UTJECAJ SPAJANJA I AKVIZICIJA NA POSLOVANJE PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Carić, Vilma

Master's thesis / Diplomski rad

2017

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:185845

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-25**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

UTJECAJ SPAJANJA I AKVIZICIJA NA POSLOVANJE PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Mentor:

Prof. dr. sc. Ivan Pavić

Student:

Vilma Carić, 2163098

Split, rujan 2017.

SADRŽAJ:

1. UVOD 3

1.1. Problem istraživanja 3

1.2. Predmet istraživanja 4

1.3. Istraživačke hipoteze 5

1.4. Ciljevi istraživanja 7

1.5. Metode istraživanja 7

1.6. Doprinos istraživanja 8

1.7. Struktura diplomskog rada 9

2. SPAJANJA I AKVIZICIJE 10

2.1. Klasifikacija spajanja i akvizicija 11

2.2. Razlozi i financiranje spajanja i akvizicija 12

2.3. Faze spajanja i akvizicija 14

2.3.1. Prva faza - Strategija rasta i izbor poduzeća 14

2.3.2. Druga faza – preliminirani razgovori prije pregovora 17

2.3.3. Treća faza – pregovori i sporazumi 18

3. UČINCI ISKUSTVA SPAJANJA I AKVIZICIJA NA POSLOVANJE PODUZEĆA 19

3.1. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i akvizicija 19

3.1.1.Metode mjerenja na temelju cijena dionica 19

3.1.2. Mjerenje uspješnosti na temelju računovodsvenih i financijskih pokazatelja 20

3.1.3. Metode mjerenja na temelju ekonomske dodane vrijednosti 21

3.2. Moguće koristi od spajanja i akvizicija 21

3.2.1. Povećanje prihoda 23

3.2.2. Smanjenje troškova 23

3.2.3. Smanjenje poreza 24

3.2.4. Smanjenje potreba za obrtnim kapitalom 26

3.2.5. Smanjenje troškova kapitala 26

3.2.6. Neefikasan menadžment 27

3.3. Uspješnost akvizicije 27

3.3.1. Problemi koji mogu biti riješeni putem fokusiranih intervencija 28

3.3.2. Problemi koji mogu biti riješeni samo kroz preobrazbe 29

3.3.3. Problemi koji se ne mogu riješiti 30

4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE UTJECAJA SPAJANJA I AKVIZICIJA NA POSLOVANJE PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ 31

4.1. Spajanja i akvizicije u Republici Hrvatskoj 31

4.2. Analiza utjecaja spajanja i akvizicija na veličinu poduzeća u Republici Hrvatskoj 34

4.3. Analiza provedbe spajanja i akvizicija domaćih i stranih poduzeća u Republici Hrvatskoj 36

4.4. Analiza utjecaja spajanja i akvizicija na uspješnost poslovanja poduzeća 38

4.5. Studija slučaja utjecaja spajanja i akvizicija na uspješnost poslovanja poduzeća INA d.d. i MOL grupe 45

5. ZAKLJUČAK 58

SAŽETAK 59

SUMMARY 59

LITERATURA 61

POPIS SLIKA 66

POPIS TABLICA 66

POPIS GRAFIKONA 68

1. UVOD

1.1. Problem istraživanja

U današnje vrijeme rastuće konkurencije i globalizacije jedan od najčešće korištenih načina provođenja strategije rasta poduzeća su spajanja i akvizicije. Kroz strategije spajanja i akvizicija poduzeća nastoje iskoristiti resurse, potencijale, umijeća i snagu drugih poduzeća kako bi izgradili vlastitu poslovnu strategiju, a ujedno i smanjili konkurenciju na domaćem i međunarodnom tržištu roba i usluga te ostvarili izvrsne poslovne rezultate. Spajanja i akvizicije kao aktualni trend utječu na rast i financijsku snagu poduzeća, a pravovremena primjena sustava spajanja i akvizicija omogućava im održavanje i povećanje konkurentske prednosti. Konkurentska prednost postoji kada je poduzeće djelotvornije od suparnika u obrani od konkurentskih sila, uspješnije u privlačenju kupaca i njihovom uvjeravanju da njegovi proizvodi imaju superiornu vrijednost, bolje u ponudi dobrog proizvoda po niskoj cijeni ili onoga koji ima veću stvarnu ili opaženu vrijednost za kupce za što su oni spremni platiti premijsku cijenu.[1]

Spajanja i akvizicije poduzeća se u razvijenim gospodarstvima odvijaju svakodnevno. Motivi zbog kojih se kompanije odlučuju na spajanja i akvizicije su brojni, a sljedeći su neki od najvažnijih: ulazak na nova tržišta, povećanje tržišnog udjela, proširenje portfolia proizvoda i usluga, uklanjanje konkurencije, pristup novim dobavljačkim i distributerskim kanalima, razvijanje novih proizvoda, postizanje ekonomije obujma itd.[2]

U tijeku devedesetih godina prošloga stoljeća jedan od najdinamičnijih oblika internacionalizacije poslovanja postaju spajanja i akvizicije. Vrijednost međunarodnih spajanja i akvizicija povećana je širom svijeta između 2002. i 2007. godine od 1 243 milijardi USD u 2002. do 4 961 milijardi USD 2007. godine, dok od 2007. do 2015. godine vrijednost spajanja i akvizicija bilježi pad.[3] Za male zemlje pa tako i za Republiku Hrvatsku vrijedi ekonomsko pravilo prema kojem je osnovni preduvjet gospodarskoga razvitka što veći stupanj otvorenosti gospodarstva, odnosno internacionalizacija poslovanja. Zbog navedene činjenice posebno je

[1] Tipurić, D. (1999): Konkurentska prednost poduzeća – izbor između niskih troškova i diferencijacije. Poslovna analiza i upravljanje. Br. 3. Str. 3-16.
[2] Baković T., Lazibat T., Lulić L., (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi. Ekonomski pregled. Vol. 57. No 1-2. Str. 64-78.
[3] https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/ [Pristupljeno: 21.06.2016.]

važno da hrvatski poduzetnici poznaju sve načine nastupa na inozemnim tržištima kako bi ih u što većoj mjeri primijenili u vlastitim poduzećima.[4]

Uzimajući u obzir rastući trend izbora spajanja i akvizicija kao jednog od modela ostvarivanja strategija rasta poduzeća i najzanimljivijeg oblika internacionalizacije poslovanja današnjice, može se reći da je problem ovog istraživanja utvrđivanje povezanosti spajanja i akvizicija hrvatskih poduzeća s uspješnosti njihovog poslovanja.

1.2. Predmet istraživanja

Na temelju izloženog može se definirati predmet istraživanja diplomskog rada koji se odnosi na analizu utjecaja spajanja i akvizicija na poslovanje poduzeća. Predmet istraživanja proizlazi iz problema istraživanja, odnosno istražiti će se kako spajanja i akvizicije utječu na poslovanja hrvatskih poduzeća.

Poslovanje poduzeća je vezano uz nekoliko segmenata, a neki od njih su profitabilnost i veličina. Veličina poduzeća je organizacijski faktor koji ima veliku ulogu u oblikovanju organizacijske strukture poduzeća pri čemu je jako važan broj zaposlenih, jer o tome ovisi dubina podjele rada, broj organizacijskih razina, broj i struktura organizacijskih jedinica, veći ili manji stupanj specijalizacije, broj radnih mjesta te tip i način organizacije radnih mjesta.[5]

Profitabilnost poduzeća predstavlja glavnu mjeru uspješnosti poslovanja, a nalazi se pod utjecajem različitih čimbenika. Čimbenici utjecaja na profitabilnost poduzeća mogu se podijeliti u dvije osnovne skupine, prva skupina se odnosi na čimbenike karakteristične za poslovanje pojedinačnog poslovnog subjekta (interne čimbenike), dok se druga skupina odnosi na čimbenike okruženja (eksterne čimbenike).[6] Rastući trend izbora spajanja i akvizicija kao načina poboljšanja poslovanja poduzeća, odnosno ostvarivanja strateških ciljeva poduzeća i visoka stopa neuspješnosti provedbe navedenih strategija čini ih zanimljivim za analizu u smislu uspješnosti poslovanja poduzeća.

[4] Baković T., Lazibat T., Lulić L.: op.cit., str. 64-78.
[5] Bahtijarević-Šiber, F., Sikavica, P. (2001): Leksikon menadžmenta**.** Zagreb: Masmedia**.**
[6] Tamburović, I. (2013): Utjecaj rasta poduzeća na uspješnost njegova poslovanja. Diplomski rad. Ekonomski fakultet Split: Split**.**

1.3. Istraživačke hipoteze

Na temelju problema istraživanja, postavljene su sljedeće hipoteze diplomskog rada:

HIPOTEZA 1: *Spajanja i akvizicije različito su utjecala na porast veličine malih, srednjih i velikih poduzeća.*

Smatra se da je jedna od najpriznatijih odrednica uspješnosti poslovanja poduzeća njegova veličina. Veličina poduzeća dovodi do postizanja ekonomije obujma, a s povećanjem obujma proizvodnje poduzeće može smanjiti prosječne troškove po jedinici. Pretpostavka je da su veća poduzeća učinkovitija od manjih jer imaju lakši pristup tržištima kapitala i imaju veći pristup ulaganjima koja nisu dostupna manjim poduzećima. Veličina poduzeća može se odrediti pomoću kriterija koji su navedeni u Zakonu o poticanju malog i srednjeg poduzetništva. Zakonom je formirana sfera malog gospodarstva koju čine subjekti mikro, malog i srednjeg poduzetništva.[7] Okviri za definiranje navedene kategorizacije određeni su sljedećim kriterijima:

1) prema broju zaposlenih,
2) godišnjem prometu i aktivi/dugoročnoj imovini te
3) udjelima u poduzećima.[8]

Za određivanje veličine poduzeća potrebno je uzeti dva navedena kriterija, s tim da je broj zaposlenika obavezan kriterij za utvrđivanje veličine poduzeća, a drugi kriterij se odabire po vlastitom izboru.

Hipoteza će se testirati tako što će se putem obrade podataka o broju zaposlenih i prihodu poduzeća obraditi podaci o hrvatskim poduzećima koja su 2013. i 2014. godini poduzela transakcije spajanja i akvizicije, uzimajući u obzir kretanje broja zaposlenih i prihoda od 2012. do 2015. godine. Također, ova hipoteza će se testirati i po kretanju ukupnog broja i vrijednosti spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj.

[7] http://www.eu-projekti.info/klasifikacija-malih-i-srednjih-poduzeca-prema-hrvatskom-i-europskom-zakonodavstvu [Pristupljeno: 07.06.2015.]
[8] Ibid.

HIPOTEZA 2: *U Republici Hrvatskoj češće su se domaća poduzeća upuštala u radnje spajanja i akvizicija nego strana poduzeća.*

Internacionalizacija poslovanja odnosi se na ulazak stranih investitora na domaća tržišta, ali i izlazak domaćih investitora na strana tržišta.[9] Ona otvara put stranim investitorima, dok domaća poduzeća bolje poznaju lokalno zakonodavstvo, domaću konkurenciju, političko okruženje itd. Za testiranje ove hipoteze, obraditi će se u Excelu kvantitativni podaci o broju stranih i domaćih investitora koji su provodili strategije spajanja i akvizicija u hrvatskim poduzećima u razdoblju od 2011. do 2016. godine.

HIPOTEZA 3: *Postoji značajna razlika u uspješnosti poslovanja poduzeća prije i poslije spajanja i akvizicija*.

S obzirom da uz pozitivne postoje i negativni učinci spajanja i akvizicija na poslovanje poduzeća i da je sve veći broj neuspjelih pokušaja primjene ove strategije rasta ovom hipotezom će se potvrditi ili opovrgnuti pozitivan utjecaj spajanja i akvizicija na poslovne rezultate poduzeća. Hipoteza će se testirati tako što će se usporediti poslovanje poduzeća prije i poslije spajanja i akvizicija. Također, provesti će se studija slučaja na primjeru poduzeća INA d.d. i MOL grupe. Istražiti će se poslovanje oba poduzeća od 2005. do 2014. s obzirom da je MOL grupa 2009. godine kupila udio u poduzeću INA d.d. i tako postala većinski vlasnik, a istraživanjem je obuhvaćena analiza poslovanja prije i poslije akvizicije. Hipoteza će se potvrditi ili opovrgnuti primjenom t-testa sljedećih metoda mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja:

a) metode mjerenja na temelju cijene dionica
b) metode mjerenja na temelju računovodstvenih i financijskih podataka
c) metode te mjerenja na temelju ekonomske dodane vrijednosti.

[9] Knežević, B. (2012): Internacionalizacija trgovine. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.

1.4. Ciljevi istraživanja

Nakon definiranja predmeta i problema istraživanja te istraživačkih hipoteza, mogu se definirati ciljevi istraživanja. Osnovni cilj rada je usklađen s glavnom hipotezom rada, odnosno utjecajem spajanja i akvizicija na poslovanje poduzeća i njegovu konkurentnost.

Ostali ciljevi rada su:

- utvrditi uspješnost spajanja i akvizicija odabranih poduzeća prema kriteriju broja zaposlenika i ostvarenih prihoda;

- utvrditi postoje li razlike u broju između domaćih i stranih investitora;

- utvrditi utječu li spajanja i akvizicije poduzeća na povećanje profitabilnosti poduzeća.

1.5. Metode istraživanja

Diplomski rad je podijeljen na teorijski i empirijski dio.

U teorijskom dijelu rada koristiti će se sljedeće metode znanstveno istraživačkog rada:

- interno istraživanje – za prikupiti relevantne podatke koji se bave problemom spajanja i akvizicija. Ovi podaci dostupni su u sekundarnim izvorima i to u knjigama, stručnim i novinskim člancima, publikacijama, izvještajima, na internetu odnosno na Amadeus bazi podataka i web stranici transparentno.hr;

- induktivna metoda – na temelju pojedinačnih ili posebnih činjenica se dolazi do općih zaključaka;[10]

- deduktivna metoda – metoda iz općih postavki dolazi se do konkretnih pojedinačnih zaključaka;[11]

- metoda deskripcije – postupak jednostavnog opisivanja ili ocrtavanja činjenica, procesa i predmeta u prirodi i društvu, te njihovih empirijskih potvrđivanja odnosa i veza, ali bez znanstvenog tumačenja i objašnjavanja;[12]

[10] Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela. Rijeka: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci. IV izdanje. Str. 323.
[11] Ibid., str. 325.
[12] Ibid., str. 338.

- metoda analize – postupak raščlanjivanja složenih pojmova, sudova i zaključaka na jednostavnije dijelove te izučavanje svakog dijela za sebe i u odnosu na druge dijelove;[13]

- metoda sinteze – postupak znanstvenog istraživanja i objašnjavanja stvarnosti putem spajanja elemenata ili dijelova u cjelinu;[14]

- metoda indukcije – koristi se kod metode dokazivanja. Polazi se od određenih argumenata koji predstavljaju posebne, pojedinačne istine ili spoznaje o pojedinim predmetima i pojavama koje treba dokazati;[15]

- komparativna metoda – postupak uspoređivanja istih ili srodnih činjenica, pojava procesa i odnosa, odnosno utvrđivanja njihove sličnosti u ponašanju i intenzitetu i razlika među njima, odnosno ova metoda omogućuje istraživačima da dođu do raznih uopćavanja, novih zaključaka koji obogaćuju spoznaju.[16]

U emprijskom dijelu rada koristiti će se sljedeće metode:

- eksterno (engl. field) istraživanje – obuhvaća kvalitativnu analizu odabranog slučaja INA d.d. i MOL grupe;

- metoda studija slučaja – postupak kojim se izučava neki pojedinačni slučaj iz određenog znanstvenog područja;

- metoda kvantitativne analize – metoda kojom se izračunavaju vrijednosti u empirijskom dijelu diplomskog rada;

- metode obrade podataka - analiza prikupljenih kvantitativnih podataka korištenjem statističkog programam IBM SPSS Statistics i Microsoft Office Excel.

1.6. Doprinos istraživanja

Doprinos ovog rada se prije svega odnosi na analizu utjecaja spajanja i akvizicija na uspješnost poslovanja poduzeća. U teorijskom dijelu rada prikazat će se pregled karakteristika spajanja i akvizicija, s isticanjem njihovih prednosti i nedostataka kako bi se utvrdilo koliku važnost mogu imati za poslovanje poduzeća. U empirijskom dijelu rada, analiziranjem poslovanja uzorka

[13] Zelenika, R.: op.cit., str. 327.
[14] Ibid., str. 329.
[15] Ibid.,str. 335.
[16] Ibid., str. 339.

poduzeća, ali i koristeći primjer iz prakse odnosno podatke o poduzećima INA d.d. i MOL grupa, doprinos se ogleda u ukazivanju na kompleksnost donošenja zaključka o uspješnosti spajanja i akvizicija zbog različitih mogućih korištenih metoda pri ocjenjivanju. Nadalje, testiranjem preostalih hipoteza otkrit će se karakteristike spajanja i akvizicija poduzeća provedenih u Republici Hrvatskoj u smislu njihovog utjecaja na veličinu poduzeća te će se ispitati koliko su kao način rasta privlačni domaćim investitorima u odnosu na inozemne.

1.7. Struktura diplomskog rada

Diplomski rad podijeljen je na pet međusobno povezanih dijelova, uključujući uvod i zaključak.

Prvi dio je uvod u diplomski rad u kojem se govori o problemu koji će se istraživati, predmetu i ciljevima istraživanja. Nakon toga postavljaju se hipoteze koje će se istraživati, odnosno koje će se kroz rad potvrditi ili opovrgnuti. Zatim će se navesti metode istraživanja, znanstveni doprinos rada i njegova struktura.

Drugi dio rada obuhvatiti će definiranje pojmova spajanja i akvizicija kako bismo ih mogli razlikovati, razvoj spajanja i akvizicija, razloge poduzimanja ove strategije rasta poduzeća, njihove faze te prednosti i nedostatke.

Treći dio rada obuhvatiti će analizu utjecaja spajanja i akvizicija na poslovanje poduzeća. Definirati će se metode mjerenja uspješnosti spajanja i akvizicija.U ovom dijelu rada će se teorijski analizirati poslovanje prije i poslije akvizicije, odnosno pokazatelji kojima se analizira poslovanje poduzeća, moguće koristi ostvarene spajanjem i akvizicijom te uspješnost akvizicija i problemi iste.

U četvrtom dijelu rada provesti će se empirijsko istraživanje prethodno postavljenih hipoteza. obraditi će se prikupljeni podaci kako bi se potvrdile ili opovrgnule postavljene hipoteze.

U posljednjem dijelu rada, odnosno u zaključku donijeti će se zaključak o onome što će se obraditi u diplomskom radu i zaključci o provedenom empirijskom istraživanju.

Na kraju diplomskog rada biti će dodan popis literature koja će se koristiti prilikom pisanja istog, te će biti priložen sažetak na hrvatskom jeziku i na engleskom jeziku (engl. *Summary*), popis slika, tablica i grafikona.

2. SPAJANJA I AKVIZICIJE

Poslovi spajanja i akvizicije (engl. *merger and acquisition, M&A*) predstavljaju jedno od glavnih obilježja ekonomskih trendova današnjice. Prednost ovih strategija je što su troškovi realizacija niži nego kod ostalih strategija eksternog rasta. Postoje razlike u definiranju spajanja i akvizicija kod različitih autora.

Prema OECD-u (engl. *Organization for Economic Cooperation and Development*) spajanje (engl. *merger*) označava oblik eksternog rasta poduzeća u kojem spajanjem dva ili više poduzeća dolazi do osnivanja novog poduzeća.[17] Spajanje je metoda kojom poduzeća mogu povećati svoju veličinu i proširiti svoje poslovanjei gospodarske aktivnosti na postojeća ili nova tržišta. Pripojeno poduzeće prestaje postojati, a njegova dugovanja i potraživanja prebacuje se na novonastalo poduzeće. Spajanje se jednostavnije može prikazati kao A + B = C.

Prema istom izvoru, pripajanje ili akvizicija (engl. *acquisition*) je oblik stjecanja vlasništva i kontrole u cjelosti ili djelomično, od strane jednog poduzeća nad drugim.[18] Jednostavnije se može prikazati kao A + B = A, gdje poduzeće B (akvizirano poduzeće) gubi pravnu sposobnost, a poduzeće A (akvizitersko poduzeće) ne gubi. Kada akvizirano poduzeće dobije ponudu za akviziciju radi se o prijateljskoj akviziciji, a u drugim slučajevima riječ je o neprijateljskoj akviziciji.

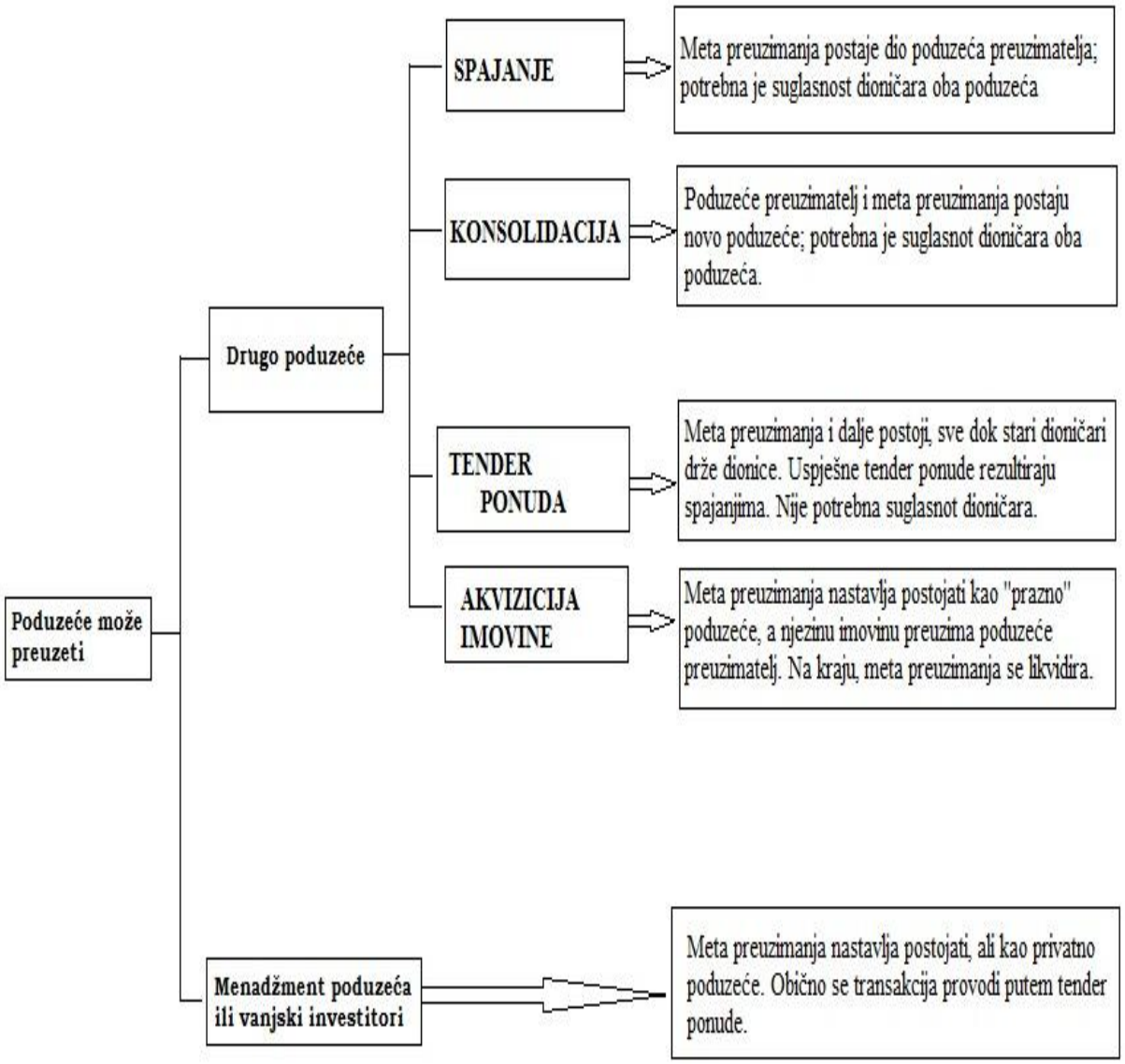
Preuzimanje (engl. *Takeover*) je stjecanje kontrole jednog poduzeća od strane drugog, pojedinca ili investitora, odnosno kada jedno poduzeće preuzima kontrolu nad drugim.[19]

U literaturi se pojmovi akvizicija i preuzimanje često navode kao sinonimi. Međutim, između njih postoji mala razlika u tome što se pojam akvizicija uglavnom koristi kada su u pitanju preuzimanja koja imaju prijateljsko obilježje, a pojam preuzimanje koristi se kod neprijateljskog preuzimanja u kojem se jedno poduzeće opire preuzimanju. Razlika između spajanja i akvizicije je u tome što akvizicijom ne nastaje novo poduzeće, već postojeća poduzeća mogu nastaviti poslovati kao zasebni entiteti pod zajedničkom kontrolom jednog od poduzeća koje sudjeluje u strategiji.

[17] https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3258 [Pristupljeno: 07.11.2016.]
[18] https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3137 [Pristupljeno: 07.11.2016.]
[19] https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3320 [Pristupljeno: 07.11.2016.]

2.1. Klasifikacija spajanja i akvizicija

Postoji nekoliko načina kako jedno poduzeće može steći drugo poduzeće, kao što prikazuje sljedeća slika:



Slika 1: Klasifikacija spajanja i akvizicija

Izvor: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/acquisitions.pdf [Pristupljeno: 20.12.2016.]

Cijena preuzimanja kod spajanja i konsolidacije je cijena po kojoj poduzeća koje preuzima drugo poduzeće (poduzeće preuzimatelj) kupuje dionice. Cijena se temelji na pregovorima između poduzeća koje je meta za preuzimanje i poduzeća preuzimatelja. Kod tender ponude

cijena preuzimanja je cijena po kojoj poduzeće preuzimatelj kupuje određen broj dionica kako bi na taj način preuzelo kontrolu nad poslovanjem poduzeća koje je meta preuzimanja.

2.2. Razlozi i financiranje spajanja i akvizicija

Razlozi zbog kojih se poduzeća odlučuju na spajanje i akvizicije su brojni. Jedna od osnovnih ideja spajanja i akvizicija je generiranje vanjskog rasta, odnosno povećanje veličine poduzeća i njegove tržišne moći, ali i povećanje toka gotovine nakon spajanja i akvizicije. Razlozi zbog kojih se poduzeća odlučuju na spajanja i akvizicije su:

1. Eliminacija konkurencije – dolazi do monopola ili povećanja tržišnog udjela. Nova snaga će možda omogućiti porast cijena uz isti obrt i na taj način povećati tok gotovine;
2. Osiguranje izvora važne sirovine – moguće je preuzimanje važnog dobavljača kada postoji nedostatak robe ili prijetnja da dođe do prekidanja lanca nabave. Također je moguća kupnja lanca prodavaonica kada lanac počne da promovira konkurentske proizvode. U ovom slučaju neće doći do povećanja toka gotovine, ali će se smanjiti rizik i povećati sigurnost poslovanja;
3. Omogućavanje ekonomije obujma – širenjem kapaciteta omogućavaju se niži proizvodni troškovi i smanjuje se odljev gotovine;
4. Preuzimanje neke materijalne imovine koja nije u potpunosti iskorištena (npr. zemlja), kao i nematerijalne imovine (npr. izvozno pravo, know-how).[20]

Konačni rezultat spajanja moguće je vidjeti kroz povećanje priljeva novca, ali i smanjenje rizika zbog uvođenja novog i kvalitetnijeg menadžmenta. Spajanjem i akvizicijom dvaju poduzeća različitih djelatnosti smanjuje se rizik jer postoji diverzifikacija.

Huck i Konrad (2004) navode četiri grupe razloga za spajanje i akviziciju:

1. Procjenjena vrijednost vlastitih dionica i podcijenjena vrijednost dionica ciljanog poduzeća;
2. Pokušaji da se kroz spajanja i akviziciju ostvari sinergija;
3. Percepcija da je poduzeće koje poduzima spajanje ili akviziciju superiornije u nekim bitnim kompetencijama od preuzimanog poduzeća;

[20] http://gmbusiness.biz/2015/02/10/akvizicije-i-spajanja-da-li-da-te-kupim/ [Pristupljeno: 10.11.2016.].

4. Želja da se spajanjem ili akvizicijom napravi koncentracija na tržištu te osvoji veći tržišni udio.[21]

Ovisno o strukturi i razvijenosti tržišta kapitala postoje različite mogućnosti financiranja transakcija akvizicija, a glavne opcije su sljedeće:

- Čista novčana transakcija financirana iz postojećih gotovinskih priljeva;
- Čista novčana transakcija financirana izdavanjem dionica;
- Transakcija s dionicama, odnosno zamjenom dionica;
- Mješovita dionice/gotovina;
- Gotovinska transakcija financirana novim zaduživanjem;
- Otkup dionicama pomoću financijske poluge pri čemu je najveći dio glavnice zamijenjen dugom;
- Mješovita gotovina/dug.[22]

Prednost davanja dionica je u tome što je takva vrsta transakcije brza i jednostavna, a osim toga u nekim slučajevima može biti oslobođena oporezivanja. Nedostatak je što akviziter preuzima obveze ciljne tvrtke bez obzira da li su mu one potpuno jasne, dijeli se dobit dioničara akviziterske tvrtke na veći broj dioničara, a dijeli se i vlasništvo i kontrola, te postoji rizik od sukoba nakon akvizicije.

Prednost davanja novca je što u tom slučaju akviziter ima potpunu kontrolu nad imovinom koju kupuje i obvezama koje preuzima. Ovakva vrsta financiranja privlačna je dioničarima jer primaju vrijednost odmah, nemaju rizik i ne treba glasovanje dioničara preuzete tvrtke. Nedostatak je smanjenje novčanog tijeka, poteškoće u procjeni fer vrijednosti imovine, management ciljne tvrtke nema dovoljno poticaja da olakša transakciju ili da nastavi s radom nakon transakcije.

Prednost korištenja financijske poluge tj. zaduženja je što je izdatak za kamate odbitna stavka prije oporezivanja, te dolazi do povećanja prinosa dioničarima jer je zadržano isto vlasništvo. Nedostatak korištenja financijske poluge je što zajmodavac ima prioritet u odnosu na poduzeće

[21] https://www.wzb.eu/sites/default/files/personen/konrad.kai-a.278/06_sjoe_003_note.pdf
[Pristupljeno: 10.11.2016.]
[22] Novak B. (2000): Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava. Ekonomski vjesnik. Br. 1 i 2 (13). Str. 49.-50.

koje je nastalo akvizicijom, veći financijski rizik može smanjiti cijenu dionica i obveznica poduzeća, a može dovesti i do povećanja troškova financiranja.

2.3. Faze spajanja i akvizicija

Na svjetskim tržištima veliki broj akvizicija završava neuspješno i to je potaknulo razvoj teorijskih osnova o ključnim faktorima za uspješnu primjenu akvizicije. Proces akvizicije može se podijeliti na četiri faze:

1. Strategija, potraga i pristup;
2. Preliminarni razgovori prije pregovora;
3. Pregovori i sporazum i
4. Nakon zaključenja.[23]

2.3.1. Prva faza - Strategija rasta i izbor poduzeća

Prva faza započinje na najvišem korporacijskom nivou, identificira se cilj i radi se plan spajanja i akvizicije. Kada poduzeće donese odluku o rastu poduzeća, pristupa se odabiru internog ili eksternog rasta. Ukoliko se odabere eksterni način rasta, poduzeće akviziter pristupa odabiru pogodnog poduzeća koje će biti u funkciji njegovih ciljeva rasta. U prvoj fazi izrađuje se akvizicijski plan, pomoću kojeg se može iščitati kako poduzeće zarađuje novac danas, a kako će ga zarađivati u budućnosti. Management poduzeća koji sudjeluje u procesu akvizicije mora donositi odluke u skladu s izrađenim planom, u kojem mora biti navedeno tko izvršava koje zadatke i u kojem roku moraju biti završeni. U slučaju da kompanija ne planira akviziciju, svakako treba imati program koji uključuje akvizicijske mogućnosti. Sam proces akvizicije mora biri usmjeren na one industrijske grane i poduzeća koja će istovremeno smanjiti slabosti i iskoristiti snage matičnog poduzeća. Nakon što je poduzeće izradilo plan, pristupa se istraživanju tržišta. Da bi poduzeće napravilo valjano istraživanje i ostvarilo dobre rezultate potrebno je najmanje šest mjeseci. Najveće greške kod istraživanja tržišta javljaju se zbog nestrpljivosti poduzeća i zato naprave pogrešku jer ne posvete dovoljno vremena istraživanju ciljne industrije i mogućih kandidata. Danas, u vrijeme internet poslovanja istraživanje se može

[23] Howson, P. (2006): Due Dilligence. Poslovni dnevnik: Masmedia. Zagreb. Str. 11-14.

provesti izlistavanjem raznih baza prema pripadnosti određenoj industriji, veličini, profitu, prodaji ili nekim drugim interesantnim kriterijima za poslovanje. Samo istraživanje putem "google-a" može biti vrlo zahtjevno jer upisivanjem pojmova "spajanje" (engl. *Merger*) i "akvizicija" (engl. *Acquisition*) izlistava se nekoliko tisuća web adresa.

Da bi akviziter pronašao adekvatno poduzeće za akviziciju može koristiti usluge zavisnih i nezavisnih posrednika te investicijskih bankara.

Zavisni posrednici su brokeri i savjetnici. Broker (engl. *Business broker*) nudi usluge oko objekata koje je relativno lako i jednostavno procijeniti, a savjetnici za spajanja i akviziciju (engl. *M&A Advisors*) nude usluge oko složenijih poslovnih transakcija koje je teže procijeniti.[24] Kod ovih posrednika razlika je u profilima klijenata, odnosno usluge brokera koriste male tvrtke i pojedinci, dok usluge savjetnika koriste veliki poduzetnici i vlade. Broker radi na proviziju u vrijednosti posla, a savjetnik radi na postotak isplate i nagrade za dobro obavljeni posao. Broker i savjetnik su zakonski zastupnici jedne strane u poslovnoj transakciji, odnosno zastupnici su prodavatelja.

Nezavisni posrednici (engl. *Finder*) ne zastupaju niti jednu stranu u transakciji. Plaća ih ili jedna strana ili obe, a da to i ne znaju. Oni ne pregovaraju, već spajaju dvije strane koje su zainteresirane za isti posao, odnosno pomažu da se ostvare kontakti.

Investicijski bankari osim poslova nalaženja prikladnog akvizicijskog kandidata i sudjelovanja u definiranju cijene i u pregovorima, nude usluge organizacije tender ponuda, financiranja transakcija, kao i obrane od preuzimanja od strane neprijateljske kompanije.[25]

Naknade koje se plaćaju posrednicima nisu regulirane zakonom već se određuju na temelju ponude i potražnje na tržištu. U prošlom stoljeću posrednici bi bili zadovoljni ukoliko bi dobili neki određeni fiksni iznos, bez obzira na vrijednost transakcije u kojoj posreduju. Tada je došlo do akvizicijskog buma i brokerska kuća "Lehman Brothers" kreirala je Lehmanovu formulu, poznatiju kao Lehmanova skala, odnosno M&A Formula ili Wall Street pravilo (enl. *Wall Street Rule*). Lehmanovu formulu koriste investicijske banke, M&A savjetodavne tvrtke i brokeri za izračun naknade za uspješno provedenu transakciju.[26] Lehmanova skala izračunava se na temelju postotka vrijednosti poduzeća kao što slijedi:

[24] http://www.investopedia.com/articles/active-trading/121114/key-differences-between-ma-advisors-and-business-brokers.asp [Pristupljeno: 13.11.2016.]
[25] Mishkin S. F., Eakins G.S. (2003): Financial Markets and Institutions. Addison Wesley. Str. 576.
[26] https://www.divestopedia.com/definition/886/lehman-scale [Pristupljeno: 13.11.2016.]

- Naknada je 5% vrijednosti trasakcije za prvi milijun dolara;
- 4% je za drugi milijun dolara;
- 3% za treći milijun dolara;
- 2% za četvrti milijun dolara i
- 1% za ostatak vrijednosti transakcije.[27]

Posljednji korak u prvoj fazi je izbor poduzeća za akviziciju. Najčešće se ističu sljedeće značajke koje indiciraju da se radi o pogodnim tvrtkama za akviziciju:

1. Tvrtke s akumuliranim gubicima;
2. Novčane tvrtke;
3. Tvrtke sa sinergijskim šansama;
4. Tvrtke s niskim odnosom cijene i zarada;
5. Tvrtke s mogućnošću okretanja situacije.[28]

Tvrtke s akumuliranim gubicima su veoma često meta spajanja i akvizicija jer se gubici mogu iskoristiti za smanjenje tereta porezne obveze, a tvrtka se može preuzeti i akvizirati po nižoj cijeni od tržišne fer cijene. Kod novčanih tvrtki akvizicija se provodi razmjenom dionica. Transakcijespajanja i akvizicije su poželjne kod dioničara koji imaju višak profita jer na ovaj način mogu izbjeći plaćanje obveze na dividende plaćajući porez na kapitalni dobitak od prodaje tvrtke, tj. mogu izbjeći plaćanje poreza ukoliko likvidacijom izvedu razmjenom dionica. Akvizicija dionicama je veoma atraktivna u slučaju kada porezne vlasti ne odobravaju zadržavanje zarade. Efekt sinergije predstavlja izraz za dodatne efekte do kojih dolazi zbog integracije dvaju ili više poduzeća koja se bave istom proizvodnjom ili pak proizvodima koji se međusobno nadopunjavaju, čiji će zajednički poslovni učinak nakon integracije biti veći od zbroja njegovih pojedinačnih rezultata.[29] Zbog tog efekta su tvrtke koje pokazuju akviziterskim poduzećima sinergijske mogućnosti poželjni kandidati. Tvrtke s niskim odnosom cijene i zarada su poželjni kandidati jer se fuzijom može povećati zarada po dionici akviziterske tvrtke. Niski odnos cijene i zarade znači da akviziterska tvrtka stječe ciljanu tvrtku s manjim odnosom cijene i zarade od njenog odnosa. Rast nije posljedica ni kapitalnih investicija, razvoja novih proizvoda kao ni povećanja operativne efikasnosti budući da nastaje samo preuzimanjem

[27] https://www.divestopedia.com/definition/886/lehman-scale[Pristupljeno: 13.11.2016.]
[28] Hampton, J. J. Financial Decision Making, Concepts, Problems & Cases. II. izdanje. U: Orsag S., Gulin D. (1996): Poslovne kombinacije. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika. Zagreb. Str. 237.
[29] http://www.pses-inova.hr/pojam/efekt-sinergije/[Pristupljeno: 13.11.2016.]

spororastućih kompanija s niskim odnosom cijene i zarade po dionici.[30] Faktori koji pomažu u identifikaciji potencijalnih tvrtki za spajanje i akvizicije jesu:

1. nedavni pad profita individualne tvtke, ali ne i industrije;
2. industrija koja se prema predviđanjima ekonomskih promjena pokazuje uspješnom;
3. prekid u menadžerskim rangovima;
4. troma tvrtka u industriji;
5. siromašno vođena tvrtka sa zavidnom snagom prema akviziterskoj vlastitoj snazi.[31]

2.3.2. Druga faza – preliminirani razgovori prije pregovora

Ukoliko se pojavi mogućnost sklapanja sporazuma u nekom trenutku, obje strane će tu vidjeti zajednički interes i odlučiti pokrenuti preliminirane razgovore.[32] Vrlo učinkovit pristup za početak preliminiranih razgovora je taj da se potencijalnom kandidatu objasni da poduzeće želi proširiti svoje poslovanje akvizicijom, te postavljanje pitanja da li poznaje nekopoduzeće koje je zainteresirano za tu vrstu transakcije. Ukoliko su okolnosti prave, poduzeće kandidat bi trebalo odgovoriti npr. da su uz pravu cijenu i sami zainteresirani. U preliminiranom razgovoru potrebno je poduzeću kandidatu pokazati znanje o industriji u kojoj ono posluje, ali i predložiti susret kako bi se porazgovaralo o mogućnostima suradnje. Suradnju treba definirati što je šire moguće, npr. kao mogućnost zajedničkog ulaganja. Održavanje sastanka u prostorijama poduzeća kandidata nije dobro, jer posjet veće delegacije može pokrenuti priče i zainteresirati konkurenciju. Poduzeće kandidat može zatražiti potpisivanje ugovora o čuvanju tajnosti podataka prije nego li iznese više detalja o svom poduzeću, koji bi akviziterska tvrtka trebala potpisati i na neki način tako pokazati svoje ozbiljne namjere. Kupnja poduzeća bez prethodnog temeljitog ispitivanja i pregleda poslovanja znači preuzimanje velikog i nepredvljivog rizika stoga se provodi due – diligence. Due - diligence se bavi razumijevanjem poslovanja koje treba kupiti i potvrđuje hoće li društvo koje kupuje dobiti ono što misli da kupuje, otkrivajući svaki rizik pri sklapanju poslova, pronalazeći stavke za pregovore i pomažući planiranju integracija nakon sklapanja posla.[33] Osnovna područja djelovanja due – dilligence su finacijska, pravna i

[30] Brealey A. R., Myers C. S.(1991): Principles of Corporate Finance. McGraw – Hill, Inc. Str. 826.
[31] Hampton, J. J: op. cit., str. 240.
[32] http://www.poslovni.hr/media/Data/Webshop/Peter%20Howson%20-%20Due%20Diligence.pdf [Pristupljeno: 13.11.2016.]
[33] Ibid.

komercijalna područja, a pozornost treba obratiti i na ljudske resurse, management, mirovine, porez, informatičku opremu, tehnologiju, osiguranje, okoliš, proizvodnju.

Najvažniji faktor transakcije koji se treba utvrditi je cijena transakcije. Menadžeri često ne znaju kolika je vrijednost njihovog poduzeća, ali znaju kolika je vrijednost dionica poduzeća ili vrijednost dionica konkurentskog poduzeća. Međutim, cijene dionica nisu najbolji indikator vrijednosti. Procjene koje daju vlasnici ili menadžeri poduzeća koje je predmet transakcije akvizicije mogu biti sporne i zato bi trebale biti potrkrijepljenje mišljenjem stručnog procjenitelja. Cijena poduzeća bi se trebala bazirati na poslovanju poduzeća. Može se utvrditi kao fiksni iznos ili formulom. Ukoliko se cijena utvrđuje formulom tada se bazira na knjigovodstvnoj vrijednosti ili na vrijednosti svih dionica u bilanci poduzeća na dan sklapanja ugovora i korigira se za dogovoreni iznos.

2.3.3. Treća faza – pregovori i sporazumi

Ponuda akviziterskog poduzeća dioničarima ciljnog poduzeća može biti dana u obliku plaćanja gotovinom, dionicama, novim zaduživanjem ili kombinacijom navedena tri oblika. Struktura ponude je iznimno značajna jer utječe na: strukturu kapitala kompanije nakon spajanja, porezni tretman dioničara stjecateljske i ciljne kompanije, uz vrstu zakonske regulative kojoj podliježe kompanija nakon spajanja.[34] Ugovorom se definira da će kupac platiti procijenjenu vrijednost na dan sklapanja ugovora korigiranu za definiranu vrijednost i da će se dodatne korekcije napraviti kada se točno definira knjigovodstvena vrijednost. U periodu od definiranja uvjeta do konačnog sklapanja ugovora može proći dosta vremena i vrijednost poduzeća se može promijeniti, te bi bilo korisno imati osobu zaduženu za praćenje poslovanja do sklapanja ugovora, ali i klauzulu u kojoj će biti navedeno da će poduzeće izvršavati samo uobičajene aktivnosti. Klauzula bi trebala spriječiti izvršavanje aktivnosti koje nisu vezane za normalno poslovanje poduzeća, a mogle bi utjecati na smanjenje vrijednosti poduzeća (npr. prodaja imovine, ustupanje patenta, licenca i sl. bez konzultacija s budućim vlasnikom).

Nakon što se dogovore svi uvjeti sklapanja posla, transakcija se zaključuje potpisivanjem kupoprodajnog ugovora.

[34] Družić, A., (1999): Spajanja i preuzimanja (Mergers&Acquisitions) kao dio poslovne strategije. Ekonomski pregled. 50 (9). Str. 1014.

3. UČINCI ISKUSTVA SPAJANJA I AKVIZICIJA NA POSLOVANJE PODUZEĆA

Iskustvo poduzeća u spajanjima i akvizicijama ima utjecaj na uspješnost provođenja istih. Haleblian i Finkelstein (1999) su na uzorku od 449 velikih spajanja i akvizicija između 1980. i 1992. godine proučavali utjecaj akvizicijskog iskustva na uspješnost spajanja i akvizicija.[35] Zaključak tadašnjeg istraživanja, koje vrijedi i danas, jest da iskustvo u transakcijama spajanja i akvizicija ima i pozitivan i negativan utjecaj na poslovanje poduzeća. Kod spajanja i akvizicija koje su bile različite od starih, rezultati su bili negativni za akvizitere s malim ili srednjim akvizicijskim iskustvom, a najbolje rezultate su imala poduzeća bez iskustva u spajanju i akvizicijama, te poduzeća s vrlo velikim iskustvom. S obzirom na navedeno, zaključili su da su rezultati učinaka pozitivni u slučajevima kada su spajanja i akvizicije slični prethodnima.

3.1. Metode mjerenja uspješnosti spajanja i akvizicija

U praksi se koriste tri skupine metoda za mjerenje uspješnosti spajanja i akvizicija. U prvu skupinu pripadaju metode koje uspješnost mjere prinosom dioničara na temelju kretanja cijena dionica, druga skupina obuhvaća metode koje mjere uspješnost na temelju računovodstvenih i financijskih podataka, a treća skupina za izračun uspješnosti spajanja i akvizicija koristi izračun ekonomske dodane vrijednosti.

3.1.1.Metode mjerenja na temelju cijena dionica

Najčešće korištena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i preuzimanja je prinos ili povrat dioničara. Ova metoda se odnosi na tržišnu vrijednost poduzeća i može se izračunati iz prinosa neke investicije na uloženi kapital, koji se sastoji od promjene cijene dionica za određeno razdoblje, uvećane za isplaćene dividende po dionici u tom razdoblju.

[35] Haleblian, J. i Finkelstein, S. (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. Administrative Science Quarterly [online], 44. Dostupno na: http://findarticles.com/p/articles/mi_m4035/is_1_44/ai_54482492/ [Pristupljeno: 15.11.2016.]

Opća formula je:

$$\boldsymbol{r_{a,t}} = \left(\boldsymbol{P_{a,t-n}} + \boldsymbol{D_{a,t}}\right) / \boldsymbol{P_{a,t-n}}$$

gdje je

$\boldsymbol{r_{a,t}}$– prinos dionice u razdoblju t,

$\boldsymbol{P_{a,t}}$ – cijena dionice u trenutku t,

$\boldsymbol{P_{a,t-n}}$– cijena dionice u trenutku t – n i

$\boldsymbol{D_{a,t}}$– isplata dobitka u razdoblju t.[36]

Točnost ove metode ovisi o tome da li cijene dionica odražavaju stvarnu vrijednost poduzeća, tj. vlastitog kapitala koji stoji iza toga, tj. da li su financijska tržišta učinkovita ili nisu.[37]

3.1.2. Mjerenje uspješnosti na temelju računovodsvenih i financijskih pokazatelja

Prednost metode koja se temelji na računovodstvenim i financijskim pokazateljima je u tome što te metode mjere stvarnu ekonomsku korist spajanja i akvizicija, te su u potpunosti usredotočene na rezultate poduzeća. Operativni rezultat trebao bi biti točan pokazatelj uspješnosti poslovanja neovisno o kretanju cijene dionica.

Uobičajena metoda mjerenja uspješnosti spajanja i akvizicija na temelju računovodstvenih i financijskih pokazatelja je izračun operativnog novčanog toka prije poreza.[38] Operativni novčani tok prije poreza rezultat je zbroja operativne dobiti, amortizacije, kamata i poreza, a jednak je operativnoj dobiti prije kamata i poreza uvećanoj za deprecijaciju i amortizaciju - EBITDA. U praksi EBITDA se ne koristi u apsolutnom iznosu nego u omjeru prema knjigovodstvenoj vrijednosti, tj. koristi se u obliku multiplikatora.

Negativne strane ove metode su što ignorira trošak kapitala, tj. ne uzima u obzir oportunitetni trošak, računovodstvenim podacima se može upravljati i zato im se ne može vjerovati sa potpunom sigurnošću.

[36] Bači, V., Bilas, V. i Matić, B. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. Ekonomski vjesnik : Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues. Vol. XXIV. No.1. Str. 12.
[37] Ibid.
[38] Ibid., str. 13.

3.1.3. Metode mjerenja na temelju ekonomske dodane vrijednosti

Ekonomski dodana vrijednost ili EVA predstavlja izračun realne dobiti za godinu koja se promatra i razlikuje se od računovodstvene dobiti. Za razliku od računovodstvene dobiti, EVA uzima u obzir rizik investicije koji uključuje u trošak kapitala.

Za izračun ekonomske dodane vrijednosti koristi se sljedeća formula:

EVA = (Povrat na uloženi kapital – Trošak kapitala) x Uloženi kapital =

= Operativna dobit poslije poreza – (Trošak kapitala) x (Uloženi kapital)[39]

EVA predstavlja dobit koja pripada dioničarima, nakon što su uračunati svi postojeći troškovi, uključujući i oportunitetni trošak uloženoga kapitala.[40]

3.2. Moguće koristi od spajanja i akvizicija

Danas se strateške promjene poduzeća mogu postići putem spajanja i akvizicija. Osnovni kriterij da bi se spajanje i akvizicija klasificirali kao uspješni jest ostvarenje ekonomske koristi nakon njihove provedbe. Nekoliko je klasifikacija razloga za spajanje i akviziciju, a jedna od klasifikacija je sljedeća:

- brži rast tekućeg poslovanja nego li bi to bilo ostvareno internim rastom kompanije;
- "omekšavanje" konkurencije njezinim preuzimanjem;
- pristup novim tržištima;
- pristup novim menadžerskim znanjima/vještinama;
- akvizicija tehničkih znanja posebno u industrijama u kojima tehnologije brzo zastarijevaju;
- iskorištavanje prednosti ekonomijom razmjera;
- osiguravanje stabilnog izvora inputa za proizvodnju proizvoda i njihovu prodaju;
- povećavanje produktivnosti imovine kompanije;

[39] Bači, V., Bilas, V., Matić, B. (2011.): op. cit., str. 13.
[40] Ibid.

- prebacivanje imovine iz industrije koja nema izgleda za rast u industrije s većim potencijalom rasta;
- iskorištavanje neiskorištenog poreznog potencijala.[41]

Poduzeća ulaze u transakcije spajanja i akvizicija izpet ključnih razloga:

1. povećanje prihoda;
2. smanjenje troškova;
3. smanjenje poreza;
4. smanjenje potreba za kapitalom;
5. smanjenje troškova kapitala.[42]

Eksterni rast putem spajanja i akvizcija može biti učinkovitiji zbog toga što troškovi internog rasta mogu prelaziti troškove spajanja i akvizicija, povećanjem tržišnog udjela na ovaj način smanjuju se troškovi i povećava se brzina realizacije, resursi se mogu bolje upotrijebiti od strane akviziterskog poduzeća, isto je i sa menadžerskim sposobnostima.

Kupce možemo podijeliti u dvije skupine, one koji kupuju određeno poduzeće da bi njime upravljali kao dijelom veće operativne cjeline i oni koji spajanja i akvizicije promatraju kao jednokratnu investiciju. Kupci prve vrste koriste spajanja i akvizicije kako bi izgradili, ojačali i proširili postojeće poslovanje. Druga vrsta kupaca je investicijska grupa koju nije briga za odnose između poduzeća koja posjeduje ili čije udjele posjeduje. Glavni interes im je da kompanija ostvaruje dovoljan novčani tok[43] (engl. *Cash flow*). Kupci prve skupine se nazivaju "stvarateljima prilika" (engl. *Opportunity makers*), a kupci druge skupine su korisnici povoljnih prilika (engl. *Opportunity takers*).

[41] Shapiro C. A. (1991): Modern Corporate Finance. Macmillian Publishing Company. New York. str. 933.
[42] Ross S. A., Westerfield R. W., Corporate Finance, u Orsag S., Gulin D., (Ur.). (1996): Poslovne kombinacije. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika. Zagreb.Str. 86.
[43] Novčani tok (engl. *Cash flow*) je neto iznos novca i novčanih ekvivalenata koji se kreće unutar i izvan tvrtke. Pozitivan novčani tok pokazuje da likvidna sredstva poduzeća rastu i da može vratiti dugove, reinvestirati u poslovanje, isplatiti dividende i platiti troškove. Negativni novčani tok pokazuje da se likvidna sredstva smanjuju.

3.2.1. Povećanje prihoda

Jedna od mogućih koristi od spajanja i akvizicija je povećanje prihoda tj. mogućnost da poduzeće koje je nastalo spajanjem ili akvizicijom ima veće prihode od prihoda koje su imalapoduzeća prije spajanja ili akvizicije. Povećanje prihoda moguće je ostvariti kroz:

- marketinške dobitke;
- strateške koristi;
- tržišnu snagu. [44]

Marketinški dobici obuhvaćaju sve kompontente marketinga koje mogu dovesti do povećanja prihoda poduzeća. Na primjer, spajanjem i akvizicijom povećava se broj proizvoda koje novonastalo poduzeće nudi što može dovesti do povećanja prihoda jer se sada u ponudi jednog poduzeća nalaze komplementarni proizvodi. Prihodi pomoću marketinga se mogu povećati i boljim iskorištavanjem distribucijskih kanala što dovodi do povećanja opsega prodaje proizvoda. Također, poboljšanje marketinga se može uraditi i na području promocije, kroz poboljšanja načina propagande, npr. oglašavanja na oglasnim pločama zamijeniti oglašavanjem na internet stranicama. Rezultat promjena je porast interesa kupaca i povećanje prihoda od prodaje.

Strateške koristi obuhvaćaju nove strateške izbore koje poduzeće ima na raspolaganju. Rezultat novih strateških izbora poduzeća je mogućnost ulaska u nove poslovne aktivnosti, a učinak sinergije se postiže kombinacijom resursa i sposobnosti iz postojećih industrija.Spajanjem i akvizicijom poduzeće dolazi u dodir s novim tehnologijama i različitim područjima te bi se strateške koristi trebale shvatiti kao vrsta opcije.

Tržišna snaga poduzeća nastalih spajanjem ili akvizicijom omogućava povećanje prihoda kroz povećanje cijena proizvoda i smanjenje konkurencije.

3.2.2. Smanjenje troškova

Poduzeća nastala spajanjem i akvizicijom mogu smanjiti troškove kroz:

- ekonomiju razmjera;
- ekonomiju vertikalnih integracija i

[44] Ross S. A., Westerfield R. W.(1996): op.cit., str.86.

- komplementarne resurse.

Ekonomija razmjera nastaje smanjenjem jediničnih troškova (prosječnih troškova) proizvodnje zbog povećanja obujma proizvodnje. Zbog masovne proizvodnje fiksni troškovi raspoređuju se na veći broj proizvoda. Ekonomija razmjera u potpunosti dolazi do izražaja kod horizontalnih integracija, a kod vertikalnih i konglomeratskih integracija najbolje se može iskoristiti kroz snižavanje režijskih troškova.

Ekonomija vertikalnih integracija predstavlja korist koju određeno poduzeće može ostvariti kada spajanjem i akvizicijom postane dio vertikalnog lanca. Na primjer, ako poduzeće koje proizvodi automobile akvizira poduzeće koje proizvodi gume, korist imaju oba poduzeća. Poduzeće koje proizvodi automobile ima kontrolu nad svojim dobavljačem sirovine (proizvođačem guma) i bolju kontrolu svojih ulaznih troškova, a proizvođač guma ima sigurno tržište svojih proizvoda.

Komplementarni resursi su jedna od prednosti ove poslovne transakcije. Ukoliko spojena i akvizirana poduzeća proizvode sezonske proizvode u različitim sezonama, ovom poslovnom transakcijom postiže se ravnomjernija prodaja tijekom godine i niži fiksni troškovi po jedinci prodanih proizvoda.

3.2.3. Smanjenje poreza

Porezno opterećenje poduzeća se može smanjiti nakon spajanja ili akvizicije u odnosu na porezno opterećenje poslovanja prije spajanja ili akvizicija. Smanjenje poreza može rezultirati kroz :

- upotrebu akumuliranog poreznog gubitka;
- upotrebu neiskorištenog kreditnog kapaciteta;
- upotrebu sredstava ekstrazarada;
- mogućnost povećanja amortizacijske osnovice;
- amortizaciju goodwill-a.[45]

Akumulirani porezni gubitak - poduzeće koje ostvaruje gubitke u poslovanju može te gubitke akumulirati i u razdobljima dobrog poslovanja ih otpisati na teret oporezive dobiti poduzeća.

[45] Ross S. A., Westerfield R. W.: op.cit., str. 89.

Tada poduzeće smanjuje porezni teret ostvarene dobiti kroz uštede na porezima koje izaziva porezni zaklon od amortiziranog akumuliranog gubitka i proteklih fiskalnih razdoblja.[46] Poduzeća koja imaju akumulirane novčane gubitke su dobri akvizicijski kandidati, ali ako je jedini razlog akvizicije iskorištavanje akumuliranog poreznog opterećenja, postoji vjerojatnost da će država spriječiti akviziciju.

Neiskorišteni kreditni kapacitet – akvizitersko poduzeće može financirati ovu poslovnu kombinaciju dugovima. Akvizitersko poduzeće financiranjem ove poslovne transakcije dugovima može ostvariti uštede na porezima izuzimajući kamate tako kreiranog novog duga na teret oporezive dobiti. Kao posljedica ovake vrste financiranja povećavaju se izdaci za kamate, to je povoljno s poreznog stajališta jer se smanjuje dobit na koju plaća porez, a povećavaju se novčani tokovi raspoloživi za dioničare.

Sredstva ekstra zarada – predstavljaju zarade poduzeća koje su veće od uobičajenih vrijednosti dividenda i internih investicijskih potreba, a poduzeće ih može isplatiti dioničarima. Isplatom tih tzv. ekstra dividendi poduzeće dioničarima pogoršava poreznu situaciju i zato može ekstra zaradu umjesto u ekstra dividende investirati u spajanje i akviziciju. Na taj način dioničari ne plaćaju visok porez na dobit, a dividende akviziranog poduzeća nisu oporezive. Poduzeća nemaju uštedu na porezu, nego dioničari.

Povećanje amortizacijske osnovice – kada jedno poduzeće stječe drugo kupnjom imovine, da bi smanjilo poreznu obvezu može provesti revalorizaciju vrijednosti akviziranog poduzeća. Na taj način poduzeće umjetno povećava vrijednost imovine, što znači da može povećati i iznose amortizacije koji se plaćaju na upotrebu imovine. Poduzeće obračunava veće iznose amortizacije i ima veće troškove, ali troškovi su odbitna stavka kada se obračunava porez te poduzeće na taj način smanji osnovicu za plaćanje poreza.

Amortizacija goodwilla –goodwill je razlika između vrijednosti akviziranog poduzeća na tržištu dionica u određenom vremenu i njegove računovodstveno utvrđene neto imovine, odnosno to je premija koju akviziter mora platiti iznad neto imovine akviziranog poduzeća zbog njegove reputacije na tržištu, marke, stručnosti menedžmenta i zaposlenih. Ukoliko je imovina akviziranog poduzeća kupljena iznad njegove tržišne vrijednosti, akvizitersko poduzeće može razliku između tržišne vrijednosti i vrijednosti plaćene za poduzeće kapitalizirati u svojoj bilanci kao goodwill. Goodwill je jedna od stavki aktive koja je podložna obračunu amortizacije

[46] Ross S. A., Westerfield R. W.: op.cit., str. 89.

i zato akvizitersko poduzeće ostvaruje povećanje iznosa amortizacije i troškova, a smanjenje porezne osnovice.

3.2.4. Smanjenje potreba za obrtnim kapitalom

Neto obrtni kapital predstavlja razliku između kratkoročne imovine i kratkoročnih obveza poduzeća. Spajanjem i akvizicijom može se smanjiti ukupna potreba za neto obrtnim kapitalim u odnosu na potrebu prije spajanja i akvizcije. Spajanja i akvizicije vrlo često rezultiraju boljim upravljanjem zalihama, potraživanjima i novcem. Poboljšanja u upravljanju sredstvima često su rezultat povećanja veličine poduzeća spajanjem i akvizicijom jer omogućavaju ostvarivanje povoljnijih uvjeta cijena i nabave, te manju količinu nabave sredstava.

3.2.5. Smanjenje troškova kapitala

Do smanjenja troškova kapitala može doći u slučaju spajanja i akvizicije poduzeća u odnosu na troškove kapitala koje su poduzeća imala dok su poslovala kao pojedinačni subjekti. Razlog tome može biti:

- ekonomija razmjera i
- portfolio efekti kombiniranja tvrtki.[47]

Ekonomija razmjera – ima veliki utjecaj na emisiju vrijednosnih papira jer smanjuje fiksne troškove emisije. Troškovi emisije vrijednosnih papira, posebno dionice, imaju fiksnu komponentu te povećanje serije emitiranih vrijednosnih papira vodi smanjenju troškova emisije istih. Poduzeće ne može primiti punu tržišnu vrijednost emitiranih vrijednosnih papira jer snosi troškove emisije.

Portfolio efekt – smanjenje rizika spojenog ili akviziranog poduzeća u odnosu na pojedinačnu rizičnost prije spajanja ili akvizicije izazvati će smanjenje zahtijevane profitabilnosti na tržištu kapitala. Smanjenjem zahtijevane profitabilnosti dolazi do povećanja vrijednosti kombinirane tvrtke u odnosu na pojedinačne vrijednosti tvrtki prije kombinacije, jer se struja očekivanih

[47] Ross S. A., Westerfield R. W.: op.cit., str. 91.

dividendi kombinirane tvrtke diskontira uz manju diskontnu stopu nego što bi se diskontirala struja očekivanih dividendi pojedinačnih tvrtki mimo njihova spajanja.[48]

3.2.6. Neefikasan menadžment

Najčešći razlog propasti poduzeća često je neefikasni menadžment. Spajanjem i akvizicijom dolazi do zamjene neefikasnog menadžmenta što može poboljšati poslovanje poduzeća i promijeniti njegove poslovne rezultate.

Loše vođena poduzeća jedna su od glavnih akvizicijskih kandidata jer njihova fer tržišna vrijednost poprilično zaostaje za onom koja bi se mogla ostvariti okretanjem poslovne situacije. Mnogi ekonomski analitičari smatraju da su mogućnosti poboljšanja prodaje, operativne ekonomije i unaprjeđenja poslovodstva, jedino važno opravdanje za spajanje, kod kojeg je cilj maksimiziranje blagostanja dioničara.[49]

Potrebno je da spajanju i akviziciji prethodi kvalitetno istraživanje s aspekta financija, radnih odnosa, rizika i tržišta koje treba pokazati da li je poduzeće zdravo ili nije. Neefikasan menadžment je uzrok i propalih spajanja i akvizicija, a ne samo uzrok propasti pojedinog poduzeća.

Nakon spajanja i akvizicije u poduzećima trebaju nastati promjene u fokusu osnovne djelatnosti, širenju korporativne kulture, povećanju uloge menadžmenta i otvorenosti u komunikaciji između zaposlenih i menadžera. Promjene obuhvaćaju i povećanje financijske kotrole i kontrole troškova, planiranje rasta profita, veću kontrolu kvalitete, suvremeniju tehnologiju, redukciju broja zaposlenih, promjenu menadžmenta, intezivniju obuku i drugo.

3.3. Uspješnost akvizicije

Iskustvo ima veliki utjecaj na uspješnost spajanja i akvizicija, ali taj utjecaj ne mora uvijek biti pozitivan. U literaturi se naglašavaju konkurentske prednosti spajanja i akvizicija, obećava se rast ekonomskih vrijednosti, predviđa se ubrzani rast poduzeća, ostvarivanje sinegrije, ali podcjenjuju se problemi koji mogu nastati pri provođenju navedenih akcija. Spajanja i

[48] Ross S. A., Westerfield R. W.: op.cit., str. 92.
[49] Van Horne C. J. (1993): Financijsko upravljanje i politika. Zagreb: Mate. Str.677.

akvizicije prate razni troškovi kao što su: novo sjedište poduzeća, nova organizacija, razvoj informatičkog sustava, troškovi financijskih savjetnika i drugih osoba koje sudjeluju u poslovnoj kombinaciji. Spajanja i akvizicije se također mogu susresti s problemom kulturnih razlika, različitim uvjetima proizvodnje, a kod međunarodnih spajanja i akvizicija uštede na reduciranju broja zaposlenih mogu postati političko pitanje.

Nakon spajanja i akvizicija veoma je važno pratiti stupanj zadovoljstva zaposlenika i ispunjenja planiranih ciljeva. Ukoliko manageri ne promijene poslovanje nakon spajanja i akvizicija, uzrok neuspješnosti transakcije može biti u zastarjelim sustavima za praćenjem, ali i u tome da nisu provedeni ekonomski opravdanim razlogom.

Praćenje spajanja i akvizicije može ukazati na korake koje treba poduzeti kako bi se izbjegle loše posljedice. Treba razlikovati svakodnevne probleme nakon spajanja i akvizicija, koji otežavaju svakodnevnu transakciju, npr. pad kvalitete usluge od onih problema koji pokazuju signale za velike nevolje.

Problemi vezani za spajanja i akviziciju mogu biti:

1. problemi koji mogu biti riješeni putem fokusiranih intervencija,
2. problemi koji mogu biti riješeni samo kroz preobrazbe i
3. problemi koji se ne mogu riješiti.[50]

3.3.1. Problemi koji mogu biti riješeni putem fokusiranih intervencija

Problemi koji se mogu riješiti putem fokusiranih intervencija pojave se nakon sklapanja posla i to u tri područja:

1. Organizacijska pitanja;
2. Operativna disfunkcija;
3. Pogreške u uslugama za mušterije.[51]

Organizacijska pitanja vezana su uz postavljanje ljudi na kriva radna mjesta, a operativna disfunkcija je vezana uz probleme na operativnoj razini nakon sklapanja posla, a to su npr. problemi sa zalihama, problemi prodajne snage. Nakon spajanja i akvizicije barem jedna

[50] Harding, D. i Rovit, S. (2007): Preuzimanje i spajanje poduzeća. Poslovni dnevnik: Masmedia. Zagreb. Str. 139.
[51] Ibid., str. 140.

mušterija će se naći razočaranom, zbog npr. pogrešnog računa ili pogrešne pošiljke i to spada u pogreške u uslugama za mušterije. Sve ove probleme moguće je riješiti putem fokusiranih intervencija.

Otkrivanje ovakvih problema moguće je:

- dobivanjem povratnih informacija;
- uspostavljanjem sustava ranog upozoravanja;
- pažljivim nadgledanjem operacija.[52]

U fokusirane intervencije spada umirivanje klijenata, smjenjivanje ljudi, mijenjanje poduzeća i očuvanje promjena.

3.3.2. Problemi koji mogu biti riješeni samo kroz preobrazbe

Problemi koje treba riješiti kroz preobrazbu nastaju zbog nepotpunog due dilligence-a i promjenjivih tržišnih uvjeta. U preobrazbu su uključena četiri povezana zadatka:

- rezanje gubitaka učvršćujući osnovnovno poslovanje;
- turboaktivacija višeg menadžerskog tima;
- izrada bilance stanja i
- redefiniranje strategije i provedba nove strategije.[53]

Prvi zadatak se oslanja na zaradu od osnovnog poslovanja eliminirajući sporedna poslovanja kako bi se smanjili troškovi. Drugi zadatak obuhvaća zamjenu nekorisnih ljudi liderima u poslu i davanje poticaja u skladu s poslovnim uspjehom. Treći zadatak je napraviti bilancu stanja, rasprodati sporedna poslovanja i imovinu kako bi se prikupila gotovina za ulaganje u osnovno poslovanje. Za ispunjenje četvrtog zadatka treba redefinirati strategiju i potom ju implementirati s novom ekipom.

[52] Harding, D. i Rovit, S. (2007): op.cit., str. 141.
[53] Ibid., str. 154.

3.3.3. Problemi koji se ne mogu riješiti

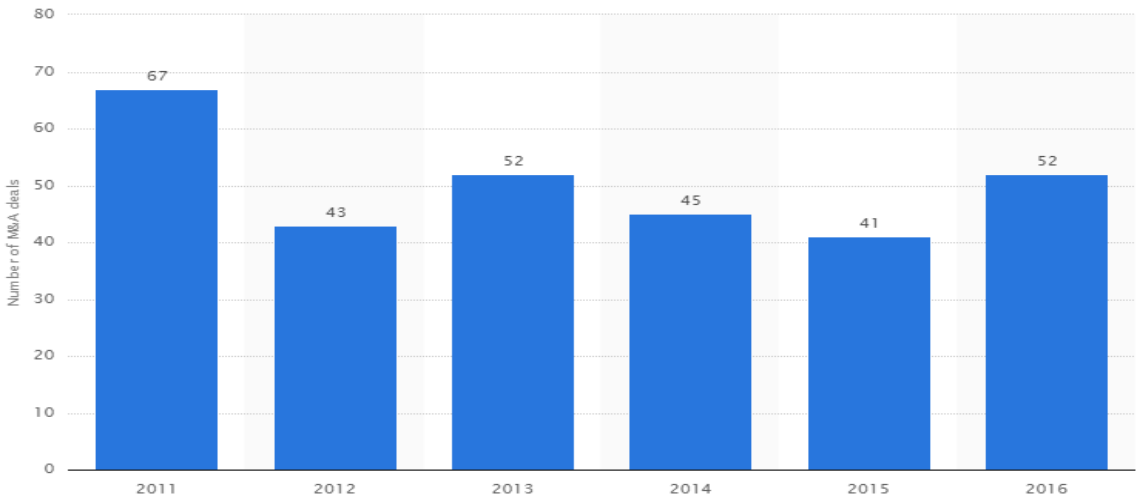
Problemi koji se ne mogu riješiti nastaju zbog krivo napisanog akvzicijskog plana kojeg je nemoguće provesti ili radiklanih promjena vanjskih aktivnosti. Ukoliko rješavanje ovakvih problema neće donijeti ništa drugo osim štete koja će sigurno biti učinjena, najbolje je napustiti posao. Međutim, čak i kada se čini da je napušanje posla ispravno rješenje treba uzeti u obzir sve mogućnosti, ostaviti prošlost iza sebe i prihvatiti nepovratne troškove. Mogućnosti mogu uključivati razdvajanje i prodavanje dijelova poduzeća odvojeno, otkupom istih od strane postojećeg menadžmenta, vanjskog menadžmenta ili nekog novog, traženjem novih saveza i partnerstva koji bi podigli vrijednost spajanja i akvizicije.

4. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE UTJECAJA SPAJANJA I AKVIZICIJA NA POSLOVANJE PODUZEĆA U REPUBLICI HRVATSKOJ

U ovom poglavlju iznose se rezultati empirijskog istraživanja pomoću kojega se testiraju postavljene hipoteze. Odabir razdoblja za istraživanje bio je uvjetovan dostupnošću podataka, isto je i sa uzorcima istraživanja.

4.1. Spajanja i akvizicije u Republici Hrvatskoj

Prema statističkim podacima od 2011. do 2016. godine broj spajanja i akvizicija u Republici se smanjivao. Ukupan broj transakcija koji je ostvaren u 2011. godini u niti jednoj sljedećoj godini nije nadmašen. Nakon ulaska u Europsku Uniju, kada je bilo za očekivati da će broj transakcija rasti, on je padao, sve do 2016. godine kada je broj transakcija izjednačen s brojem transakcija u 2013. godini kada je Republika Hrvatska ušla u Europsku Uniju (slika2).

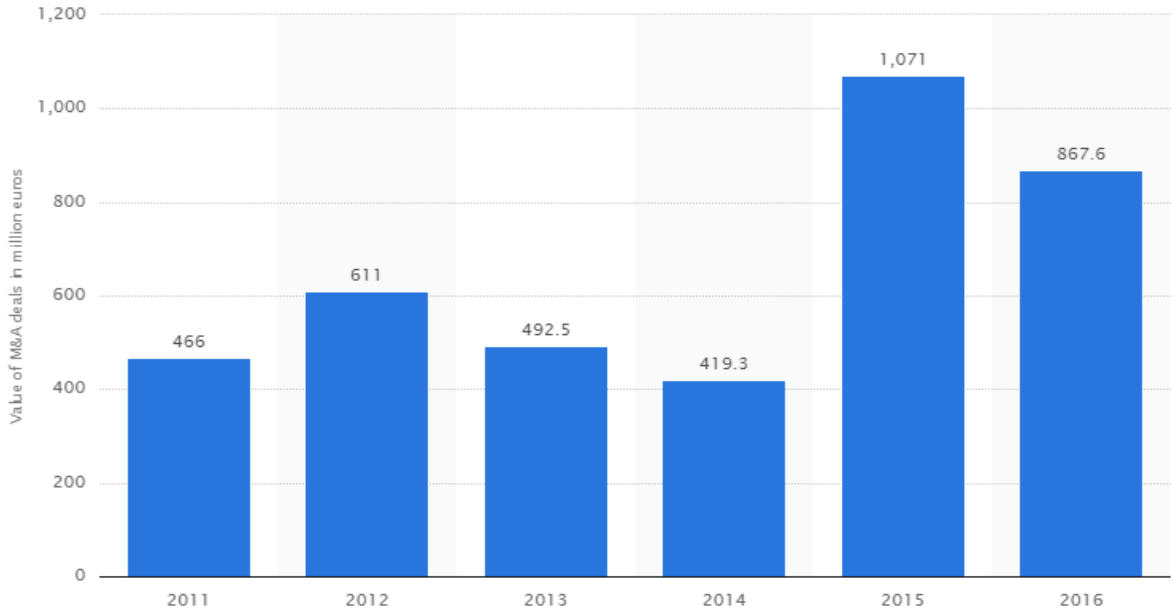


Slika 2: Broj spajanja i akvizicija od 2011. do 2016. godine u Republici Hrvatskoj

Izvor: https://www.statista.com/statistics/412382/m-and-a-croatia-number-of-deals/ [Pristupljeno: 06.02.2017.]

Iako se broj transakcija spajanja i akvizicija u navedenom razdoblju smanjivao, ukupna vrijednost transakcija izražena u milijunima eura je uglavnom mala. Najveća ukupna vrijednost ostvarena je u 2015. godini kada je ona iznosila 1,071 milijardi eura. U 2016. godini je ostvarena

ukupna vrijednost od 867,6 milijardi eura, što je za oko 401,6 milijardi više nego u 2011. godini iza 375,1 milijardi eura više nego 2013. godine (slika 3).

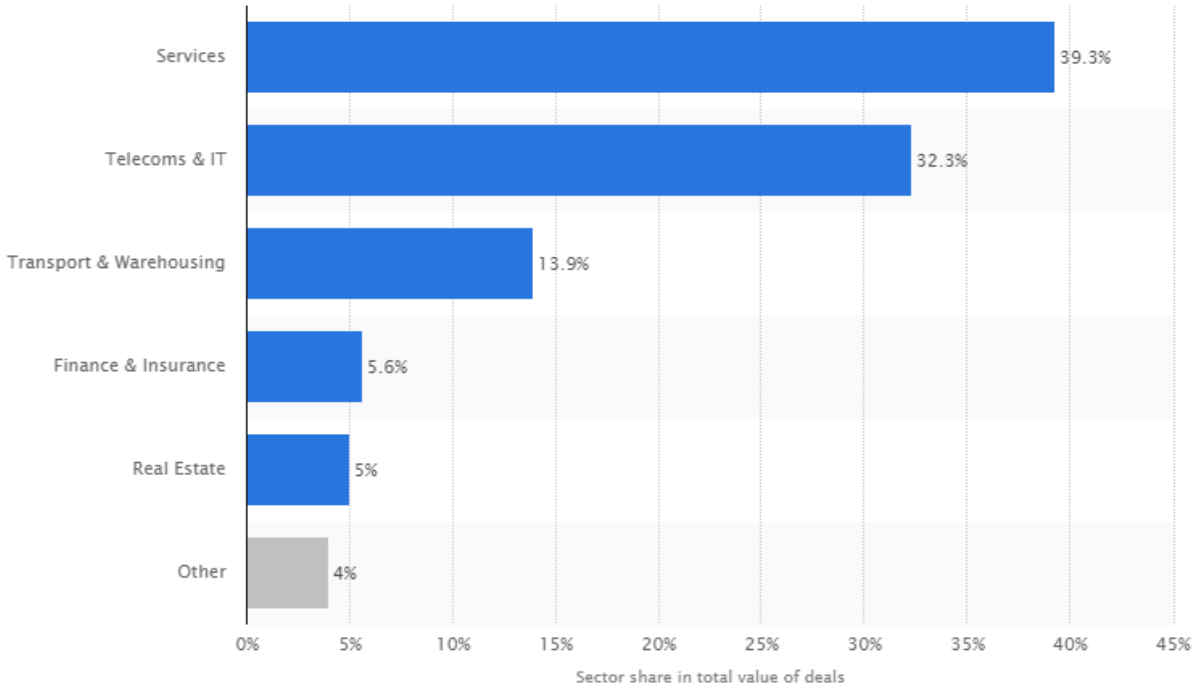


Slika 3: Ukupna vrijednost transakcija spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj u milijunima eura u razdoblju od 2011. do 2016. godine

Izvor: https://www.statista.com/statistics/412386/croatia-aggregate-value-of-deals/ [Pristupljeno: 06.02.2017.]

Iako je očito da je broj transakcija nakon ulaska u Europsku Uniju u opadanju, ukupna vrijednost transakcija izrežena u milijunima eura raste. U 2011. godini je ostvareno 67 transakcija i njihova vrijednost je iznosila 466 milijardi eura, dok su u 2016. godini ostvarene 52 transakcije čija je vrijednost iznosila 867,6 milijardi eura. Uspoređujući podatke za 2013. i 2016. godinu kada je broj transakcija jednak, vidljivo je da je vrijednost transakcije u 2016. godini 1,8 puta veća.

Prema statističkim podacima iz 2014. godine, najveći tržišni udio u transakcijama spajanja i akvizicija u Hrvatskoj su imale telekomunikacijske usluge i IT sektor sa 39,3% i 32,3%. Transport i skladištenje zauzima 13,9% tržišnog udjela, financije i osiguranje 5,6%, nekretnine 5% te ostale transakcije 4% (slika 4).



Slika 4: Udio sektora u ukupnoj vrijednosti transakcija spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj u 2014. godini

Izvor: https://www.statista.com/statistics/412393/m-and-a-croatia-sectors-share-in-total-value-of-deals/ [Pristupljeno: 06.02.2017.]

Usluge zauzimaju vodeće mjesto u ukupnoj vrijednosti transakcija budući da je turizam jedna od najvažnijih gospodarskih grana u Republici Hrvatskoj. Turizam se razvija od 19. stoljeća, a danas je Hrvatska jedna od najvažnijih i najposjećenijih zemalja Sredozemlja. Iako se turizam kao gospodarska grana razvija dugi niz godina, poduzeća akviziteri vide potencijal u turizmu i nastoje preuzeti naše hotelske kuće koje nisu godinama obnovljene ili razviti neku novu vrstu turizma koja do sad nije zastupljena, ali postoji potencijal za njen razvoj, npr. zdravstveni i zimski turizam.

Informacijsko – telekomunikacijska tehnologija je osnovni preduvjet za razvoj gospodarstva i društva. Nakon propasti poduzeća devedesetih godina prošlog stoljeća, pojedini stručnjaci su osnovali vlastita poduzeća i preuzimali manje poslove i jednostavnije projekte. S vremenom uspješnija poduzeća su se dokazala i uspostavili su partnerske odnose s međunarodnim IT kompanijama te dolazi do njihovog rasta i proširenja poslovanja van lokalnih okvira. Rastuća potražnja za telekomunikacijskim uslugama javnog i privatnog sektora te očiti visoki profiti

doveli su do značajnih preuzimanja domaćih poduzeća od strane inozemnih akviziterskih poduzeća (npr. Hrvatski Telekom i Deutsche Telekom, Nikola Tesla i Ericsson).

Razvoj poduzeća u sektoru transporta i skladištenja u Republici Hrvatskoj posljedica je njenog geoprometnog položaja. Hrvatska je panonska, srednjeistočna i mediteranska zemlja uključena u prometne koridore između sjeverne i južne Europe.

Republika Hrvatska kontinuirano ulaže u svoje poslovno i investicijsko okruženje kako bi bilo privlačnije investitorima. Međutim, u financijskom sektoru postoje određene teškoće zbog sve strože regulative te je zato on sve manje prvilačniji investitorrima i rezultati su lošiji u odnosu na ostale sektore.

Interes investitora za nekretnine Republici Hrvatskoj počeo je rasti nakon pada cijena nekretnina u vrijeme krize i predviđanjima da će vrijednost nekretnina u budućnosti rasti. Dobre investicije jesu u one nekretnine koje se nalaze u blizini studentskih kampusa i one koje imaju potencijala za zaradu od turizma budući da se sve više razvija i ruralni turizam. U ruralnim područjima cijene nekretnina su niže od nekretnina na obali gdje je turizam već razvijen.

Republika Hrvatska bi trebala usmjeriti investicije na razvoj infrastrukture kako bi poboljšala protok robe, usluga i informacija, proizvodnju i tehnologiju kako bi povećala izvoz i stopu zaposlenosti te turizam da bi što bolje iskoristila vlastite prirodne resurse. S obzirom na geoprometni položaj, kvalitetnu radnu snagu, investicijski potencijal i poslovno okruženje uz aktivniju promociju trebao bi se povećati interes investitora.

4.2. Analiza utjecaja spajanja i akvizicija na veličinu poduzeća u Republici Hrvatskoj

Prema Zakonu o računovodstvu grupe poduzetnika razvrstavaju se na male, srednje i velike ovisno o pokazateljima utvrđenim na konsolidiranoj osnovi. Pokazatelji pomoću kojih se razvrstavaju poduzetnici su iznos ukupne aktive, iznos ukupnih poslovnih prihoda i prosječan broj zaposlenih tijekom poslovne godine.[54]

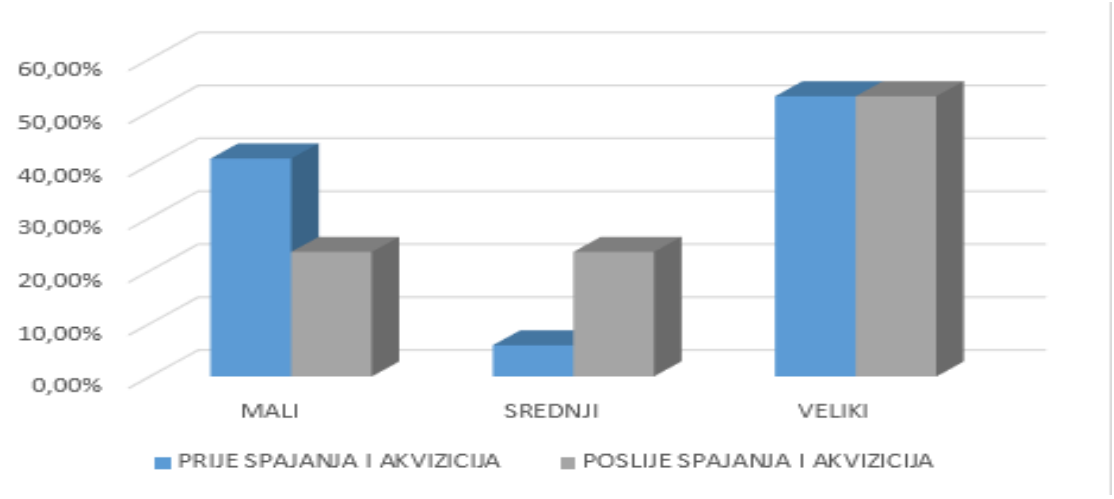
[54] http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_07_78_1493.html [Pristupljeno: 10.12.2016.]

GRANIČNI POKAZATELJI	MALI PODUZETNICI	SREDNJI PODUZETNICI	VELIKI PODUZETNICI
UKUPNA AKTIVA	*30 000 000,00 kn*	*150 000 000,00 kn*	*velike grupe poduzetnika su one grupe koje na konsolidiranoj osnovi prelaze granične pokazatelje najmanje u dva uvjeta*
UKUPNI POSLOVNI PRIHOD	*60 000 000,00 kn*	*300 000 000,00 kn*	
PROSJEČAN BROJ RADNIKA	*50*	*250*	

Slika 5: Granični pokazatelji za razvrstavanje grupa poduzetnika prema Zakonu o računovodstvu

Izvor: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_07_78_1493.html [Pristupljeno: 10.12.2016.]

Analiza utjecaja spajanja i akvizicija na veličinu poduzeća u Republici Hrvatskoj provedena je za 2013. i 2014. godinu, a uvjetovana je dostupnošću podataka. Za testiranje hipoteze u obzir su uzeti pokazatelji prosječnog broja radnika i iznos ukupnih poslovnih prihoda tijekom poslovne godine.



Slika 6: Utjecaj spajanja i akvizicija na veličinu poduzeća u Republici Hrvatskoj

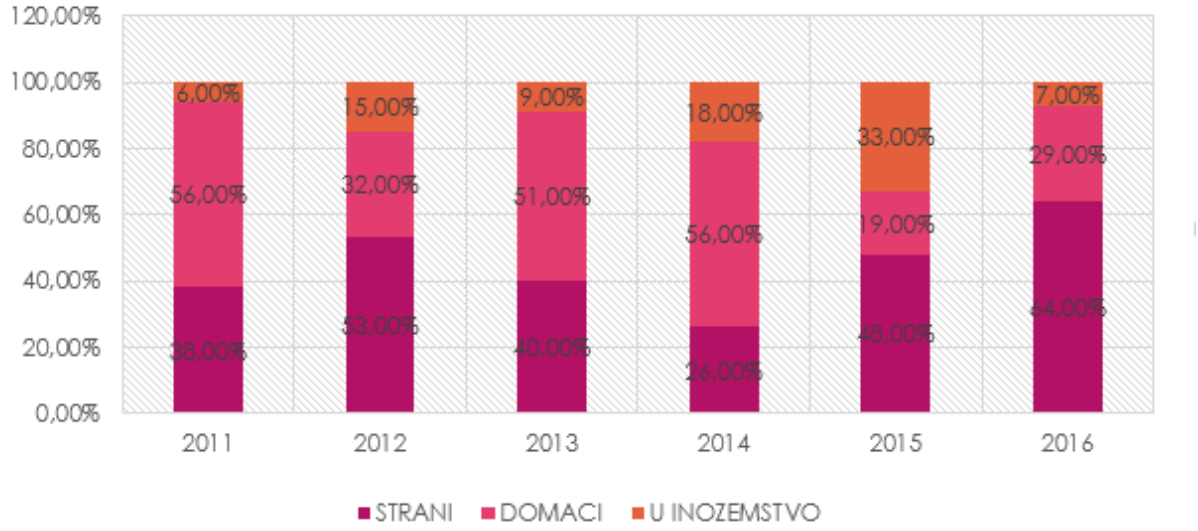
Izvor: Istraživanje autora

Nakon provedenog istraživanja dolazi se do zaključka da ima promjene u veličini poduzeća kod malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj, što je i uočljivo na slici 6. U provedenom istraživanju broj malih poduzeća se nakon spajanja i akvizicija smanjio za 17,65 p.p., a za isti

iznos se povećao broj srednjih poduzeća. Broj velikih poduzeća obuhvaćen istraživanjem ostao je nepromijenjen. Razlog promjene u veličini kod malih i srednjih poduzeća je taj što mala poduzeća teže opstaju na tržištu, odnosno porast poreznih opterećenja i ukupnih rashoda ima negativan utjecaj na njihovo poslovanje i samim time su poželjna meta akviziterskih poduzeća, posebno ona poduzeća koja su u sektoru u kojima investitori vide napredak (npr. hoteli). Većina hotelskih poduzeća u Republici Hrvatskoj su mala poduzeća koja nisu renovirana od njihove izgradnje. Primjer takvog poduzeća jesu Helios Faros d.d. koje je ove godine preuzeo PBZ Croatia osiguranje d.d. i Valamar Riviera d.d.. Veličina poduzeća ima veliki utjecaj na spajanja i akviziciju budući da su spajanje i akvizicija zahtjevniji ukoliko je poduzeće akviziter manje od poduzeća koje je meta. Mala poduzeća su izložena manjem riziku ukoliko se fokusiraju na domaća spajanja i akvizcije, dok su srednja i velika poduzeća aktivna u strategijama spajanja i akvizcija kako na domaćoj tako i na međunarodnoj razini.

4.3. Analiza provedbe spajanja i akvizicija domaćih i stranih poduzeća u Republici Hrvatskoj

Za Republiku Hrvatsku kao i za sve zemlje svijeta vrijedi ekonomsko pravilo prema kojem je osnovni preduvjet gospodarskog razvitka što veći stupanj otvorenosti gospodarstva, tj. internacionalizacija poslovanja. Internacionalizacija poslovanja doprinosi spašavanju mnogih poduzeća od propasti i otvaranju puta stranim investitorima. Domaća poduzeća bolje poznaju situaciju na tržištu, konkurenciju, trendove unutar svoje regije i potrebe tržišta te se smatra da je baš zbog toga najveći broj spajanja i akvizicija proveden od strane hrvatskih poduzeća. Analiza smjera transakcija spajanja i akvizicija između domaćih i stranih investitora u Republici Hrvatskoj provedena je za razdoblje od 2011. do 2016. godine, a uvjetovana je dostupnošću podataka potrebnih za provedbu istraživanja.

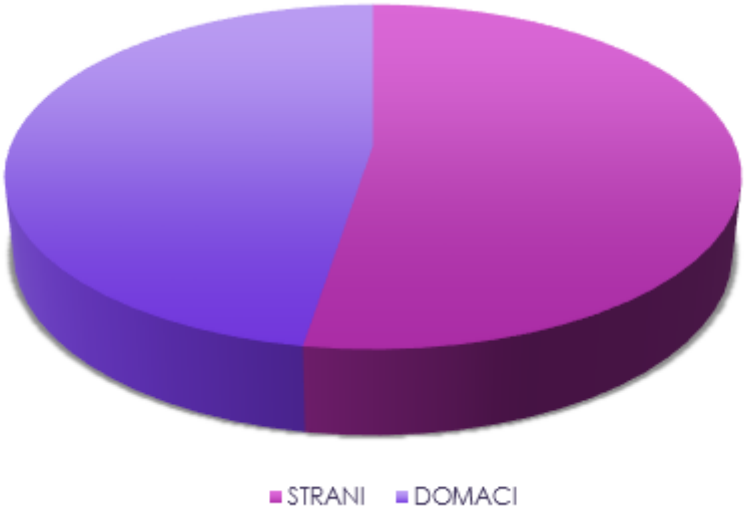


Grafikon 1: Smjer kretanja transakcija spajanja i akvizicija između domaćih i stranih investitora u Republici Hrvatskoj

Izvor: Istraživanje autora

Prema rezultatima istraživanja, može se iz grafikona broj 1 uočiti da su većinu spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj provela strana stranih poduzeća, odnosno hipoteza se odbacuje. Uočljivo je da u periodu od 2012. do 2014. godine transakcije spajanja i akvizicija rastu, te u 2015. godini bilježe veliki pad. Kod stranih poduzeća situacija je suprotna, kod njih u istom periodu zabilježen pad aktivnosti, te u 2015. godini nagli rast. U 2016.-toj godini u oba slučaja zabilježen je slabi porast.

Zaključak da je u Republici Hrvatskoj veći broj stranih nego domaćih poduzeća akvizitera može se preciznije potvrditi pomoću sljedećeg grafikona koji prikazuje malu razliku između porijekla investicija za transakcije spajanja i akvizicija.



Grafikon 2: Porijeklo investitora transakcija spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj

Izvor: Izračun autora

Posljedica ovakvog rezultata leži na poboljšanju internacionalizacije poslovanja Republike Hrvatske i otvaranju puteva stranim ulagačima. Ovakav ishod je vrlo pozitivan za Hrvatsku jer pokazuje interes stranih ulagača za hrvatska poduzeća i tržite, a realizacija ovakvih transakcija uvelike doprinosi razvoju gospodarstva zemlje.

4.4. Analiza utjecaja spajanja i akvizicija na uspješnost poslovanja poduzeća

Cilj ove hipoteze je dokazati pozitivan utjecaj spajanja i akvizicija poduzeća koji kroz preuzimanja pozitivno utječu na poslovne rezultate poduzeća. Taj pozitivan efekt na rezultate poslovanja se može javljati kao posljedica ostvarivanja većeg tržišnog udjela, diferencijacije i proširenja postojećeg portfelja proizvoda i usluga, povećanja opsega distribucije, udruživanja i kombiniranja inače oskudnih resursa, jačeg menadžmenta i sl.

Pri ispitivanju utjecaja spajanja i akvizcija na uspješnost poslovanja poduzeća koristio se uzorak od 41 poduzeća iz različitih industrija, spajanih ili akviziranih u razdoblju od 2011. do 2013. godine. Razdoblje ispitivanja uvjetovano je dostupnošću podataka, a obuhvaća razdoblje od 2008. do 2016. godine. Prikupljeni podaci odnose s ena sedmogodišnje razdoblje poslovanja poduzeća, tj. za godinu spajanja i akvizcija, tri godine prije spajanja i akvizicija i tri godine poslije spajanja i akvizcija. Izvor prikupljenih podataka su financijska izvješća poduzeća

(bilanca i račun dobiti i gubitka) koja su preuzeta iz baze podataka internetskih stranica FINA-e.[55]

Prikupljanjem podataka iz financijskih izvješća kreirana je baza podataka u kojoj su izračunati sljedeći financijski pokazatelji: ROA, ROE, EBITDA i profitna marža. Uspoređivanjem pokazatelja prije i poslije spajanja i akvizicija dobiva se uvid u njihovo kretanje i samim tim poboljšanjima ili pogoršanjima koja su nastala poslije spajanja i akvizicija.

Da bi se donio zaključak studiji slučaja da li se profitabilnost poduzeća povećava nakon poslovnih spajanja ili preuzimanja, testirati će se hipoteze o razlici aritmetičkih sredina dvaju zavisnih osnovnih skupova. Važno je za napomenuti da se radi o zavisnim skupovima, tj. da prethodni rezultati utječu na buduće.

Postavlja se sljedeća hipoteza – *Postoji značajna razlika u uspješnosti poslovanja poduzeća prije i poslije spajanja i akvizicija*.

1. NETO DOBIT

Neto dobit ili profit je čista dobit nakon oporezivanja koja ostaje na raspolaganju korporaciji. Izračunava se tako da se od bruto dobiti oduzme porez na dobit.[56]

Tablica 1: Prosječan iznos neto dobiti prije i poslije spajanja i akvizicija

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Neto_dobit_Prije	-37517.8889	42	733820.99677	113231.03807
	Netdo_dobit_Poslije	96665.4940	42	717859.54083	110768.13195

Izvor: Izračun autora

U tablici su prikazani podatci o prosječnoj neto dobiti 42 poduzeća prije i poslije spajanja i akvizcija. Prosječna neto dobit (ili bolje rečeno gubitak) prije spajanja i akvizicija je bila negativna, odnosno iznosila je -37 517,89 milijuna kuna, dok je poslije iznosila 96 665,5

[55] www.fina.hr [Pristupljeno: 10.09..2017.].
[56] http://www.definiraj.com/3355/neto-dobit-profit/ [Pristupljeno: 20.03.2017.].

milijuna kuna. Očito da je neto dobit ispitivanih poduzeća porasla nakon spajanja, ali značajnost razlike se testira u sljedećem koraku.

Tablica 2: Testiranje značajnosti razlike u neto dobiti prije i poslije spajanja i akvizicija

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Neto_dobit_Prije - Netdo_dobit_Poslije	-134183.38296	248251.76336	38306.07872	-211544.07836	-56822.68757	-3.503	41	.001

Izvor: Izračun autora

Zaključak o značajnosti se donosi na temelju usporedbe empirijske signifikantnosti s zadanom na razini od 5%. Ukoliko je empirijska signifikantnost manja od 5% zaključuje se da je razlika statistički značajna. Prema podatcima iz tablice, vidljivo je da empirijska signifikantnost iznosi 0,1%, tj. vrijedi da je $\alpha^* < \alpha$ (0,1% < 5%). Budući da je prosječna neto dobit za 42 ispitivana poduzeća narasla nakon spajanja i akvizicija, na temelju empirijske signifikantnosti se zaključuje da spajanja i akvizicije djeluju statistički značajno pozitivno na rast neto dobiti.

2. ROA

ROA (engl. *Return on Assets*) ili povrat na aktivu je izražena u postocima i jednostavno rečeno pokazuje kako efikasno neko poduzeće zarađuje novac.[57] Ovaj pokazatelj može pomoći i kod procjene profitabilnosti nekih novih projekata koje poduzeće planira, jer je prema njemu novi projekt profitabilan ukoliko je ROA veći od iznosa kamatnih stopa za kredite. ROA se računa pomoću sljedeće formule: ROA = neto dobit / ukupna imovina.[58]

[57] http://www.analiza.bloger.index.hr/post/roa-i-roe/185366.aspx [Pristupljeno: 20.03.2017.].
[58] http://www.analiza.bloger.index.hr/post/roa-i-roe/185366.aspx [Pristupljeno: 20.03.2017.]

Tablica 3: Prosječan pokazatelj ROA prije i poslije spajanja i akvizicija

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROA_Prije	-.3157	42	3.94785	.60917
	ROA_Poslije	.7658	42	3.47672	.53647

Izvor: Izračun autora

Prosječna ROA za 42 ispitivana poduzeća prije spajanja i akvizicija iznosi -0,316%, dok poslije iznosi 0,766% za istih 42 poduzeća. U sljedećem koraku se testira značajnost rasta pokazatelja ROA.

Tablica 4: Testiranje značajnosti razlike pokazatelja ROA prije i poslije spajanja i akvizicija

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ROA_Prije - ROA_Poslije	-1.08151	1.42614	.22006	-1.52593	-.63709	-4.915	41	.000

Izvor: Izračun autora

Kao i kod neto dobiti, zaključak se donosi na temelju empirijske signifikantnosti, tj. na usporedbi iste s zadanom na razini od 5%. Budući da empirijska signifikantnost teži u nula posto ($\alpha \approx 0\%$) i budući da vrijedi da je $\alpha^* < \alpha$ ($0\% < 5\%$), zaključuje se da pokazatelj ROA značajno raste nakon spajanja.

3. ROE

ROE (engl. *Return on Equity*) ili povrat na kapital pokazuje kolika je dobit po kuni uloženog kapitala, dobar je pokazatelj brzine rasta poduzeća jer se smatra da ukupni prihodi ne mogu

rasti po stopi većoj od trenutnog iznosa ROE, osim zaduživanjem kod banaka.[59] Smatra se da je ROE od 15% prosjek za dobro poduzeće, a izračunava se pomoću formule:

ROE = neto dobit / kapital.[60]

Tablica 5: Prosječan pokazatelj ROE prije i poslije spajanja i akvizicija

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROE_Prije	1.0917	42	4.51759	.69708
	ROE_Poslije	1.5138	42	4.16063	.64200

Izvor: Izračun autora

Prosječni pokazatelj ROE za 42 ispitivana poduzeća prije spajanja i akvizicija iznosi 1,092%, dok poslije raste na 1,514%. Na temelju empirijske signifikantnosti u sljedećem koraku će se odrediti je li taj rast i statistički značajan.

Tablica 6: Testiranje značajnosti razlike pokazatelja ROE prije i poslije spajanja i akvizicija

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ROE_Prije - ROE_Poslije	-.42207	2.19018	.33795	-1.10458	.26043	-1.249	41	.219

Izvor: Izračun autora

Prema podatcima iz tablice, vidljivo je da empirijska signifikantnost iznosi 21,9%, tj. vrijedi da je $\alpha^* > \alpha$ (21,9% > 5%) te se zaključuje da rast pokazatelja ROE nakon spajanja nije statistički značajan.

[59] http://www.analiza.bloger.index.hr/post/roa-i-roe/185366.aspx [Pristupljeno: 20.03.2017.].
[60] Ibid.

4. EBITDA

EBITDA (engl. *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) je dobit prije kamata, poreza i amortizacije, odnosno razlika između poslovnih prihoda i poslovnih rashoda društva koji ne uključuju trošak amortizacije.[61] EBITDA marža pokazuje pokazuje postotak rezultata na EBITDA razini (dobit prije kamata, poreza i amortizacije) u odnosu na poslovni prihod društva, odnosno dio prihoda koji preostaje društvu nakon podmirenja redovitih troškova/rashoda poslovanja (npr. materijalni troškovi, troškovi plaća, itd.).[62]

Tablica 7: Prosječan iznos EBITDA prije i poslije spajanja i akvizcija

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	EBITDA_prije	99858.4048	42	227155.82711	35050.90509
	EBITDA_Poslije	253958.7216	42	955212.48990	147392.48712

Izvor: Izračun autora

EBITDA za 42 ispitivana poduzeća iznosi 99 858,41 mil. kuna, te je iz iste tablice vidljivo da isti pokazatelj nakon provedenih spajanja i akvizicija raste na 253 958,72 mil. kuna. Vidljivo je da rast promatranog pokazatelja postoji, te se u sljedećem koraku testira da li je taj rast i statistički značajan.

Tablica 8: Testiranje značajnosti razlike EBITDA prije i poslije spajanja i akvizicija

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	EBITDA_prije - EBITDA_Poslije	-154100.31684	831327.59415	128276.63269	-413160.23212	104959.59843	-1.201	41	.237

Izvor: Izračun autora

[61] http://www.fininfo.hr/Eucenje/Dictionary [Pristupljeno: 20.03.2017.].
[62] Ibid.

Kao i u prethodnim slučajevima, zaključak se donosi temeljem usporedbe empirijske signifikantnosti koja iznosi 23,7% te vrijedi da je $\alpha^* > \alpha$ (23,7% > 5%). Zaključuje se da rast pokazatelja EBITDA nije statistički značajan. Drugim riječima, spajanja i akvizicije ne dujeluju statistički značajno na rast pokazatelja EBITDA.

5. PROFITNA MARŽA

Profitna marža je mjera profitabilnosti koja pokazuje postotak ostvarenog dobitka nakon što su odbijeni svi troškovi uključujući amortizaciju, operativne troškove i poreze, a računa se kao odnos dobiti (profita)i prihoda od prodaje.[63]

Tablica 9: Prosječan iznos profitne marže prije i poslije spajanja i akvizicija

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Profitna_marza_Prije	-2.5744	42	5.47593	.84495
	Profitna_marza_Poslije	1.0671	42	10.54287	1.62680

Izvor: Izračun autora

Promatrana tablica pokazuje prosječnu vrijednost pokazatelja profitna marža za 42 ispitivana poduzeća prije i poslije spajanja i akvizicija. Iz iste je vidljivo da je prosječna profitna marža prije spajanja i akvizicija iznosila -2,57%, dok poslije iznosi 1,07%. U sljedećem koraku se testira je li taj rast statistički značajan.

[63] http://www.investopedia.com/terms/p/profitmargin.asp [Pristupljeno: 08.06.2017.].

Tablica 10: Testiranje značajnosti razlike u profitnoj marži prije i poslije spajanja i akvizicija

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Profitna_marza_Prije - Profitna_marza_Poslije	-3.64153	7.62596	1.17671	-6.01794	-1.26511	-3.095	41	.004

Izvor: Izračun autora

Kao i u svim prethodnim tablicima ovog karaktera, zaključak se donosi temeljem usporedbe empirijske signifikantnosti s zadanom od 5%. Prema podatcima iz tablice, vidljivo je da empirijska signifikantnost iznosi 0,4%, tj. vrijedi da je $\alpha^* < \alpha$ (0,4% < 5%). Budući da je prosječna profitna marža za 42 ispitivana poduzeća narasla poslije spajanja i akvizicija, na temelju empirijske signifikantnosti se zaključuje da spajanja i akvizicije djeluju statistički značajno na rast profitne marže.

Nakon provedenih testiranja se zaključuje kako je nakon spajanja i akvizicija zabilježen rast svih ispitivanih financijskih pokazatelja (neto dobit, ROA, ROE, EBITDA i profitna marža). Nadalje, istraživanjem je dokazano da je statistički značajan rast zbilježen kod varijabli neto dobit, ROA i profitna marža.

Budući da postoji rast kod svih ispitivanih varijabli te da je statistički značajan kod tri prethodno navedene, zaključuje se da spajanja i akvizicije djeluju pozitivno na uspješnost poslovanja poduzeća. Temeljem ovoga, hipoteza H3 se prihvaća.

4.5. Studija slučaja utjecaja spajanja i akvizicija na uspješnost poslovanja poduzeća INA d.d. i MOL grupe

INA d.d. je naftna kompanija osnovana 1964. godine, od 1990. godine je bila u državnom vlasništvu, od 1993. godine dioničko društvo, a njene dionice su izlistane na Zagrebačkoj burzi

od 1. prosinca 2006. godine. Sjedište INA d.d. nalazi se u Zagrebu, a u 2016. godini grupa je imala 10 861 zaposlenih. Osim u Hrvatskoj, INA d.d. posluje u Angoli i Egiptu.[64]

MOL grupa je međunarodna naftna i plinska tvrtka sa sjedištem u Budimpešti, Mađarska. Aktivno posluje u preko 30 zemalja svijeta, broji više od 25 000 zaposlenih i postoji više od 100 godina.[65]

Zajednička priča INE d.d. i MOL grupe započinje 2003. godine kada je započela prva faza privatizacije Ine u kojoj kupnjom 25% + jedne dionice Inin strateški partner postaje MOL za 505 milijuna $.[66] Uprava i Nadzorni odbor Ine imali su tada zbog kupoprodajnog i dioničarskog ugovora po sedam članova, po pet članova imenovala je hrvatska strana, a mađarska strana po dva člana. U listopadu 2008. godine u javnoj ponudi Mol je po cijeni od 2800,00 kn po dionici kupio 22,15% dionica, te je s ranijih 25% + jedna dionica stekao 47,15% dionica Ine i postao najveći dioničar Ine.[67] U siječnju 2009. godine izmijenjen je Ugovor o međusobnim odnosima dioničara i MOL-u su po tom ugovoru osigurana većinska upravljačka prava u Ini. Broj članova u Nadzornom odboru Ine povećan je na devet članova. Tada je MOL-u je pripalo pet mjesta, Vladi Republike Hrvatske tri mjesta, a predstavnicima radnika jedno mjesto. Predsjednika Nadzornog odbora određuje Vlada Republike Hrvatske, a MOL predlaže predsjednika uprave Ine. Uprava Ine ima šest članova, od kojih tri predstavljaju Vladu, a tri MOL grupu. U prosincu 2010. godine MOL je objavio ponudu za otkup Ininih dionica po cijeni od 2800,00 kn po dionici i stekao još 0,10% Ininih dionica, čime mu je porastao udjel na 47,26% dionica Ine. U svibnju 2011. godine MOL je objavio je da je 1,6% dionica Ine predmet opcijskog sporazuma zaključenog od strane Mola, da je preko brokera na izvanburzovnom tržištu ili na Zagrebačkoj burzi stekao ukupno 0,21% dionica Ine, te da na skrbničkim i podskrbničkim računima drži ukupno 47,47% Ininih dionica.[68] Neslužbene informacije u 2014. godini su govorile kako Vlada želi otkupiti Inine dionice od Mola, a 2017. godine osnovan je Savjet za pregovore s Molom za otkup Ininih dionica.

Da bi se donio zaključak studiji slučaja da li se profitabilnost poduzeća povećava nakon poslovnih spajanja ili preuzimanja, testirati će se hipoteze o razlici aritmetičkih sredina dvaju

[64] http://www.ina.hr/o-kompaniji/profil-kompanije/22 [Pristupljeno: 06.03.2017.].
[65] https://molgroup.info/en/about-mol-group/mol-group-at-a-glance [Pristupljeno: 06.03.2017.].
[66] http://dnevnik.hr/vijesti/hrvatska/ina-mol-13-godina-pregovora-sukoba-burnih-politickih-rasprava---437464.html [Pristupljeno: 06.03.2017.].
[67] Ibid.
[68] Ibid.

zavisnih osnovnih skupova. Važno je za napomenuti da se radi o zavisnim skupovima, tj. da prethodni rezultati utječu na buduće.

Analogno tome, postavljaju se hipoteze:

H0: ... X1 - X2 = 0 … *Ne postoji razlika u uspješnosti poslovanja poduzeća prije i poslijeakvizicije*

H1: ... X1 - X2 ≠ 0 … *Uspješnost poslovanja poduzeća razlikuje se prije i poslijeakvizicije*

U svrhu testiranja hipoteze o profitabilnosti, korišteni su sljedeći financijski pokazatelji: neto dobit, ROA, ROE, EBITDA i profitna marža. Rezultati za svaki pojedini pokazatelj su kako slijedi. Budući da su u ovu analizu uključena dva poduzeća (INA d.d. i MOL grupa), svaki pojedini financijski pokazatelj bit će prikazan i za oba poduzeća. Izvor iz kojeg su prikupljeni podaci za testiranje ove hipoteze je AMADEUS baza podataka.

1. NETO DOBIT

Tablica 11: Neto dobit INE d.d. prije i poslije akvizcije

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Neto Dobit prije	30517.2000	5	127179.71752	56876.49875
	Neto Dobit poslije	2732.2000	5	213492.55841	95476.77466

Izvor: Izračun autora

U tablici broj 1 prikazana je prosječna neto dobit INE d.d. u godinama prije i poslije akvizicije, te je vidljivo da se neto dobit manja nakon akvizicije. Sama ova tablica nije dovoljna za donošenje zaključka, tj. potrebno je provesti detaljnije testiranje kojim će se utvrditi da li je prikazana razlika i statistički značajna.

Tablica 12: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu neto dobitpoduzeća INA d.d.

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Neto Dobit prije Neto Dobit poslije	27785.00000	112700.08623	50401.01078	-112150.63967	167720.63967	.551	4	.611

Izvor: Izračun autora

Zaključak o značajnosti razlike se donosi na temelju empirijske signifikantnosti koja iznosi α* = 0,611 = 61,1%. Empirijska signifikantnost se uspoređuje sa zadanom signifikantnosti od 5%. Budući da vrijedi da je α* > αtab, tj. 61,1% > 5% prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u neto dobiti poduzeća INA d.d. prije i poslije akvizicije.

Tablica 13: Neto dobit MOL grupe prije i poslije akvizicije

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Neto Dobit prije	30518.4000	5	51265.55827	22926.65464
	Neto Dobit poslije	8475.6000	5	50054.85646	22385.21233

Izvor: Izračun autora

Tablica broj 3 prikazuje neto dobit MOL grupe prije i poslije akvizicije te je iz iste vidljivo da prosječna neto dobit iznosi manje poslije akvizicije. Kao i u prethodnom slučaju, prije donošenja zaključka potrebno je provesti dodatno testiranje.

Tablica 14: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu neto dobit MOL grupe

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Neto Dobit prije - Neto Dobit poslije	22042.80000	99014.4594	44280.6124	-100899.88954	144985.48954	.498	4	.645

Izvor: Izračun autora

Kao i u istom, prethodnom testiranju za INU d.d., zaključak se donosi na temelju usporedbe empirijske signifikantosti i zadane od 5%. Empirijska signifikantnost iznosi 64,5% te je veća od 5 %, tj. vrijedi da je $\alpha^* = 64{,}5\% > 5\%$, stoga se prihvaća nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u neto dobiti MOL grupe prije i poslije akvizicije.

2. ROA

Tablica 15: ROA za INA d.d. prije i poslije akvizcije

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROA_prije	1.2800	5	3.79740	1.69825
	ROA_poslije	-.6020	5	6.21554	2.77967

Izvor: Izračun autora

Iz tablice broj 5 vidljivo je da je osim neto dobiti i prosječna ROA poduzeća INA d.d. niža poslije akvizcije. Kao i kod prethodne varijable, potrebno je provesti dodatno testiranje prije donošenja zaključka.

Tablica 16: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROA za poduzeće INA d.d.

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ROA_prije - ROA_poslije	1.88200	3.30643	1.47868	-2.22347	5.98747	1.273	4	.272

Izvor: Izračun autora

Budući da empirijska signifikantnosti za tablicu broj 6 iznosi 27,2%; tj. vrijedi da je $\alpha^* = 27{,}2\% > 5\%$ prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika kod pokazatelja ROA za poduzeće INA d.d. prije i poslije akvizicije.

Tablica 17: Pokazatelj ROA za MOL grupu prije i poslije akvizicije

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROA_prije	3.1960	5	5.78269	2.58610
	ROA_poslije	1.2420	5	7.25412	3.24414

Izvor: Izračun autora

Kao i kod poduzeća INA d.d., tako i kod MOL grupe, prosječan iznos pokazatelja ROA nakon akvizicije je niži. U sljedećem koraku se testira značajnost smanjenja.

Tablica 18: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROA

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ROA_prije - ROA_poslije	1.95400	12.76830	5.71016	-13.89994	17.80794	.342	4	.749

Izvor: Izračun autora

Budući da empirijska signifikantnost iznosi 74,9% i veća je od zadane signifikantnosti od 5%, prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika kod pokazatelja ROA za MOL grupu prije i poslije akvizicije.

3. ROE

Tablica 19: Pokazatelj ROE za poduzeće INA d.d. prije i poslije akvizcije

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROE_prije	1.6700	5	7.50609	3.35683
	ROE_poslije	-.6740	5	12.58905	5.63000

Izvor: Izračun autora

Iz navedene tablice je vidljivo da je prosječni pokazatelj ROE za poduzeće INA d.d. niži nakon što ju je MOL grupa akvizirala. Daljnjim testiranjem će biti utvrđeno da li je ta razlika statistički značajna.

Tablica 20: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROE za poduzeće INA d.d.

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ROE_prije - ROE_poslije	2.34400	6.73559	3.01225	-6.01934	10.70734	.778	4	.480

Izvor: Izračun autora

Budući da je empirijska signifikantnost ponovno veća od zadane od 5%, tj. vrijedi da je $\alpha^* = 48\% > 5\%$ i prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u pokazatelju ROE za INA d.d. prije i poslije akvizicije.

Tablica 21:Varijabla ROE za MOL grupu prije i poslije spajanja

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	ROE_prije	5.3120	5	9.01423	4.03129
	ROE_poslije	1.5700	5	11.46857	5.12890

Izvor: Izračun autora

Kao i kod analize varijable ROE kod poduzeća INA d.d., tako je i kod MOL grupe zabilježen pad ili smanjenje promatrane varijable. U sljedećem koraku se testira značajnost razlike u varijabli ROE.

Tablica 22: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROE za MOL grupu

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	ROE_prije - ROE_poslije	3.74200	20.25803	9.05966	-21.41166	28.89566	.413	4	.701

Izvor: Izračun autora

Budući da empirijska signifikantnost ponovno iznosi više od 5% (α* = 70,1% > 5%) prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u varijabli ROEMOL grupe prije i poslije akvizicije.

4. EBITDA

Tablica 23: EBITDA poduzeća INA d.d. prije i poslije akvizicije

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	EBITDA prije	11.7760	5	1.42451	.63706
	EBITDA poslije	15.1140	5	4.68897	2.09697

Izvor: Izračun autora

Za razliku od svih prijašnjih analiziranih varijabli kod poduzeća INA d.d., u EBITDA-i je zabilježen rast nakon akvizicije. Kao što je i do sada bio slučaj, tek se provođenjem testiranja u sljedećem koraku može donijeti zaključak o značajnosti te razlike.

Tablica 24: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu EBITDA za poduzeće INA d.d.

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	EBITDA prije – EBITDA poslije	-3.33800	5.29605	2.36846	-9.91391	3.23791	-1.409	4	.232

Izvor: Izračun autora

Budući da empirijska signifikantnost i u ovom testiranju iznosi više od 5% (α* = 23,2% > 5%) prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u varijabli EBITDA za poduzeće INA d.d. prije i poslije akvizicije.

Tablica 25: EBITDA za MOL grupu prije i poslije spajanja

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	EBITDA_prije	8.1580	5	4.53231	2.02691
	EBITDA_poslije	5.0140	5	4.62435	2.06807

Izvor: Izračun autora

Iz promatrane tablice je vidljivo da se prosječna EBITDAMOL grupe smanjila nakon akvizicije, te se u sljedećem koraku ispituje da li je ta razlika i statistički značajna.

Tablica 26: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu EBITDA za MOL grupu

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	EBITDA_prije - EBITDA_poslije	3.14400	9.05656	4.05022	-8.10120	14.38920	.776	4	.481

Izvor: Izračun autora

Budući da je empirijska signifikantnost ovog testiranja veća od 5%, tj. vrijedi da je $\alpha^* = 48{,}1\% > 5\%$, prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u varijabli EBITDAMol grupe prije i poslije akvizicije.

5. PROFITNA MARŽA

Tablica 27: Profitna marža poduzeća INA d.d. prije i poslije spajanja

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Profitna Marža prije	3.1840	5	3.36661	1.50559
	Profitna Marža poslije	.0000	5	7.51996	3.36303

Izvor: Izračun autora

Iz navedene tablice je vidljivo da se profitna marža poduzeća INA d.d. smanjila nakon akvizicije te se u sljedećem koraku testira značajnost te razlike.

Tablica 28: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu profitna marža poduzeća INA d.d.

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Profitna_Marza_prije - Profitna_Marza_poslije	3.18400	4.84394	2.16627	-2.83054	9.19854	1.470	4	.216

Izvor: Izračun autora

Budući da je empirijska signifikantnost ovog testiranja ponovno veća od 5%, tj. vrijedi da je α* = 21,6% > 5%, prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u varijabli profitna marža za poduzeće INA d.d. prije i poslije akvizicije.

Tablica 29: Profitna marža MOL grupe prije i poslije spajanja

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	Profitna Marža prije	2.9340	5	4.77761	2.13661
	Profitna Marža poslije	1.0360	5	4.70428	2.10382

Izvor: Izračun autora

Iz tablice broj 19 vidljivo je da se prosječna profitna marža MOL grupe smanjila nakon provedene akvizicije te se u sljedećem koraku testira značajnost iste.

Tablica 30: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu profitna marža MOL grupe

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	Profitna Marža prije – Profitna Marža poslije	1.89800	9.29147	4.15527	-9.63888	13.43488	.457	4	.672

Izvor: Izračun autora

Budući da je empirijska signifikantnost ovog testiranja ponovno veća od 5%, tj. vrijedi da je $\alpha^* = 67{,}2\% > 5\%$, prihvaća se nulta hipoteza da ne postoji statistički značajna razlika u varijabli profitna marža MOL grupe prije i poslije akvizicije.

Nakon provedenih testiranja se zaključuje da su se kod poduzeća INA d.d. analizirane varijable neto dobit, ROA, ROE i profitna marža smanjile. Jedina analizirana varijabla koja je zabilježila rast je EBITDA. Nadalje, nijedno smanjivanje ili povećanje analizirane varijable se nije pokazalo kao statistički značajno.

Kod MOL grupe su sve analizirane varijable (neto dobit, ROA, ROE, EBITDA i profitna marža) smanjile, ali se nijedno smanjenje nije pokazalo kao statistički značajno.

Na temelju toga, prihvaća se H0 koja tvrdi da ne postoji razlika u uspješnosti poslovanja testiranih poduzeća prije i poslije akvizicije.

Važno za napomenuti je da ove rezultate treba uzeti u obzir s dozom opreza zbog vrlo ograničenog uzorka, koji je iznosio 5. Ovako mali uzorak ima tendenciju zanemarivanja stvarnih razlika, stoga brojna smanjenja ispitivanih varijabli treba indikativno uzeti u obzir u kontekstu neuspješne akvizicije.

5. ZAKLJUČAK

Poduzeća sve češće imaju potrebu za eksternim rastom putem strategija spajanja i akvizcija jer tako mogu veoma brzo ostvariti zacrtane ciljeve. Spajanje i akvizcija pridonose rastu i kombinaciji vrijednosti dvaju poduzeća koja su uključena u jednu od navedenih strategija. Međutim, strategije mogu lako krenuti u suprotnom smjeru i ne trebaju završiti na planirani način. Rizik koji je prisutan treba smanjiti na najmanju moguću razinu i provesti due – diligence poduzeća nad kojim se planira primjeniti spajanje i akvizcija. Poduzeća koja primjenjuju strategiju spajanja i akvizcije moraju biti svjesna da ne kupuju samo dobitak i gubitak poduzeća odnosno rezultat poslovanja, već kupuju i njegove ljudske resurse, informatičku opremu, tehnologiju, konkureciju sa svim njihovim prednostima i nedostacima.

Prva hipoteza koja kaže da spajanja i akvizcije različito utječu na veličinu malih, srednjih i velikih poduzeća u Republici Hrvatskoj je djelomično prihvaćena. Istraživanjem je utvrđeno smanjenje broja malih poduzeća i porast broja poduzeća srednje veličine, ali broj velikih poduzeća se nije promijenio. Naime, ako bi zanemarili da nema promjene u broju velikih poduzeća hipoteza bi se mogla u cjelosti prihvatiti. Druga hipoteza se odbacuje te zaključujemo da su strana poduzeća provela većinu spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj. Kod treće hipoteze u kojoj je primjenom t-testa testirano poslovanje 42 poduzeća prije i poslije spajanja i akvizicija odbačena je nulta hipoteza i prihvaćena alternativna koja tvrdi da se uspješnost poslovanja poduzeća razlikuje se prije i poslije spajanja i akvizicija i to u pozitivnom smislu. Kod studije slučaja INA d.d. i MOL grupe prije i poslije akvizcije, prihvaćena je nulta hipoteza koja tvrdi da ne postoji značajna razlika u poslovanju poduzeća prije i poslije akvizicije, stoga je jasno da se ne može donijeti zaključak o poslovanju skupine poduzeća, na temelju testiranja dvaju poduzeća.

Treba naglasiti kako rezultate provedenog istraživanja treba tumačiti s oprezom budući da se radi o relativno malom broju poduzeća obuhvaćenih istraživanjem zbog ograničenog pristupa podacima.

SAŽETAK

Spajanje i akvizicija jedan su od modela ostvarivanja eksternog rasta poduzeća, a u današnje vrijeme i jedan od najzanimljivijih oblika internacionalizacije poslovanja. Pomoću ovog modela rasta, poduzeća nastoje iskoristiti resurse, potencijale, umijeća i snagu drugih poduzeća kako bi izgradila vlastitu poslovnu strategiju. Razni su motivi zbog kojih se poduzeća odlučuju na odabir strategije spajanja i akvizicije, a neki od najvažnijih su: ulazak na nova tržišta, proširenje ponude proizvoda i usluga, smanjenje konkurencije, pristup novim kanalima distribucije i dobavljačima, razvoj novih proizvoda itd.

Ovim istraživanjem nastojalo se pokazati kako spajanje i akvizicija utječu na promjenu veličine poduzeća, da li strategiju spajanja i akvizicija na području Republike Hrvatske više koriste domaći ili strani investitori te kako spajanja i akvizicije utječu na poslovanje poduzeća. Također, provedena je i studija slučaja na primjeru poduzeća INA d.d. i MOL grupe kako bi se istražio utjecaj akvizicije na njihovo poslovanje prije i poslije provođenja akvizicije.

Istraživanjem su većinom zabilježene neznatne pozitivne ili negativne promjene iz kojih se generalno ne može izvući zaključak kako spajanja i akvizicije utječu na poslovanje poduzeća u Republici Hrvatskoj.

KLJUČNE RIJEČI: spajanja i akvizicije, veličina poduzeća, poslovanje poduzeća

SUMMARY

Mergers and acquistions are one of the models of achieving the external growth of the company, and today one of the most interesting form of internationalization of business. With this growth model the company seeks out their resources, potentials, skills and strength of other companies to bulid their own business strategy. There are various reasons why companies decide to choose a merger and acquisition strategy, and some of the most imortant are: entering new markets, expanding products and services offering, reducing competition, accessing new distribution channels and supplierism, developing new products etc.

The aim of this research was to show how mergers and acquisitions affect on the size of company and is this strategy more used by domestic or foreign investitors in Republic of Croatia and how mergers and acquisitions affect the company's business. Also, a case study was carried out on the example of INA d.d. and MOL Group to investigate the impact of acquisition on their business before and after acquistion.

Most of this research has shown minor positive or negative changes, from which it is not possible to conclude how mergers and acquisition affect on the business of companies in the Republic of Croatia.

KEY WORDS: mergers and acquisitions, size of the company, business operations

LITERATURA

1. Acquisitions and takeovers.
   Dostupno na: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/acquisitions.pdf
   [Pristupljeno: 20.12.2016.].
2. Andrade, G., Mark, M., Stafford E. (2001): New evidence and perspectives on mergers. The Journal of economic perspectives: a journal of the American Economic Association, editor Alan B. Krueger. Str. 103-120.
3. Bačelić, M. (2015): Evo što su Hrvati kupili u inozemstvu, ali i stranci u Hrvatskoj. Dostupno na: http://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/hrvatska/evo-sto-su-hrvati-kupili-u-inozemstvu-ali-i-stranci-u-hrvatskoj/?display=mobile
   [Pristupljeno: 10.05.2016.].
4. Bači, V., Bilas, V. i Matić, B. (2011): Analiza međunarodnih spajanja i preuzimanja u farmaceutskoj industriji. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues. Vol. XXIV. No.1. Str.11-32.
5. Bahtijarević-Šiber, F., Sikavica, P. (2001): Leksikon menadžmenta. Zagreb: Masmedia.
6. Baković T., Lazibat T., Lulić L., (2006): Međunarodna spajanja i akvizicije u hrvatskoj gospodarskoj praksi. Ekonomski pregled. Vol. 57. No 1-2. Str. 64-79.
7. Brealey A. R., Myers C. S.(1991): Principles of Corporate Finance. McGraw – Hill, Inc.
8. Bruner, R.F. (2004): Applied mergers and acquisitions. Hoboken : J. Wiley & Sons, cop.
9. Dnevnik (2016): INA-MOL - 13 godina pregovora, sukoba, burnih političkih rasprava. Dostupno na: http://dnevnik.hr/vijesti/hrvatska/ina-mol-13-godina-pregovora-sukoba-burnih-politickih-rasprava---437464.html
   [Pristupljeno: 06.03.2017.].
10. Družić, A., (1999): Spajanja i preuzimanja (Mergers&Acquisitions) kao dio poslovne strategije. Ekonomski pregled, 50 (9). Str. 1000–1018.
11. Efekt sinergije. Dostupno na: http://www.pses-inova.hr/pojam/efekt-sinergije/ [Pristupljeno: 13.11.2016.].
12. Erić, D. (1996): Planski pristup eksternog rasta poduzeća. Ekonomska analiza br. 127. Beograd.
13. Glossary of statistical terms: Acquisition (ownership). Dostupno na: https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3137 [Pristupljeno: 07.11.2016.].

14. Glossary of statistical terms: Merger. Dostupno na: https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3258 [Pristupljeno: 07.11.2016.].
15. Glossary of statistical terms: Take - over. Dostupno na: https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=3320 [Pristupljeno: 07.11.2016.].
16. Grubišić, M. (2008): Parametri ocjene uspješnosti zajedničkih pothvata. Magistarski rad. Ekonomski fakultet Zagreb: Zagreb.
17. Haleblian, J. i Finkelstein, S. (1999): The influence of organizational acquisition experience on acquisition performance: A behavioral learning perspective. Administrative Science Quarterly [online], 44. Dostupno na: http://findarticles.com/p/articles/mi_m4035/is_1_44/ai_54482492/ [Pristupljeno: 15.11.2016.].
18. Hampton, J. J.. Financial Decision Making, Concepts, Problems & Cases. II. Izdanje. U: Orsag S., Gulin D. (1996): Poslovne kombinacije. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika. Zagreb.
19. Harding, D. i Rovit, S. (2004): Preuzimanje i spajanje poduzeća: Četiri presudne odluke kojima stvarate ili prekidate posao. Poslovni dnevnik: Masmedia. Dostupno na: http://www.poslovni.hr/media/Data/Webshop/Preuzimanje_i_spajanje_poduzeca.pdf [Pristupljeno: 10.05.2016.].
20. Harding, D. i Rovit, S. (2007): Preuzimanje i spajanje poduzeća. Poslovni dnevnik: Masmedia. Zagreb.
21. Howson, P. (2006): Due diligence. Poslovni dnevnik. Zagreb: MASMEDIA. Dostupno na: http://www.poslovni.hr/media/Data/Webshop/Peter%20Howson%20-%20Due%20Diligence.pdf [Pristupljeno: 13.11.2016.].
22. Huck, S. and Konrad, K. A. (2004): Merger Profitability and Trade Policy. Scand J. Of Esconomics, 106 (1). Str. 107 – 122. Dostupno na: https://www.wzb.eu/sites/default/files/personen/konrad.kai-a.278/06_sjoe_003_note.pdf [Pristupljeno: 10.11.2016.].
23. Ina d.d.: Profil kompanije. Dostupno na: http://www.ina.hr/o-kompaniji/profil-kompanije/22 [Pristupljeno: 06.03.2017.].
24. Knežević, B. (2012): Internacionalizacija trgovine. Ekonomski fakultet Zagreb: Zagreb.
25. Korda, Z. (2015): Stranci kupuju po Hrvatskoj, a jake domaće snage tuku po regiji. Dostupno na: http://www.tportal.hr/biznis/kompanije/393419/Stranci-kupuju-po-Hrvatskoj-a-jake-domace-snage-tuku-po-regiji.html [Pristupljeno: 10.05.2016.].

26. Kovačević, V. (2015): Akvizicije i spajanja: Da li da te kupim?. Dostupno na: http://gmbusiness.biz/2015/02/10/akvizicije-i-spajanja-da-li-da-te-kupim/ [Pristupljeno: 10.11.2016.].
27. Lahovnik, M. (2000): Characteristics of aquisitions in the central and Eastern European economic in transition. Management: Journal of contemporary management issues. Editor: Buble, M. Str. 1-17.
28. Lehman Scale. Dostupno na: https://www.divestopedia.com/definition/886/lehman-scale [Pristupljeno: 13.11.2016.].
29. Leksikon : EBITDA i EBITDA marža. Dostupno na: http://www.fininfo.hr/Eucenje/Dictionary [Pristupljeno: 20.03.2017.].
30. Lider (2015): Broj spajanja i preuzimanja pada u regiji, ali raste u Hrvatskoj. Dostupno na: http://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/trziste-kapitala/broj-spajanja-i-preuzimanja-pada-u-regiji-ali-raste-u-hrvatskoj/ [Pristupljeno: 27.05.2016.].
31. Lovrinčević, Ž., Mikulić, D. i Rajh, E. (2008): Usporedba metodologija i mjerenja konkurentnosti nacionalnog gospodarstva i položaj Hrvatske. Ekonomski pregled. Vol.59. No.11. Str. 603-645.
32. Marasović Hanzalek, M. (2005): Akvizicije u izgradnji konkurentske sposobnosti hrvatskih poduzeća. Magistarski rad. Ekonomski fakultet Zagreb: Zagreb.
33. Mishkin S. F., Eakins G.S. (2003): Financial Markets and Institutions. Addison Wesley.
34. Mol group: About Mol group. Dostupno na: https://molgroup.info/en/about-mol-group/mol-group-at-a-glance [Pristupljeno: 06.03.2017.].
35. Narodne novine (2015): Zakon o računovodstvu. Narodne novine d.d. Zagreb. Br. 78/2015.
Dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2015_07_78_1493.html [Pristupljeno: 10.12.2016.]
36. Neto dobit. Dostupno na: http://www.definiraj.com/3355/neto-dobit-profit/ [Pristupljeno: 20.03.2017.].
37. Novak B. (2000): Spajanja i preuzimanja trgovačkih društava. Ekonomski vjesnik. Br. 1 i 2 (13). Str. 49.-50.
38. Number of M&A Worldwide. Dostupno na: https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/ [Pristupljeno: 21.06.2016.].
39. Pavić, I., Benić, Đ., Hashi, I. (2009): Mikroekonomija. III izdanje. Split.
40. Piller, R. and Mandell, I. (2000): Merger mania - the financial risks of merger and aquisitions. CMA Management, editor Douchet Kristin. Vol. 74. No. 2. Str. 26-29.

41. Pivac, S. (2010): Statističke metode. E-nastavni materijali. Ekonomski fakultet Split: Split.
42. Pološki Vokić, N., Sinčić Ćorić D., Tkalac Verčić, A. (2010.): Priručnik za metodologiju istraživačkog rada: Kako osmisliti, provesti i opisati znantsveno i stručno istraživanje. Zagreb: M.E.P. d.o.o.
43. Preuzimanja, spajanja, pripajanja. Dostupno na: http://web.efzg.hr/dok/ETE/lskuflic/industrijska/Materijali%20II%20KOLOKVIJ.pdf [Pristupljeno: 12.11.2016.].
44. Profit margin. Dostupno na: http://www.investopedia.com/terms/p/profitmargin.asp [Pristupljeno: 21.06.2016.].
45. Ravić, K. (2015): Klasifikacija malih i srednjih poduzeća prema hrvatskom i europskom zakonodavstvu. Dostupno na: http://www.eu-projekti.info/klasifikacija-malih-i-srednjih-poduzeca-prema-hrvatskom-i-europskom- zakonodavstvu [Pristupljeno: 07.06.2015.].
46. Registar godišnjih financijskih izvještaja. Dostupno na: http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/izbornik.do [Pristupljeno: 10.09.2017.].
47. ROA i ROE. Dostupno na: http://www.analiza.bloger.index.hr/post/roa-i-roe/185366.aspx [Pristupljeno: 20.03.2017.].
48. Rončević, A. (2004): Spajanje, pripajanje i preuzimanje poduzeća u funkciji jačanja konkurentnosti hrvatskog gospodarstva. Računovodstvo i financije. Br. 6. Str. 102-107.
49. Ross S. A., Westerfield R. W.: Corporate Finance. U: Orsag S., Gulin D., (Ur.) (1996): Poslovne kombinacije. Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika. Zagreb.
50. Rupčić, N. (2003): Trendovi spajanja i preuzimanja u svjetskom poslovnom sustavu. Ekonomska istraživanja. Dostupno na: https://bib.irb.hr/datoteka/148253.Trendovi_spajanja_i_preuzimanja_u_svjetskom_poslovnom_sustavu.pdf [Pristupljeno: 10.05.2016.].
51. Seth, S. (2014): Key Differences between M&A Advisors and Business Brokers. Dostupno na: http://www.investopedia.com/articles/active-trading/121114/key-differences-between-ma-advisors-and-business-brokers.asp [Pristupljeno: 13.11.2016.].
52. Shapiro C. A. (1991): Modern Corporate Finance. Macmillian Publishing Company: New York.

53. Tamburović, I. (2013): Utjecaj rasta poduzeća na uspješnost njegova poslovanja. Diplomski rad. Ekonomski fakultet Split: Split.
54. Tipurić, D. (1999): Konkurentska prednost poduzeća – izbor između niskih troškova i diferencijacije. Poslovna analiza i upravljanje, 3, str. 3-16.
55. Tipurić Darko et al. (1999): Konkurentska sposobnost poduzeća. Zagreb: Sinergija.
56. Van Horne C. J. (1993): Financijsko upravljanje i politika. Zagreb: Mate.
57. Zelenika, R. (2000): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci: Rijeka. IV izdanje.

POPIS SLIKA

Slika 1: Klasifikacija spajanja i akvizicija 11

Slika 2: Broj spajanja i akvizicija od 2011. do 2016. godine u Republici Hrvatskoj..... 31

Slika 3: Ukupna vrijednost transakcija spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj u milijunima eura u razdoblju od 2011. do 2016. godine..... 32

Slika 4: Udio sektora u ukupnoj vrijednosti transakcija spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj u 2014. godini..... 33

Slika 5: Granični pokazatelji za razvrstavanje grupa poduzetnika prema Zakonu o računovodstvu..... 35

Slika 6: Utjecaj spajanja i akvizicija na veličinu poduzeća u Republici Hrvatskoj.....35

POPIS TABLICA

Tablica 1: Prosječan iznos neto dobiti prije i poslije spajanja i akvizicija 39

Tablica 2: Testiranje značajnosti razlike u neto dobiti prije i poslije spajanja i akvizicija 40

Tablica 3: Prosječni pokazatelj ROA prije i poslije spajanja i akvizicija 41

Tablica 4: Testiranje značajnosti razlike pokazatelja ROA prije i poslije spajanja i akvizicija..... 41

Tablica 5: Prosječni pokazatelj ROE prije i poslije spajanja i akvizicija 42

Tablica 6: Testiranje značajnosti razlike pokazatelja ROE prije i poslije spajanja i akvizicija..42

Tablica 7: Prosječan iznos EBITDA prije i poslije spajanja i akvizicija 43

Tablica 8: Testiranje značajnosti razlike pokazatelja ROE prije i poslije spajanja i akvizicija..43

Tablica 9: Prosječan iznost profitne marže prije i poslije spajanja i akvizicija 44

Tablica 10: Testiranje značajnosti razlike u profitnoj marži prije i poslije spajnja i akvizicija.....45

Tablica 11: Neto dobit INE d.d. prije i poslije akvizcije 47

Tablica 12: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu neto dobit poduzeća INA d.d. 48

Tablica 13: Neto dobit MOL grupe prije i poslije akvizcije 48

Tablica 14: Rezultati testiranja hipoteze dvaju osnovnih skupova za varijablu neto dobit MOL grupe 49

Tablica 15: ROA za INA d.d. prije i poslije akvizcije 49

Tablica 16: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROA za poduzeće INA d.d. 50

Tablica 17: Pokazatelj ROA za MOL grupu prije i poslije akvizicije 50

Tablica 18: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROA.....51

Tablica 19: Pokazatelj ROE za poduzeće INA d.d. prije i poslije akvizcije 51

Tablica 20: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROE za poduzeće INA d.d. 52

Tablica 21: Varijabla ROE za MOL grupu prije i poslije spajanja 52

Tablica 22: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu ROE za MOL grupu 53

Tablica 23: EBITDA poduzeća INA d.d. prije i poslije akvizicije 53

Tablica 24: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu EBITDA za poduzeće INA d.d. 54

Tablica 25: EBITDA za MOL grupu prije i poslije spajanja 54

Tablica 26: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu EBITDA za MOL grupu 55

Tablica 27: Profitna marža poduzeća INA d.d. prije i poslije spajanja 55

Tablica 28: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu profitna marža poduzeća INA d.d. 56

Tablica 29: Profitna marža MOL grupe prije i poslije spajanja 56

Tablica 30: Rezultati testiranja hipoteze dvaju zavisnih osnovnih skupova za varijablu profitna marža MOL grupe 57

POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1: Smjer kretanja transakcija spajanja i akvizicija između domaćih i stranih investitora u Republici Hrvatskoj 37

Grafikon 2: Porijeklo investitora transakcija spajanja i akvizicija u Republici Hrvatskoj 38