

Dr. sc. Davor Filipović¹

VAŽNOST PROMJENE STRATEGIJE ZA USPJEŠNO PREUZIMANJE PODUZEĆA

IMPORTANCE OF STRATEGIC CHANGE FOR SUCCESSFUL TAKEOVER

SAŽETAK: Respektirajući činjenicu kako brojna spajanja i preuzimanja ne rezultiraju planiranim učincima, u ovome se radu analizira utjecaj strategije kao ključne endogene varijable organizacije na uspješnost preuzimanja poduzeća. S obzirom na to da je preuzimanje poduzeća-mete u velikoj mjeri posljedica neefikasnoga menadžmenta i neprimjerene strategije, u okviru ovoga rada testirana je hipoteza da u poduzeću-meti nakon preuzimanja mora doći do radikalne promjene strategije te da ona pozitivno utječe na poslovanje preuzetoga poduzeća. Empirijsko istraživanje provedeno je na hrvatskim poduzećima koja su preuzeta, a rezultati istraživanja ukazuju na statistički značajnu povezanost između radikalne promjene strategije i uspješnosti poslovanja poduzeća-mete nakon preuzimanja. Radikalnom promjenom strategije preuzetoga poduzeća menadžment može na učinkovitiji način alocirati resurse poduzeća, koji u razdoblju prije preuzimanja nisu korišteni na pravi način, što će za posljedicu imati uspješnije poslovanje preuzetoga poduzeća.

KLJUČNE RIJEČI: preuzimanje, uspješnost poslovanja poduzeća-mete, strategija, radikalna promjena strategije, Republika Hrvatska.

ABSTRACT: Respecting the fact that a vast number of M&As do not achieve planned synergies and results, this paper analyzes the impact of strategy as a key endogenous organizational variable on the takeover success. With regard to the fact that target takeover is, to a large extent, a consequence of inadequate strategy and ineffective management, this research tested the hypothesis that a radical change in business strategy after the takeover is related to better target company's performance after the takeover. Empirical research was conducted among Croatian companies that were taken over. Research results indicate that there is a statistically significant correlation between radical strategic change and better target company's performance after the takeover. Following a radical change in business strategy, the management can more efficiently allocate company's resources, which were not used appropriately before the takeover. As a consequence, target company's performance will improve.

KEY WORDS: takeovers, target company's performance, strategy, radical strategic change, Republic of Croatia.

¹ Viši asistent na Katedri za organizaciju i menadžment, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu.

1. UVOD

Spajanja i preuzimanja poduzeća, kao područje istraživanja brojnih znanstvenika i konzultanata, predstavljaju prominentan fenomen razvijenoga kapitalističkoga svijeta još od kraja devetnaestoga stoljeća. U literaturi se teško može pronaći knjiga, časopis ili znanstveni rad iz područja spajanja i preuzimanja poduzeća u kojima nisu dotaknuta pitanja poput utjecaja spajanja i preuzimanja na povećanje ili smanjenje bogatstva dioničara, motiva za spajanja i preuzimanja, realizacije planiranih sinergija, povećanja operativne učinkovitosti preuzetoga poduzeća, razloga zbog kojih spajanja i preuzimanja ne ostvaruju očekivane koristi te utjecaja spajanja i preuzimanja na društvo. /8, str. 5./ Uspješnost spajanja i preuzimanja poduzeća može se promatrati iz više perspektiva. S obzirom na to da spajanja i preuzimanja utječu na široki krug interesno-utjecajnih skupina te imajući u vidu činjenicu da interesi tih skupina divergiraju realizirane transakcije spajanja i preuzimanja mogu u isto vrijeme djelovati pozitivno na jedan dio, a negativno na drugi dio interesno-utjecajnih skupina. Financijska teorija se uglavnom fokusira na bogatstvo dioničara kao kriterij uspješnosti spajanja i preuzimanja jer su dioničari u konačnici rezidualni vlasnici poduzeća, dok su se mnoga istraživanja orijentirala na analizu uspješnosti poslovanja poduzeća koja su sudjelovala u aktivnostima spajanja i preuzimanja. Najčešći način provođenja analize uspješnosti poslovanja je komparacija uspješnosti poslovanja poduzeća prije i nakon preuzimanja korištenjem financijskih pokazatelja. /23/

S obzirom na to da u akademskoj zajednici ne postoji homogeno mišljenje o uspješnosti spajanja i preuzimanja poduzeća te da na uspješnost tih transakcija djeluju brojne varijable, glavni cilj ovoga rada bit će analiza utjecaja promjene strategije na uspješnost preuzimanja poduzeća u Republici Hrvatskoj. Uspješno preuzimanje definira se kao preuzimanje u kojemu preuzeto poduzeće ostvaruje bolje poslovne rezultate nego što ih je ostvarivalo prije preuzimanja. U tu svrhu analizirat će se, na temelju anketnoga upitnika, poslovanje poduzeća-mete u razdoblju od tri godine prije preuzimanja te u razdoblju od tri godine poslije preuzimanja. Prije same analize utjecaja promjene strategije na uspješnost preuzimanja poduzeća, temeljem provedenoga empirijskoga istraživanja, neophodno je, najprije, definirati što su to preuzimanja i prikazati njihove značajke kako bi se bolje razumjelo područje istraživanja. Nakon toga potrebno je primjenom metode analize i sinteze, te indukcije i dedukcije, istražiti relevantne teorijske aspekte strategije poduzeća. To je, naime, pretpostavka za ostvarivanje prethodno definiranih ciljeva istraživanja.

2. KONCEPTUALIZACIJA PREUZIMANJA PODUZEĆA

Preuzimanje (*engl. takeover*) odnosi se na kupnju kontrolnog interesa poduzeća "A" u poduzeću "B". Kontrolni interes predstavlja kupnju više od 50% dionica s pravom glasa poduzeća "B". U većini slučajeva sredstvo plaćanja kontrolnog interesa je novac, dionice poduzeća "A" ili kombinacija novca i dionica. Poduzeće preuzimatelj (*engl. bidder ili acquirer*) je obično veće od poduzeća-mete, tj. poduzeća koje se kupuje (*engl. acquiree ili target*) /1, str. 384./ Preuzeto poduzeće postaje sastavni dio veće i tržišno jače kompanije, a obično uzima i njeno ime. Ponekad preuzeto poduzeće zadržava i vlastito ime poslujući unutar nove grupe, ali gubi poslovnu samostalnost na način da umjesto svoje dotadašnje strategije provodi strategiju poduzeća koje ga je preuzelo. /25, str. 16./

U stranoj i domaćoj literaturi, kao i u poslovnome svijetu engleski termini *takeover* i *acquisition* često se koriste kao istoznačnice. Neovisno o tome što ne postoji opipljiva razlika između ta dva termina, u praksi i literaturi ti se termini naizmjenično koriste. Blaga distinkcija ogleđa se u tome što se termin *takeover* koristi kako bi se označilo neprijateljsko preuzimanje u kojemu se poduzeće-meta opire preuzimanju, dok se termin *acquisition* više koristi za preuzimanja koja imaju prijateljsko obilježje.² Uz to, u Velikoj Britaniji termin *takeover* odnosi se na preuzimanje poduzeća čije dionice kotiraju na tržištu kapitala, a termin *acquisition*, pak, podrazumijeva preuzimanje poduzeća čije dionice ne kotiraju na tržištu kapitala. /11, str. 11. - 12./

Od preuzimatelja se očekuje da dioničarima poduzeća-mete ponudi veću cijenu za dionice od one tržišne. Višak ponuđene cijene u odnosu na cijenu dionice prije preuzimanja naziva se premija za preuzimanje ili akvizicijska premija (*engl. takeover premium ili acquisition premium*). Akvizicijska premija odražava procijenjenu vrijednost za stjecanje kontrolnoga interesa u poduzeću-meti, kao i vrijednost potencijalnih sinergija. /10, str. 21./

Kontrolni interes ili kontrolna premija (*engl. control premium*) temelji se na pretpostavci da je vrijednost poduzeća determinirana odlukama menadžera o investiranju, financiranju investicija i, naposljetku, odlukama o tome koliko novca isplatiti dioničarima poduzeća. Vrijednost kontrolne premije derivirana je iz vjerovanja da netko drugi može upravljati poduzećem na drugačiji način nego što se njime trenutno upravlja. Drugačiji način podrazumijeva efikasnije poslovanje, a sama vrijednost kontrolne premije utvrđuje se na način da preuzimatelj izračuna vrijednost poduzeća-mete s novim menadžmentom i od te vrijednosti oduzme vrijednost poduzeća-mete s postojećim menadžmentom. /8, str. 457./

Preuzimatelj kupnju dionica poduzeća-mete obično obavlja putem javne ponude (*engl. tender offer*) gdje s dioničarima poduzeća-mete najčešće komunicira putem sredstava javnog priopćavanja. Poduzeće-meta može se odlučiti za otkup vlastitih dionica putem javne ponude, a takva javna ponuda naziva se *self-tender offer*. Javna ponuda za preuzimanje dionica, koja je u slučaju prijateljskoga preuzimanja rezultat dogovora menadžmenta poduzeća-mete i preuzimatelja, koristi se i u slučaju neprijateljskoga preuzimanja. /10, str. 21./

Neprijateljsko preuzimanje je ono preuzimanje u kojemu se menadžment poduzeća-mete suprotstavlja preuzimanju i mišljenja je da preuzimanje nije dobar izbor za sve vlasnike poduzeća. Pri neprijateljskom preuzimanju ne postoji dogovor između menadžmenta poduzeća-mete i preuzimatelja, a menadžment preuzimatelja pokušava kupiti dionice poduzeća-mete izravno od dioničara putem neprijateljske javne ponude (*engl. hostile tender offer*) pokušavajući na taj način zaobići menadžment poduzeća-mete. /9, str. 8./ Preuzimanje se može označiti kao neprijateljsko ako menadžment poduzeća-mete odbije ponudu za preuzimanje, a preuzimatelj ustraje u nastojanju da preuzme poduzeće-metu te u slučaju kada menadžment preuzimatelja krene u preuzimanje bez obavješćavanja menadžmenta poduzeća-mete. U slučaju uspješnoga neprijateljskog preuzimanja menadžment poduzeća-mete obično biva smijenjen, za razliku od prijateljskoga kada menadžment preuzetoga

² Orsag i Gulin ističu da se prema nekim autorima termin *takeover* koristi da bi se označilo neprijateljsko preuzimanje, ali naglašavaju općenitost i nepreciznost tog termina koji za njih predstavlja prenošenje kontrole poslovanja nekoga poduzeća na drugo poduzeće koje tada postaje glavni dioničar preuzetoga poduzeća. /18, str. 36./

poduzeća u velikom broju slučajeva zadržava poziciju koju je imao prije preuzimanja. /26, str. 302./

Za preuzimanje poduzeća, osim novca i dionica, mogu se – što se u praksi često i primjenjuje – koristiti znatna posuđena sredstva. Transakcije preuzimanja poduzeća u kojima se prije svega koristi znatan udio duga nazivaju se preuzimanja putem poluge (*engl. leverage buyout*). U preuzimanju putem poluge, preuzimatelj kupnju poduzeća-mete financira kombinacijom duga i kapitala. Nakon preuzimanja struktura kapitala preuzetoga poduzeća se znatno mijenja i omjer duga je mnogo veći nego prije preuzimanja. Kao osiguranje posuđenih sredstava zalaže se imovina preuzetoga poduzeća, a posuđena sredstva vraćaju se iz novčanih tokova generiranih poslovanjem preuzetoga poduzeća. /6, str. 2./ Preuzimanja putem poluge afirmirali su fondovi rizičnog kapitala (*engl. private equity funds*). U literaturi se, među tim fondovima, kao pokretač takvoga načina financiranja preuzimanja uobičajeno navodi Kohlberg Kravis Roberts & Co (KKR). /16, str. 93. - 105./

Preuzimanja putem poluge često se koriste i prilikom preuzimanja poduzeća od strane menadžera (*engl. MBO – management buyout*), ali i od strane zaposlenika (*engl. EBO – employee buyout*). /14/ Takvi oblici preuzimanja poduzeća ponekad se javljaju kao način rješavanja obiteljskoga naslijeđa ili kao skupni odgovor zaposlenika prijetnji zatvaranja, likvidacije ili neprijateljskoga preuzimanja poduzeća. /23, str. 2./ Preuzimanje poduzeća od strane zaposlenika može se provesti i kroz program zaposleničkog dioničarstva (*engl. ESOP - employee share ownership plan*). ESOP je poseban oblik uključivanja zaposlenika u vlasničku strukturu poduzeća. Premda je ESOP američki oblik organiziranja zaposleničkog suvlasništva nad poduzećem, njegova uporaba proširila se po svijetu u različitim inačicama. U Republici Hrvatskoj, ali i u mnogim drugim zemljama, imenom ESOP nazivaju se svi programi zaposleničkog otkupa postojećih ili novoizdanih dionica poduzeća, neovisno o vrsti, obliku (sa ili bez poluge) ili načinu provedbe. /23, str. 2./

3. UTJECAJ STRATEGIJE NA USPJEŠNOST PREUZIMANJA PODUZEĆA

Strategija kao endogena varijabla organizacije uvelike determinira ne samo uspješnost preuzimanja poduzeća, nego i općenito uspješnost poslovanja poduzeća. Uspjeh poslovanja poduzeća-mete nakon preuzimanja može se promatrati kao kombinacija uspješno oblikovane i implementirane strategije koja vodi povećanju izvrsnosti u svim fazama poslovanja. Bit procesa implementacije je strateška promjena. Implementacija strategije nije ništa drugo nego zamjena stare strategije novom koja bi poduzeće trebala učiniti uspješnijim u odnosu na konkurente. /7, str. 157./

Etimološki promatrano riječ strategija dolazi od grčke riječi *strategos*, što u prijevodu znači general, a izvodi se iz *stratos*, što znači vojska i *agein*, što znači voditi. U tome smislu strategija se može promatrati kao umijeće vođenja vojske. Iako je izvorno nastala u okviru vojske, strategija se u poslovnome svijetu ustalila nakon 1960-ih godina na inicijativu Barnarda i Sloana, koji su isticali potrebu za strategijom unutar poslovnoga konteksta. /5, str. 3./ Prema Gambli i Thompsonu (2009.) strategija se sastoji od konkurentskih poteza i pristupa kojima se menadžeri služe kako bi privukli kupce i ugodili im, uspješno se natjecali, povećali prihode i kako bi ostvarili zacrtane ciljeve. /12/ Strategija se može promatrati

kao način na koji menadžeri jednoga poduzeća pokušavaju nadmudriti menadžere konkurentskih poduzeća oslanjajući se pritom na akcije i poteze koji će rezultirati realizacijom dugoročnih ciljeva poduzeća i stvaranjem konkurentske prednosti. /11/ Porter (1980.) opisuje strategiju kao zauzimanje ofanzivnih ili defanzivnih aktivnosti u cilju kreiranja obrambene pozicije u industriji kako bi se poduzeće uspješno borilo s konkurentskim silama i naposljetku ostvarilo superiorne povrate na uložena sredstva. /19/ Tipurić (1999.) naglašava kako strategija mora stvoriti pretpostavke poduzeću za opstanak u dugom roku te kako je bit uspješne strategije postizanje boljih rezultata od konkurencije. /27/

Spajanjima i preuzimanjima poduzeća često mijenjaju izbor strategije, a to se može objasniti samo razumijevanjem resursa temeljem kojih se poduzeća natječu i načinom na koji ti resursi vremenom erodiraju. Stoga, poduzeća spajanjima i preuzimanjima dolaze u posjed novih resursa koji im omogućavaju daljnje natjecanje i stvaranje konkurentske prednosti. /22, str. 48./

Istraživanje Ramaswamy (1997.), koje je obuhvatilo horizontalna spajanja i preuzimanja u bankovnoj industriji u SAD-u, pokazalo je da su spajanja i preuzimanja banaka sa sličnim strateškim značajkama bila uspješnija od onih u kojima su strategije banaka bile različite. /20/ Koncept sličnosti strategija temelji se na načinu alociranja resursa koji indicira koju strategiju poduzeće implementira. U situaciji kada dva poduzeća na sličan način alociraju resurse koji su mjereni kroz strateški relevantne značajke može se zaključiti da poduzeća imaju slične strategije. Ramaswamy je u okviru strateški relevantnih značajki analizirao tržišni udio, marketinške rashode, odnos menadžera prema riziku, udio fiksnih troškova u prihodima te strukturu klijenata.

Altunbas i Marques (2008.) su na uzorku od 262 spajanja i preuzimanja u bankovnoj industriji Europske unije u razdoblju od 1992. do 2001. godine analizirali utjecaj sličnosti strategija na poslovanje poduzeća nakon transakcije. /3/ Istraživanje je temeljeno na Ramaswamyevom modelu, a pokazalo je kako sličnosti u strategijama preuzimatelja i poduzeća-mete pozitivno utječu na poslovanje poduzeća nakon preuzimanja.

Rezultati istraživanja Slehtona na uzorku od 218 spajanja i preuzimanja između slučajno odabranih Fortune 500 poduzeća sugeriraju da je za uspjeh spajanja i preuzimanja neophodna strateška komplementarnost između preuzimatelja i poduzeća-mete. /21, str. 284./ Allred i suradnici (2005.) spajanja i preuzimanja opisuju kao brak te ističu da sličnosti između supružnika mogu rezultirati harmoniziranim odnosima u budućnosti implicirajući da su sličnosti strategija preuzimatelja i poduzeća-mete neophodne za uspješno poslovanje nakon preuzimanja. /2, str. 26./ Recentno istraživanje Kima i Finkelsteina (2009.) koje je obuhvatilo 2.204 preuzimanja od strane komercijalnih banaka u SAD-u u razdoblju od 1989. do 2001. sugerira kako su sličnosti u strategijama poduzeća koja sudjeluju u transakcijama važne za uspjeh poslovanja nakon spajanja ili preuzimanja. /15/

Harrison i sur. (1991.) su u istraživanju koje je obuhvatilo 1.100 poduzeća koja su sudjelovala u spajanjima i preuzimanjima u razdoblju od 1970. do 1989. godine analizirali povezanost sličnosti strategija i poslovanja nakon spajanja ili preuzimanja. /13/ U njihovom istraživanju definicija sličnosti strategija obuhvaća nekoliko ključnih strateških varijabli poput ulaganja u istraživanje i razvoj, administrativnoga intenziteta, razine zaduženosti kao i razine kapitala. Iako su navedene varijable povezane s realizacijom potencijalnih sinergija, istraživanje je pokazalo da upravo razlike između tih varijabli kod preuzimatelja i poduzeća-mete pozitivno utječu na poslovanje poduzeća nakon preuzimanja.

Teorije spajanja i preuzimanja poduzeća ističu važnost povećanja efikasnosti poslovanja kao rezultat ostvarenja potencijalnih sinergija. Jedan od brojnih oblika sinergija moguće je ostvariti kroz komplementarnost kompetencija menadžmenta ili promjenom nekompetentnog menadžmenta. /17/ Uzimajući u obzir utjecaj tržišta za korporativnu kontrolu na poduzeće-metu, pretpostavlja se da će nekompetentni menadžment nakon preuzimanja biti promijenjen i da će radikalna promjena strategije preuzetoga poduzeća rezultirati njegovim uspješnijim poslovanjem. Cilj radikalne promjene strategije ili strateškog zaokreta (*engl. turaround*) je uspostavljanje narušenoga sklada između poduzeća i njegove okoline promjenom strateške pozicije poduzeća. Radikalna promjena strategije potrebna je u situacijama kad je poduzeće izgubilo konkurentsku prednost te kad je evidentan pad profitabilnosti, kao i drugih financijskih i nefinancijskih pokazatelja u odnosu na konkurenciju. /24, str. 122./

Kao što je i prethodno istaknuto, neka od istraživanja o strategijama poduzeća, koja su predmet spajanja ili preuzimanja, sugeriraju da su razlike u strategijama preuzimatelja i poduzeća-mete prikladnije za povećanje bogatstva dioničara i bolje poslovanje poduzeća nakon preuzimanja nego u situaciji kada preuzimatelj i poduzeće-meta imaju slične strategije. /4/ Promjenom strategije preuzetoga poduzeća novi menadžment na efikasniji način može alocirati resurse poduzeća, koji u razdoblju prije preuzimanja nisu korišteni na pravi način, što će za posljedicu imati uspješnije poslovanje preuzetoga poduzeća. /13/ Polazeći od prethodno navedenih istraživanja, kao i činjenice da je preuzimanje poduzeća-mete obično u velikoj mjeri uzrokovano kombinacijom neodgovarajuće strategije i neefikasnoga menadžmenta, u ovome se radu testira hipoteza da u poduzeću-meti nakon preuzimanja mora doći do radikalne promjene strategije te da ona pozitivno utječe na poslovanje preuzetoga poduzeća.

4. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Mjerni instrument (anketni upitnik) u ovome istraživanju sastojao se od devet pitanja na koja su ispitanici³ odgovarali te izražavali svoje slaganje/neslaganje s navedenim tvrdnjama pri čemu se koristila Likertova mjerna ljestvica s pet stupnjeva. Tvrdnje korištene u pojedinim mjernim ljestvicama su ili originalno razvijene za potrebe istraživanja ili prerađene i prilagođene iz već postojećih mjernih ljestvica koje se mogu naći u relevantnoj znanstvenoj literaturi. Nakon popunjavanja upitnika analizirana su pitanja koja se odnose na postavljenu hipotezu te se pomoću deskriptivne statistike, Hi-kvadrat testa i analize varijance (ANOVA) testirala validnost hipoteze.

Empirijsko istraživanje provedeno je na hrvatskim poduzećima koja su preuzeta. U bazama podataka Bloomberg i Mergermarket u razdoblju od 1998. do 2010. u Republici Hrvatskoj su evidentirane 233 transakcije preuzimanja poduzeća. Detaljnim istraživanjem Javne informacijske knjižnice Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga došlo se do podatka o još 401 transakciji u tome razdoblju, što kombinirano s transakcijama iz baza podataka Bloomberg i Mergermarket čini ukupno 634 transakcije. S obzirom na to da su se u okviru ovoga istraživanja analizirala preuzeta poduzeća u nefinancijskome sektoru, uzorak na kojemu je provedeno empirijsko istraživanje obuhvaćao je 598 poduzeća. Budući da se ovo istraživanje usredotočilo i na uspješnost preuzimanja poduzeća, za analiziranje

³ Članovi uprave poduzeća i menadžeri više i srednje razine.

uspješnosti poslovanja preuzetoga poduzeća bitno je bilo da su od preuzimanja protekle barem tri godine. Iz tog su se razloga analizirala preuzeta poduzeća u razdoblju od 1998. do 2006. godine.

U razdoblju od šezdeset dana nakon početka primarnoga istraživanja dobivena su 43 popunjena upitnika, što predstavlja stopu povrata od 7,19%. Imajući u vidu osjetljivost analiziranih fenomena i kompleksnost analize, navedena stopa povrata upitnika je prihvatljiva. Kompleksnost analize se ogleda u tome što su u istraživanje uključena samo ona poduzeća kod kojih je proteklo tri godine od preuzimanja. Dodatni kriterij se odnosio na činjenicu što je ispitanik (predsjednik ili član uprave odnosno menadžer više razine) trebao biti uključen u proces preuzimanja i upoznat s aktivnostima preuzimanja te zaposlen u preuzetom poduzeću najmanje 5 godina kako bi mogao identificirati i ocijeniti promjene koje su se dogodile nakon preuzimanja poduzeća. Od ukupnoga broja pristiglih upitnika identificirano je 30 preuzetih poduzeća koja su uspješnije poslovala nakon preuzimanja (69,8%) te 13 poduzeća koja su poslovala lošije nakon te transakcije (30,2%). Industrijska struktura poduzeća obuhvaćenih empirijskim istraživanjem prikazana je u tablici 1. Od analiziranih preuzetih poduzeća najviše ih se bavi industrijskom proizvodnjom (23,26%), uslužnom djelatnošću (18,60%) i hotelijerstvom (18,60%).

Tablica 1. Industrijska struktura preuzetih poduzeća

Industrija	Broj poduzeća	%
Energetika	1	2,33%
Farmaceutika	3	6,98%
Građevinska industrija	2	4,65%
Hotelska industrija	8	18,60%
Industrijska proizvodnja	10	23,26%
Informatika	1	2,33%
Izdavaštvo	2	4,65%
Logistika	2	4,65%
Prehrambena industrija	1	2,33%
Proizvodnja hrane	1	2,33%
Proizvodnja pića	1	2,33%
Tekstilna industrija	1	2,33%
Telekomunikacije	2	4,65%
Uslužna djelatnost	8	18,60%
Ukupno	43	100%

Izvor: istraživanje autora.

5. INTERPRETACIJA REZULTATA EMPIRIJSKOGA ISTRAŽIVANJA

Empirijsko istraživanje usmjereno je testiranju hipoteze koja glasi:

Radikalna promjena strategije nakon preuzimanja povezana je s uspješnijim poslovanjem preuzetoga poduzeća.

Hipoteza je testirana na način da se sudionicima istraživanja najprije postavilo pitanje o radikalnoj promjeni strategije nakon što je njihovo poduzeće preuzeto. Odgovori ispitanika prikazani su u sljedećoj tablici.

Tablica 2. Radikalna promjena strategije i uspješnost poslovanja

Promjena strategije nakon preuzimanja		Uspješnost poslovanja nakon preuzimanja		Ukupno
		Lošija	Bolja	
Da	Broj poduzeća	5	25	30
	%	16,7%	83,3%	100,0%
Strategija je ostala ista	Broj poduzeća	4	5	9
	%	44,4%	55,6%	100,0%
Ukupno	Broj poduzeća	9	30	39
	%	23,1%	76,9%	100,0%

Izvor: istraživanje autora.

Od ukupnoga broja sudionika istraživanja koji su odgovarali na pitanje o promjeni strategije razvidno je kako je kod 30 poduzeća strategija radikalno promijenjena, dok je u 9 slučajeva strategija ostala nepromijenjena. Promatrajući ukupan broj poduzeća u kojima je došlo do radikalne promjene strategije nakon preuzimanja vidljivo je kako je njih 25 odnosno 83,3% poslovalo uspješnije, dok ih je 5 odnosno 16,7% poslovalo lošije u odnosu na razdoblje prije preuzimanja. Od 9 poduzeća u kojima nije bilo promjene strategije 55,6% ih je poslovalo uspješnije, a 44,4% lošije u razdoblju nakon preuzimanja. Hi-kvadrat test s pripadajućim mjerama upotrijebljen je kako bi se testirala povezanost između radikalne promjene strategije i uspješnosti poslovanja nakon preuzimanja.

Tablica 3. Hi-kvadrat povezanosti radikalne promjene strategije i uspješnosti poslovanja

Chi-Square Test	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	3,009 ^a	1	,083	,170	,103
Continuity Correction ^b	1,648	1	,199		
Likelihood Ratio	2,737	1	,098	,170	,103
Fisher's Exact Test				,170	,103

Izvor: istraživanje autora.

Tablica 4. Simetrične mjere Hi-kvadrat testa

Symmetric Measures	Value	Approx. Sig.	Exact Sig.
Phi	-,278	,083	,170
Cramer's V	,278	,083	,170
Contingency Coefficient	,268	,083	,170

Izvor: istraživanje autora.

Rezultati Hi-kvadrat testa pokazali su kako postoji statistički značajna povezanost ($p = 0,083$), na razini značajnosti manjoj od 10%, između radikalne promjene strategije i uspješnosti poslovanja poduzeća nakon preuzimanja. Uz statistički značajnu povezanost razvidna je i praktična povezanost iz razloga što je 83,3% poduzeća kod kojih je menadžment radikalno promijenio strategiju bilo uspješnije nakon preuzimanja, dok je kod poduzeća koja nisu radikalno promijenila strategiju njih 55,6% poslovalo uspješnije nakon preuzimanja.

Za testiranje intenziteta utjecaja radikalne promjene strategije na uspješnost poslovanja između poduzeća koja su poslovala bolje i onih koja su poslovala lošije korištena je analiza varijance s jednim promjenjivim faktorom.⁴ Prosječne ocjene sudionika u istraživanju prikazane su u tablici 5.

Tablica 5. Prosječne ocjene sudionika istraživanja o utjecaju radikalne promjene strategije na uspješnost poslovanja

Uspješnost poslovanja nakon preuzimanja	N	Mean	Std. Deviation
Lošija	5	1,31	,480
Bolja	25	3,69	1,105
Ukupno	30	2,95	1,464

Izvor: istraživanje autora.

Prosječna ocjena sudionika istraživanja čija su poduzeća nakon preuzimanja poslovala lošije iznosila je 1,31, dok je prosječna ocjena ispitanika čija su poduzeća poslovala bolje nakon preuzimanja bila 3,69. Kako bi se utvrdilo postoji li statistički značajna razlika u aritmetičkim sredinama ocjena ispitanika čija su poduzeća poslovala lošije ili bolje nakon preuzimanja korištena je analiza varijance.

Tablica 6. Analiza varijance o utjecaju radikalne promjene strategije na uspješnost poslovanja

ANOVA	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	50,929	1	50,929	55,094	,000
Within Groups	36,976	28	,924		
Total	87,905	29			

Izvor: istraživanje autora.

Na temelju analize varijance vidljivo je kako postoji signifikantna razlika ($p < 0,001$) u prosječnim ocjenama sudionika istraživanja. S obzirom na to da je Hi-kvadrat testom dokazana statistički značajna povezanost između promjene strategije i uspješnosti poslovanja nakon preuzimanja te uvažavajući činjenicu da postoji i praktična povezanost, može se

⁴ Sudionici istraživanja su davali mišljenje o tome u kojoj mjeri radikalna promjena strategije utječe na uspješnost poslovanja nakon preuzimanja (1 – nije bilo utjecaja, 2 – slab utjecaj, 3 – osrednji utjecaj, 4 – jak utjecaj, 5 – iznimno jak utjecaj).

zaključiti kako je radikalna promjena strategije nakon preuzimanja povezana s uspješnijim poslovanjem poduzeća-mete, čime se prihvaća polazna hipoteza.

6. ZAKLJUČAK

Spajanja i preuzimanja predstavljaju inherentni dio strategije rasta koji omogućava poduzećima ojačati svoju tržišnu poziciju puno brže nego što je to moguće kada se odlučuju za interni rast. Rast poduzeća kroz spajanja i preuzimanja pruža pristup novim tržištima i resursima, a uspjeh ili neuspjeh spajanja i preuzimanja od velike je važnosti ne samo za poduzeća koja sudjeluju u tim transakcijama, nego i za sve dionike tog procesa, kao i za cjelokupno gospodarstvo. Respektirajući činjenicu kako brojna spajanja i preuzimanja ne rezultiraju planiranim učincima zbog utjecaja brojnih organizacijskih varijabli na proces spajanja i preuzimanja, u ovome je radu analiziran utjecaj strategije, kao ključne endogene varijable organizacije, na uspješnost preuzimanja poduzeća.

Temeljem navedenih teorijskih i empirijskih spoznaja može se zaključiti kako novi menadžment mora napraviti korjenite promjene u poduzeću-meti nakon preuzimanja da bi poslovanje poduzeća bilo bolje nego u razdoblju prije preuzimanja. Jedna od promjena koja je nužna odnosi se na strategiju poduzeća budući da je preuzimanje poduzeća-mete u velikoj mjeri posljedica kombinacije neodgovarajuće strategije i neefikasnoga menadžmenta koji je poduzeće-metu vodio u razdoblju prije preuzimanja.

Pretpostavka na kojoj je temeljena polazna hipoteza je da u poduzeću-meti nakon preuzimanja mora doći do radikalne promjene strategije te da ona pozitivno utječe na poslovanje preuzetoga poduzeća. Hi-kvadrat testom utvrđena je statistički značajna povezanost ($p = 0,083$), na razini značajnosti manjoj od 10%, između radikalne promjene strategije i uspješnosti poslovanja poduzeća nakon preuzimanja. Uz statistički značajnu povezanost evidentirana je i praktična povezanost iz razloga što je 83,3% poduzeća kod kojih je novi menadžment radikalno promijenio strategiju bilo uspješnije nakon preuzimanja, dok je kod poduzeća koja nisu radikalno promijenila strategiju njih 55,6% poslovalo uspješnije nakon preuzimanja. Analizom varijance također je utvrđeno kako postoji statistički signifikantna razlika ($p < 0.001$) u prosječnim ocjenama sudionika istraživanja čija su poduzeća poslovala lošije (misle da radikalna promjena slabo utječe na uspješnost poslovanja) i sudionika istraživanja čija su poduzeća poslovala bolje nakon preuzimanja (misle da radikalna promjena jako utječe na uspješnost poslovanja). S obzirom na navedeno polazna hipoteza je prihvaćena.

U budućim istraživanjima bilo bi dobro analizirati aktivnosti preuzimanja u okviru jedne industrije, što bi moglo polučiti signifikantnije rezultate u smislu djelovanja izabranih varijabli organizacije na uspješnost preuzimanja. Uz to, utjecaj strategije na uspješnost preuzimanja mogao bi se istražiti iz perspektive preuzimanja poduzeća koja posluju uspješno te analizirati treba li u tim situacijama mijenjati, modificirati ili pak ne mijenjati strategiju poduzeća-mete.

Imajući u vidu činjenicu da su se brojna preuzimanja pokazala neuspješnim i da nisu preuzimateljima donijela očekivane rezultate, zaključno se može konstatirati kako promjena ključnih endogenih varijabli organizacije, kao što je strategija poduzeća-mete nakon preuzimanja može doprinijeti povećanju broja uspješnih preuzimanja, ne samo u Hrvatskoj, nego i šire.

LITERATURA

1. Agwin, D. (2007.), *Mergers and Acquisitions*, Malden, Blackwell Publishing.
2. Allred, B. B., Boal, K. B., Holstein, W. K. (2005.), Corporations as stepfamilies: A new metaphor for explaining the fate of merged and acquired companies, *Academy of Management Executive*, 19 (3): 23. - 37.
3. Altunbas, Y. i Marques, D. (2008.), Mergers and acquisitions and banking performance in Europe: The role of strategic similarities, *Journal of Economics and Business*, 60 (3): 204. - 222.
4. Barney, J. B. (1986.), Strategic factor markets: Expectations, luck, and business strategy, *Management Science*, 32 (10): 1231. - 1241.
5. Buble, M. (2005.), Uvod u strateški menadžment. U: Buble, M. (ur.) *Strateški menadžment* (str. 1. - 15.), Zagreb, Sinergija.
6. Center for Private Equity and Entrepreneurship (2003.), *Note on Leverage Buyouts*, Hanover USA, Tuck School of Business at Dartmouth.
7. Cingula, M. (2005.), Implementacija strategije. U: Buble, M. (ur.) *Strateški menadžment* (str. 157. - 166.), Zagreb, Sinergija.
8. Damodaran, A. (2002.), *Investment Valuation: The Value of Synergy*, New York, John Wiley & Sons Inc.
9. DePamphilis, D. M. (2008.), *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities, 4th ed*, San Diego, Academic Press.
10. DePamphilis, D. M. (2010.), *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities, 5th ed*, San Diego, Academic Press.
11. Filipović, D. (2011.), Modeliranje egzogenih i endogenih varijabli organizacije za uspješno preuzimanje poduzeća, Doktorska disertacija, Zagreb, Ekonomski fakultet Zagreb.
12. Gamble, J. E. i Thompson, A. A. (2009.), *Essentials of Strategic Management: The Quest for Competitive Advantage*, New York, McGraw-Hill Irwin.
13. Harrison, S. J., Hitt, M. A., Hoskisson R. E. i Ireland, R. D. (1991.), Synergies and Post-Acquisition Performance: Differences versus Similarities in Resource Allocations, *Journal of Management*, 17 (1): 173-190.
14. <http://www.mergermarket.com/home/glossary.asp>
15. Kim, J. i Finkelstein, S. (2009.), Effects of Strategic and Market Complementary on Acquisition Performance: Evidence From the U.S. Commercial Banking Industry, 1989-2001, *Strategic Management Journal*, 30 (6): 617. - 646.
16. Lake, R. i Lake, R. A. (2007.) *Private Equity and Venture Capital*, London, Euromoney Books.
17. Larsson, R. i Finkelstein, S. (1999.), Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization, *Organizational Science*, 10 (1): 1. - 26.
18. Orsag, S. i Gulin, D. (1996.), *Poslovne kombinacije*, Zagreb, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

19. Porter, M. E. (1980.), *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, New York, The Free Press.
20. Ramaswamy, K. (1997.), The performance impact of strategic similarity in horizontal mergers: Evidence from US banking industry, *Academy of Management Journal*, 40 (3): 697. - 715.
21. Shelton, L. M. (1988.), Strategic Business Fits and Corporate Acquisition: Empirical Evidence, *Strategic Management Journal*, 9 (3): 279. - 287.
22. Sudarsanam, S. (2005.), *Creating Value from Mergers and Acquisitions*, London, Prentice Hall International Limited.
23. Tipurić, D. (2004.), *ESOP i hrvatsko poduzeće*, Zagreb, Sinergija.
24. Tipurić, D. (2005.), Alternativne strategije. U: Buble, M. (ur.) *Strateški menadžment* (str. 109. - 153.), Zagreb, Sinergija.
25. Tipurić, D. i Markulin, G. (2000.), *Strateški savezi: suradnjom poduzeća do konkurentske prednosti*, Zagreb, Sinergija.
26. Tipurić, D. i suradnici (2008.), *Korporativno upravljanje*, Zagreb, Sinergija.
27. Tipurić, D., ur. (1999.), *Konkurentska sposobnost poduzeća*, Zagreb, Sinergija.
28. Tirole, J. (2006.), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton NJ, Princeton University Press.