
Pristup sirovinama i poluproizvodima	232,0	93,0	57,0	0,6408	0,5216	0,6620	0,5080	17	8	0,5486

Izvor: izradio autor

**Prilog 6.** Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to grupi poduzeća koja su prije integracije bila dobavljač poduzeća s kojim su se integrirala i grupe koja to nije bila

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	142,0	183,0	63,0	0,6656	0,5056	0,7628	0,4456	10	15	0,5305
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	138,5	212,5	76,5	0,1845	0,8536	0,1906	0,8488	10	16	0,8564
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	143,5	181,5	61,5	0,7488	0,4540	0,7694	0,4417	10	15	0,4611
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	123,5	201,5	68,5	-0,360	0,7184	-0,373	0,7091	10	15	0,7234
Financijskog povezivanja	139,0	161,0	56,0	0,8198	0,4124	0,8536	0,3933	10	14	0,4366
Strateškog i razvojnog povezivanja	137,0	163,0	58,0	0,7026	0,4823	0,7391	0,4599	10	14	0,5080
Tehnološkog i operativnog povezivanja	135,0	165,0	60,0	0,5855	0,5582	0,6020	0,5472	10	14	0,5848
Samo spekulativnog povezivanja	126,0	174,0	69,0	0,0586	0,9533	0,0648	0,9483	10	14	0,9771
Financijske	137,5	187,5	67,5	0,4160	0,6774	0,4336	0,6646	10	15	0,6830
Organizacijske	134,0	191,0	71,0	0,2219	0,8244	0,2296	0,8184	10	15	0,8490
Tržišne	127,0	198,0	72,0	-0,166	0,8678	-0,171	0,8640	10	15	0,8918
Tehnološke	135,0	190,0	70,0	0,2774	0,7815	0,2840	0,7764	10	15	0,8065
Kadrovske	139,5	185,5	65,5	0,5270	0,5982	0,5397	0,5894	10	15	0,6047
Smanjivanje troškova poslovanja	130,5	194,5	74,5	0,0277	0,9779	0,0288	0,9770	10	15	0,9783
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	130,0	195,0	75,0	0,0000	1,0000	0,0000	1,0000	10	15	1,0000
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	121,5	178,5	66,5	-0,204	0,8376	-0,213	0,8310	10	14	0,8408
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	109,5	190,5	64,5	-0,178	0,8580	-0,183	0,8545	9	15	0,8609
Preuzimanje tehnologije	126,5	173,5	68,5	0,0878	0,9300	0,0904	0,9280	10	14	0,9314
Transfer znanja	130,0	195,0	75,0	0,0000	1,0000	0,0000	1,0000	10	15	1,0000
Pristup sirovinama i poluproizvodima	137,0	188,0	68,0	0,3883	0,6978	0,4011	0,6883	10	15	0,7234

Izvor: izradio autor

**Prilog 7.** Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	101,5	69,5	23,5	-1,170	0,2417	-1,304	0,1919	12	6	0,2496
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	136,5	53,5	25,5	1,3945	0,1632	1,4340	0,1516	12	7	0,1673
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	113,5	57,5	35,5	-0,046	0,9626	-0,048	0,9616	12	6	0,9636
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	124,5	46,5	25,5	0,9834	0,3254	1,0154	0,3099	12	6	0,3355
Financijskog povezivanja	92,0	79,0	26,0	-1,132	0,2576	-1,174	0,2401	11	7	0,2854
Strateškog i razvojnog povezivanja	114,5	56,5	28,5	0,9057	0,3651	0,9382	0,3482	11	7	0,3749
Tehnološkog i operativnog povezivanja	109,5	61,5	33,5	0,4528	0,6507	0,4620	0,6441	11	7	0,6590
Samo spekulativnog povezivanja	98,0	73,0	32,0	-0,588	0,5561	-0,642	0,5204	11	7	0,5962
Financijske	112,5	77,5	34,5	-0,633	0,5262	-0,660	0,5090	12	7	0,5358
Organizacijske	145,5	44,5	16,5	2,1551	0,0312	2,2214	0,0263	12	7	0,0283
Tržišne	137,5	52,5	24,5	1,4790	0,1391	1,5160	0,1295	12	7	0,1422
Tehnološke	139,0	51,0	23,0	1,6058	0,1083	1,6407	0,1009	12	7	0,1198
Kadrovske	137,5	52,5	24,5	1,4790	0,1391	1,5231	0,1277	12	7	0,1422
Smanjivanje troškova poslovanja	123,0	67,0	39,0	0,2535	0,7998	0,2634	0,7922	12	7	0,8369
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	139,5	50,5	22,5	1,6481	0,0993	1,7059	0,0880	12	7	0,1003
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	112,5	58,5	34,5	-0,140	0,8883	-0,146	0,8833	12	6	0,8916
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	133,5	56,5	28,5	1,1410	0,2539	1,1674	0,2431	12	7	0,2614
Preuzimanje tehnologije	127,5	43,5	15,5	2,0830	0,0372	2,1436	0,0321	11	7	0,0346
Transfer znanja	143,5	46,5	18,5	1,9861	0,0470	2,0549	0,0399	12	7	0,0449
Pristup sirovinama i poluproizvodima	137,0	53,0	25,0	1,4368	0,1508	1,5057	0,1321	12	7	0,1673

Izvor: izradio autor

**Prilog 8.** Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća preuzetih od strane drugog poduzeća i poduzeća koje su se spojila s drugim poduzećem

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	103,0	68,0	25,0	-1,030	0,3029	-1,139	0,2545	12	6	0,3355
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	105,5	65,5	27,5	-0,796	0,4260	-0,827	0,4080	12	6	0,4371
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	102,0	69,0	24,0	-1,123	0,2611	-1,159	0,2461	12	6	0,2908
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	106,0	65,0	28,0	-0,749	0,4537	-0,780	0,4348	12	6	0,4936
Financijskog povezivanja	76,5	76,5	10,5	-2,261	0,0237	-2,376	0,0175	11	6	0,0202
Strateškog i razvojnog povezivanja	85,0	68,0	19,0	-1,407	0,1594	-1,508	0,1314	11	6	0,1802
Tehnološkog i operativnog povezivanja	74,0	79,0	8,0	-2,512	0,0120	-2,598	0,0094	11	6	0,0103
Samo spekulativnog povezivanja	104,0	49,0	28,0	0,5025	0,6153	0,5674	0,5704	11	6	0,6605
Financijske	108,0	63,0	30,0	-0,562	0,5741	-0,583	0,5598	12	6	0,6165
Organizacijske	94,5	76,5	16,5	-1,826	0,0678	-1,937	0,0527	12	6	0,0668
Tržišne	104,5	66,5	26,5	-0,889	0,3736	-0,926	0,3543	12	6	0,3845
Tehnološke	105,0	66,0	27,0	-0,842	0,3993	-0,873	0,3826	12	6	0,4371
Kadrovske	96,0	75,0	18,0	-1,685	0,0918	-1,731	0,0834	12	6	0,1025
Smanjivanje troškova poslovanja	95,0	76,0	17,0	-1,779	0,0752	-1,874	0,0608	12	6	0,0831
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	113,0	58,0	35,0	-0,093	0,9254	-0,097	0,9225	12	6	0,9636
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	113,0	58,0	35,0	-0,093	0,9254	-0,097	0,9227	12	6	0,9636
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	98,5	54,5	20,5	-1,001	0,3166	-1,029	0,3032	12	5	0,3284
Preuzimanje tehnologije	103,0	50,0	29,0	0,4020	0,6877	0,4144	0,6786	11	6	0,7325
Transfer znanja	119,5	51,5	30,5	0,5151	0,6065	0,5255	0,5992	12	6	0,6165
Pristup sirovinama i poluproizvodima	108,5	62,5	30,5	-0,515	0,6065	-0,532	0,5942	12	6	0,6165

Izvor: izradio autor

**Prilog 9.** Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa nad varijablama po grupama poduzeća i to poduzeća koje su preuzela drugo poduzeće i poduzeća koja su se spojila s drugim poduzećem

	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1 sided exact p
Detaljno i otvoreno smo ocjenili kompatibilnost poslovanja.	41,0	37,0	16,0	0,3203	0,7488	0,4216	0,6733	6	6	0,8182
Došlo je do značajnih promjena u svakodnevnim (operativnim) poslovnim aktivnostima.	35,5	55,5	7,5	-1,928	0,0538	-1,989	0,0466	7	6	0,0513
Postignute su uštede u dijelovima poslovanja i veća financijska sigurnost.	34,0	44,0	13,0	-0,800	0,4233	-0,824	0,4099	6	6	0,4848
Ostvaren je veći tržišni utjecaj, odnosno u očekivanoj mjeri je povećana prodaja poduzeća.	31,0	47,0	10,0	-1,281	0,2002	-1,381	0,1672	6	6	0,2403
Financijskog povezivanja	46,0	45,0	18,0	-0,428	0,6682	-0,469	0,6385	7	6	0,7308
Strateškog i razvojnog povezivanja	37,0	54,0	9,0	-1,714	0,0865	-1,825	0,0679	7	6	0,1014
Tehnološkog i operativnog povezivanja	36,0	55,0	8,0	-1,857	0,0633	-2,032	0,0421	7	6	0,0734
Samo spekulativnog povezivanja	55,5	35,5	14,5	0,9286	0,3531	1,0263	0,3048	7	6	0,3660
Financijske	49,5	41,5	20,5	0,0714	0,9431	0,0764	0,9391	7	6	0,9452
Organizacijske	29,5	61,5	1,5	-2,785	0,0053	-2,882	0,0039	7	6	0,0023
Tržišne	37,0	54,0	9,0	-1,714	0,0865	-1,792	0,0731	7	6	0,1014
Tehnološke	36,0	55,0	8,0	-1,857	0,0633	-1,915	0,0554	7	6	0,0734
Kadrovske	32,5	58,5	4,5	-2,357	0,0184	-2,510	0,0121	7	6	0,0140
Smanjivanje troškova poslovanja	37,0	54,0	9,0	-1,714	0,0865	-1,786	0,0739	7	6	0,1014
Povećanje proizvodnih /uslužnih kapaciteta	39,5	51,5	11,5	-1,357	0,1747	-1,473	0,1408	7	6	0,1807
Povećanje financijske stabilnosti poduzeća	39,5	38,5	17,5	0,0801	0,9362	0,0840	0,9331	6	6	0,9372
Povećanje tržišnog udjela i tržišne pozicije	36,5	41,5	8,5	-1,461	0,1439	-1,547	0,1216	7	5	0,1490
Preuzimanje tehnologije	38,0	53,0	10,0	-1,571	0,1161	-1,689	0,0912	7	6	0,1375
Transfer znanja	38,0	53,0	10,0	-1,571	0,1161	-1,689	0,0912	7	6	0,1375
Pristup sirovinama i poluproizvodima	36,5	54,5	8,5	-1,785	0,0741	-1,861	0,0627	7	6	0,0734

Izvor: izradio autor

**Prilog 10.** Rezultati provođenja varijabli Mann-Whitney U Testom prema grupama poduzeća odvojenih po veličini

	Rank Sum (do 5)	Rank Sum (6 i više)	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N (do 5)	Valid N (6 i više)	2*1sided exact p
Sm_T	1324,50	505,50	352,50	0,2133	0,8311	0,2237	0,8230	43	17	0,8327
Pov_kapa	1424,00	529,00	358,00	0,5893	0,5557	0,6938	0,4878	44	18	0,5642
Pov_fin	1360,00	531,00	370,00	-0,0643	0,9487	-0,0676	0,9461	44	17	0,9555
Pov_trž	1410,00	606,00	375,00	-0,4564	0,6481	-0,5563	0,5780	45	18	0,6564
Pre_teh	1159,50	551,50	298,50	-0,8541	0,3930	-0,8851	0,3761	41	17	0,3967
Trans_Zn	1343,50	486,50	333,50	0,5249	0,5996	0,5627	0,5736	43	17	0,6029
Pris_sir	1094,00	502,00	314,00	-0,3118	0,7552	-0,3201	0,7489	39	17	0,7642

Izvor: izradio autor



**Prilog 11.** Rezultati provođenja Mann-Whitney U Testa za usporedbu varijabli kod grupa poduzeća odvojenima po djelatnosti

Grupa0: trgovina; Grupa1: sva ostala poduzeća										
	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1sided exact p
Sm_T	1287,00	858,00	384,00	-1,3582	0,1744	-1,4237	0,1545	42	23	0,1779
Pov_kapa	1565,00	713,00	437,00	0,9112	0,3622	1,0571	0,2905	44	23	0,3684
Pov_fin	1402,00	809,00	456,00	-0,5181	0,6044	-0,5447	0,5860	43	23	0,6116
Pov_trž	1555,50	790,50	514,50	0,0389	0,9690	0,0470	0,9625	45	23	0,9692
Pre_teh	1343,00	610,00	357,00	1,2211	0,2220	1,2717	0,2035	40	22	0,2268
Trans_Zn	1329,00	751,00	426,00	-0,5089	0,6108	-0,5486	0,5833	42	22	0,6184
Pris_sir	1175,00	655,00	395,00	-0,2247	0,8222	-0,2301	0,8180	39	21	0,8297
Grupa0: proizvodnja; Grupa1: sva ostala poduzeća										
	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1sided exact p
Sm_T	1938,00	207,00	171,00	1,1382	0,2550	1,1931	0,2328	57	8	0,2647
Pov_kapa	2010,50	267,50	222,50	0,7079	0,4790	0,8212	0,4115	58	9	0,4854
Pov_fin	1968,00	243,00	207,00	0,4912	0,6233	0,5164	0,6056	58	8	0,6364
Pov_trž	2096,00	250,00	205,00	1,0949	0,2736	1,3246	0,1853	59	9	0,2827
Pre_teh	1750,00	203,00	175,00	0,3892	0,6971	0,4054	0,6852	55	7	0,7112
Trans_Zn	1884,00	196,00	160,00	1,2992	0,1939	1,4007	0,1613	56	8	0,2014
Pris_sir	1519,00	311,00	141,00	-1,4570	0,1451	-1,4921	0,1357	52	8	0,1507
Grupa0: ostale usluge Grupa1: sva ostala poduzeća										
	Rank Sum Group 1	Rank Sum Group 2	U	Z	p-level	Z adjusted	p-level	Valid N Group 1	Valid N Group 2	2*1sided exact p
Sm_T	796,00	1349,00	471,00	-0,3910	0,6958	-0,4099	0,6819	25	40	0,7028
Pov_kapa	1013,00	1265,00	404,00	1,6598	0,0970	1,9256	0,0542	26	41	0,0985
Pov_fin	913,00	1298,00	518,00	0,1109	0,9117	0,1165	0,9072	27	39	0,9175
Pov_trž	999,00	1347,00	486,00	0,8461	0,3975	1,0235	0,3061	27	41	0,4036
Pre_teh	923,50	1029,50	326,50	1,9516	0,0510	<b>2,0325</b>	<b>0,0421</b>	25	37	0,0505
Trans_Zn	837,00	1243,00	463,00	0,3371	0,7360	0,3635	0,7163	25	39	0,7430
Pris_sir	726,50	1103,50	401,50	-0,5398	0,5893	-0,5528	0,5804	25	35	0,5920

# KAZALO

## PREDGOVOR

## SAŽETAK

## SUMMARY

<b>1. UVOD.....</b>	<b>1</b>
1.1. PROBLEM I PREDMET ISTRAŽIVANJA .....	2
1.2. CILJEVI ISTRAŽIVANJA.....	6
1.3. METODEDE ZNANSTVENOG ISTRAŽIVANJA.....	7
1.4. KRATKI OPIS STRUKTURE DISPOZICIJE .....	8
<b>2. TEORIJSKE OSNOVE VLASNIČKIH INTEGRACIJA     PODUZEĆA.....</b>	<b>11</b>
2.1. POJMOVNO ODREĐENJE VLASNIČKIH INTEGRACIJA .....	15
2.2. VRSTE VLASNIČKIH INTEGRACIJA.....	17
2.2.1. Integracije prema smjeru integriranja .....	17
2.2.2. Prijateljske i neprijateljske integracije .....	21
2.2.3. Integracije prema načinu plaćanja poduzeća mete .....	23
2.3. ODREDNICE OSTVARIVANJA RASTA PODUZEĆA SPAJANJIMA I PRIPAJANJIMA U TEORIJI ORGANIZACIJE .....	25
2.3.1. Tehnološka teorija.....	25
2.3.2. Resursna teorija.....	32
2.3.3. Teorija transakcijskih troškova .....	37
2.3.4. Agencijska teorija .....	47
2.3.5. Motivi vlasničkih integracija u teoriji poduzeća.....	55
2.3.5.1. <i>Sinergijski motivi</i> .....	55
2.3.5.2. <i>Strateški (tržišni) motivi</i> .....	58
2.3.5.3. <i>Motiv povećanja konkurentnosti isključivanjem prekogranične                     konkurencije</i> .....	59
2.3.5.4. <i>Menadžerski motiv</i> .....	60
2.4. OBILJEŽJA INTEGRACIJSKIH VALOVA PODUZEĆA TIJEKOM XX. STOLJEĆA .....	61
2.4.1. Valovi integracija.....	62
2.4.1.1. <i>Prvi val – horizontalna spajanja</i> .....	62
2.4.1.2. <i>Drugi val – nastanak oligopola</i> .....	63

2.4.1.3.	<i>Treći val – konglomeratska udruživanja</i> .....	63
2.4.1.4.	<i>Četvrti val – deregulacija i neprijateljska preuzimanja</i> .....	64
2.4.1.5.	<i>Peti val – globalizacija svjetskog tržišta i megamergeri</i> .....	65
2.4.1.6.	<i>Počeci novog vala</i> .....	66
2.4.2.	Čimbenici koji pogoduju integracijskim ciklusima .....	67
2.5.	PRIKAZ ALTERNATIVNIH MODELA RASTA PODUZEĆA .....	74
2.5.1.	Rast pomoću interne ekspanzije (organski rast) .....	74
2.5.2.	Strateška partnerstva i klasteri .....	77
2.5.3.	Zajednička ulaganja ( <i>joint ventures</i> ).....	79
2.5.4.	Licenčni ugovori i franšize .....	80
2.5.5.	Kontrola kritičnih resursa putem manjinskih udjela .....	81
2.6.	ORGANIZACIJSKE IMPLIKACIJE VLASNIČKIH INTEGRACIJA.....	83
2.6.1.	Stupnjevi integracije preuzetih poduzeća .....	83
2.6.1.1.	<i>Financijsko povezivanje („politika žetve“)</i> .....	84
2.6.1.2.	<i>Strateško povezivanje</i> .....	85
2.6.1.3.	<i>Operativno povezivanje</i> .....	86
2.6.1.4.	<i>Potpuno stapanje</i> .....	87
2.6.2.	Koordinacija i integracija poslovnog sustava .....	88
2.6.2.1.	<i>Post-integracijska koordinacija</i> .....	88
2.6.2.2.	<i>Proces integriranja</i> .....	91
2.6.2.3.	<i>Ključni čimbenici uspješne integracije</i> .....	94
<b>3.</b>	<b>PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA U SVIJETU .....</b>	<b>100</b>
3.1.	ISTRAŽIVANJA UTJECAJA VLASNIČKIH INTEGRACIJA NA TRŽIŠNU VRIJEDNOST PODUZEĆA .....	100
3.1.1.	Uspješnost vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti poduzeća u kratkom roku .....	101
3.1.2.	Uspješnost vlasničkih integracija u povećanju vrijednosti poduzeća u dugom roku .....	107
3.1.3.	Utjecaj vlasničkih integracija na vrijednost poduzeća mete .....	112
3.2.	ISTRAŽIVANJA UTJECAJA VLASNIČKIH INTEGRACIJA NA OPERATIVNU EFIKASNOST INTEGRIRANIH PODUZEĆA.....	113
3.3.	NAJČEŠĆE NAVOĐENI RAZLOZI NEUSPJEHA VLASNIČKIH INTEGRACIJA.....	119
3.4.	ISTRAŽIVANJE OPERATIVNE EFIKASNOSTI PODUZEĆA META U REPUBLICI HRVATSKOJ.....	124
3.4.1.	Analiza imovine .....	125
3.4.2.	Analiza promjena kapitala .....	127

3.4.3.	Analiza kretanja prihoda .....	129
3.4.4.	Analiza kretanja broja zaposlenih .....	131
3.4.5.	Analiza promjena u proizvodnosti rada .....	133
3.4.6.	Kretanje profitne stope, povrata na imovinu i povrata na kapital .....	134
3.4.7.	Uspješnost vlasničkih integracija u Republici Hrvatskoj temeljem provedenog istraživanja .....	138
<b>4.</b>	<b>ORGANIZACIJSKI ČIMBENICI ZA PROVOĐENJE USPJEŠNIH VLASNIČKIH INTEGRACIJA MALIH PODUZEĆA.....</b>	<b>142</b>
<b>5.</b>	<b>ANKETNO ISTRAŽIVANJE ORGANIZACIJSKIH PROMJENA U VLASNIČKI POVEZANIM PODUZEĆIMA.....</b>	<b>148</b>
5.1.	POSTUPAK ISTRAŽIVANJA.....	148
5.1.1.	Opis uzorka .....	148
5.1.2.	Način provođenja anketiranja .....	149
5.2.	STATISTIČKA ANALIZA REZULTATA ISTRAŽIVANJA .....	150
5.2.1.	Rezultati statističke analize za poduzeća koja su sudjelovala u integracijskom procesu .....	151
5.2.1.1.	<i>Opis rezultata i deskriptivna statistika za poduzeća koja su             sudjelovala u vlasničkoj integraciji .....</i>	<i>152</i>
5.2.1.2.	<i>Inferencijalna analiza na uzorku anketiranih poduzeća koja su             sudjelovala u procesu vlasničkih integracija.....</i>	<i>162</i>
5.2.2.	Rezultati analize za poduzeća zainteresirana za vlasničku integraciju u budućnosti .....	174
5.2.2.1.	<i>Opis rezultata i deskriptivna statistika za poduzeća zainteresirana             za vlasničku integraciju .....</i>	<i>175</i>
5.2.2.2.	<i>Inferencijalna analiza na uzorku anketiranih poduzeća             zainteresiranih za buduće sudjelovanje u procesu vlasničkih             integracija .....</i>	<i>179</i>
5.3.	IMPLIKACIJE PROVEDENOG ANKETNOG ISTRAŽIVANJA .....	184
<b>6.</b>	<b>DUBINSKO ISTRAŽIVANJE SITUACIJSKIH VARIJABLI NA UZORKU VLASNIČKI INTEGRIRANIH PODUZEĆA.....</b>	<b>188</b>
6.1.	IZBOR PODUZEĆA ZA PROVOĐENJE DUBINSKOG INTERVJUA.....	188
6.2.	VODATEH .....	189
6.3.	BAGER COMMERCE .....	192
6.4.	R-PROJECT .....	194
6.5.	NOVAMAX .....	197
6.6.	MASLENICA .....	200

6.7. ZAKLJUČCI TEMELJEM PROVEDENOG DUBINSKOG ISTRAŽIVANJA	203
<b>7. PRIKAZ REZULTATA ISTRAŽIVANJA.....</b>	<b>207</b>
7.1. USPJEŠNOST POSLOVNE PRILAGODBE INTEGRIRANIH POSLOVNIH SUSTAVA .....	208
7.2. OGRANIČENJA PROVEDENOG ISTRAŽIVANJA I SMJERNICE ZA BUDUĆA ISTRAŽIVANJA .....	217
<b>8. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>219</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>226</b>
<b>POPIS TABLICA.....</b>	<b>236</b>
<b>POPIS GRAFIKONA .....</b>	<b>237</b>
<b>POPIS SHEMA .....</b>	<b>238</b>
<b>POPIS PRILOGA .....</b>	<b>238</b>
<b>PRILOZI.....</b>	<b>240</b>