



UNIVERZITET U NIŠU
EKONOMSKI FAKULTET
Časopis "EKONOMSKE TEME"
Godina izlaženja XLVI, br. 1, 2008., str. 37-50
Adresa: Trg kralja Aleksandra Ujedinitelja 11, 18000 Niš
Tel: +381 18 528 601 Fax: +381 18 523 268

FINANSIJSKE ODLUKE I STRATEGIJA PREUZIMANJA PREDUZEĆA: UZROCI I POSLEDICE

Doc. dr Ksenija Denčić-Mihajlov*

***Rezime:** U radu je analizirana medjuzavisnost oblika finansiranja strategije preuzimanja, strukture kapitala, finansijskog i sistemskog rizika. Finansiranje strategije preuzimanja dugoročnim dugom analizirano je u prvom delu rada u kontekstu postojanja atomističkih i pivotalnih akcionara ciljnog preduzeća. Nakon prikaza strukture kapitala kao determinante strategije preuzimanja, u drugom delu rada razmatrani su efekti koje realizacija akvizicija ima na strukturu kapitala preduzeća u postakvizicionom periodu. Treći deo rada sadrži pregled teorijskih i empirijskih istraživanja uticaja akvizicija na promenu beta koeficijenta i varijansu prinosa integrisanih firmi u postakvizicionom periodu.*

***Ključne reči:** strategija preuzimanja, dugoročni dug, struktura kapitala, finansijski leverage, sistemski rizik, varijansa.*

1. Uvod

Finansijska analiza, vrednovanje potencijalnog ciljnog preduzeća i odluka o načinu finansiranja strategije preuzimanja predstavljaju ključne oblasti procesa upravljanja strategijom preuzimanja u kojima do izražaja dolazi sposobnost i iskustvo ekspertskeg tima za ocenu opravdanosti izabrane strategije, prinosa i rizika koji taj izbor povlači. Na timu koji procenjuje opravdanost investicionog ulaganja koje se odnosi na sticanje vlasništva nad drugim preduzećem stoji kompleksan zadatak koji se odnosi na:

* Ekonomski fakultet Niš
UDK 334.758.2; Pregledni naučni članak
Primljeno: 17.04.2008.

- procenu očekivanog cash flow-a,
- utvrđivanje efekata koji planirana akvizicija ima na stopu prinosa na sopstveni kapital, neto dobit po akciji i strukturu aktive i kapitala preduzeća,
- odluku o načinu finansiranja preuzimanja¹,
- maksimalni iznos kontrolne premije koja se može platiti akcionarima ciljnog preduzeća² (tj. iznos rezervacione cene sa stanovišta sticatelja),
- analizu medjuzavisnosti strukture kapitala, finansijskog i sistemskog rizika i realizacije strategije preuzimanja preduzeća.

Prilikom strukturiranja ponude ciljnom preduzeću potrebno je jasno odrediti način finansiranja preuzimanja. U uslovima simetričnih informacija, nepostojanja transakcionih troškova i poreza, način finansiranja je irelevantan za tok akvizicione strategije. Pomenuti uslovi su medjutim nerealni, pa vid finansiranja za koji se odlučilo preduzeće-sticatelj ima posledice na tok informacija u akvizicionom postupku, strukturu kapitala, finansijski rizik i efikasnost finansijske strategije.

Pri analizi finansijske opravdanosti i održivosti strategije preuzimanja preduzeća, elementi strukture kapitala deluju kao limitirajući i nefleksibilan faktor. Ekonomsku realnost i okruženje preduzeća karakteriše dinamičnost i konstantno evoluiranje. Sa druge strane, činjenica je da većina elemenata strukture kapitala predstavlja ograničavajući faktor uslovljen prethodno izabranom poslovnom misijom i dotadašnjom finansijskom strategijom preduzeća. Stabilnost i kontinuitet u definisanju korporativne i finansijske strategije i strukture uslov su uspešnog upravljanja finansijskim rizikom preduzeća.

U radu je analizirana medjuzavisnost investicionih i finansijskih odluka - investiciono ulaganje u eksterni rast preduzeća analizirano je sa stanovišta izbora načina finansiranja, uticaja strukture kapitala i efekata koji ima na sistemski rizik preduzeća-sticatelja. Rad je strukturiran na sledeći način. Prvi deo rada bavi se uzrocima i posledicama finansiranja strategije preuzimanja dugoročnim zaduživanjem preduzeća-sticatelja. Nakon analize

¹ Opširnije o izboru oblika finansiranja preuzimanja preduzeća kod: Denčić-Mihajlov K. (2002), *Finansiranje strategija eksternog rasta preduzeća*, Računovodstvo 11/2002, Savez računovodja i revizora Srbije, Beograd, str.35-43

² O faktorima koji utiču na utvrđivanje iznosa kontrolne premije videti kod: Denčić-Mihajlov K. (2005), *Kontrolna premija kao ključni element ponude za preuzimanje akcija*, zbornik radova sa Savetovanja "Ekonomska politika u 2006.godini" održanom u organizaciji Ekonomskog fakulteta u Beogradu i Naučnog društva ekonomista, Beograd, decembar 2005.god., str. 417-426

Finansijske odluke i strategija preuzimanja preduzeća: uzroci i posledice

strukture kapitala kao determinante strategije preuzimanja, u drugom delu ispituju se efekti koje realizacija akvizicije ima na strukturu kapitala preduzeća u postakvizicionom periodu. U trećem delu rada dat je pregled teorijskih i empirijskih istraživanja uticaja akvizicija na promenu beta koeficijenta i varijansu prinosa integrisanih firmi u postakvizicionom periodu. Poslednji deo rada sadrži zaključna razmatranja.

2. Dugoročni dug kao vid finansiranja preuzimanja preduzeća: uzroci i posledice

U cilju finansiranja preuzimanja preduzeća, dugoročni dug se može javiti u formi dugoročnog bankarskog kredita, obične korporativne obveznice, konvertibilne obveznice, obveznice visokog rizika i prinosa (*junk* obveznice). Korporativne obveznice predstavljaju složeniju formu dugoročnog duga korišćenog u cilju finansiranja akvizicija. Osnovni problem sa kojim se ovde suočava preduzeće-sticatelj pri strukturiranju ponude odnosi se na korektno postavljanje nivoa kamatne stope. Naime, kamatna stopa treba biti na onom nivou koji će privući akcionare ciljnog preduzeća da obveznice preduzeća-sticatelja prihvate u zamenu za vlasništvo nad ciljnim preduzećem³.

Prednosti korišćenja dugoročnog duga u finansiranju akvizicija detaljno su razmatrane u literaturi. Jensen⁴ i Stulz⁵ tvrde da dugoročno zaduživanje snižava agencijske troškove, limitirajući iznos slobodne gotovine koja je na raspolaganju menadžerima. Po Kaplan-u⁶, osnovna prednost dugoročnog duga kao vida finansiranja preuzimanja leži u činjenici da se kamata odbija iz dobitka pre oporezivanja, čime se ostvaruju određene uštede u porezu. Međutim, niti argument koji se odnosi na slobodni cash flow, niti argument vezan za uštede u porezu ne impliciraju da preuzimanje mora neizbežno biti finansirano dugoročnim dugom da bi se ostvarile koristi po osnovu povećanog leverage-a. Kako sticatelj može realizovati te koristi i na druge načine (npr. rekapitalizacijom putem leverage-a nakon izvršenog preuzimanja), sledi da nije od velikog značaja kako je akvizicija finansirana.

³ O specifičnostima finansiranja akvizicija emitovanjem obveznica videti kod: Denčić-Mihajlov K. (2003), *Finansiranje strategija eksternog rasta preduzeća emisijom obveznica*, Računovodstvo 11/12-2003, Savez računovodja i revizora Srbije, Beograd, str.127-134

⁴ Jensen M. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow*, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review, Vol. 76, Issue 2

⁵ Stulz R. (1988), *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics 20

⁶ Kaplan S. (1990), *How risky is the debt in highly leveraged transactions?: evidence from public recapitalizations*, Working paper series (National Bureau of Economic Research), Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research

Povećanje nivoa leverage-a kao rezultat dodatnog zaduživanja u cilju finansiranja preuzimanja, takodje ima svoju cenu. Sa povećanjem učešća dugoročnog duga u ukupnim izvorima finansiranja, rastu i agencijski troškovi, ali i opasnost od bankrotstva. Realizacija projekta koji će smanjiti vrednost preduzeća, ali povećati vrednost akcionara (putem transfera bogatstva sa poverilaca), jedan je od uzroka povećanja agencijskih troškova. Njihov rast predstavlja ograničenje željenom novou leverage-a. Optimalni racio duga prema sopstvenom kapitalu predstavljen je onim novom duga pri kome se marginalne koristi dodatnog zaduživanja izjednačavaju sa marginalnim troškovima. Drugim rečima, to je onaj nivo zaduženja pri finansiranju strategija preuzimanja pri kome je vrednost preduzeća-sticatelja najveća.

Leverage ima važnu ulogu u plasiranju ponude za preuzimanje akcija ciljnog preduzeća čije je vlasništvo široko dispergovano. Karakteristika takvih firmi je postojanje atomističkih akcionara⁷, čije su ponašanje opisali Grossman i Hart u poznatom *free-rider* modelu⁸. Zaključak Grossman-a i Hart-a je da nijedan od akcionara ciljnog preduzeća neće pristati na zamenu svojih akcija ukoliko ponudjena cena nije jednaka ili veća od očekivane cene akcija u postakvizicionom periodu. To znači da sva očekivana dobit strategijom eksternog rasta odlazi u ruke akcionara ciljnog preduzeća. Generalni zaključak o podeli ukupnih koristi ostvarenih akvizicijom koriguje se u slučaju finansiranja ponude za preuzimanje dugoročnim dugom. Tada sticatelj ima mogućnost da prisvoji deo ukupnih sinergetskih efekata koji se očekuju u postakvizicionom periodu. Naime, povećanje leverage-a smanjuje postakvizicionu vrednost akcija i stoga motivisanost akcionara da u svom portfoliju i dalje drže akcije ciljnog preduzeća, pa će oni biti voljni da prihvate ponudu za preuzimanje. Sa druge strane, sticatelj može smanjiti visinu premije plaćenu akcionarima ciljnog preduzeća zaduživanjem do maksimalno mogućeg nivoa. To znači da veći neiskorišćen kapacitet zaduživanja preduzeća-sticatelja omogućava plaćanje manjeg iznosa za sticanje vlasništva nad ciljnim preduzećem.

U vezi sa napred navedenim, postavlja se logično pitanje: Do kog iznosa su banke spremne da daju kredit preduzeću-sticatelju, i kako asimetrične informacije i problem "moralne opasnosti" (*moral hazard*) utiču

⁷ Postojanje *atomističkih* akcionara vezuje se situaciju u kojoj ponašanje velikog broja akcionara sa malim procentualnim učešćem u vlasničkom kapitalu ciljnog preduzeća biva rukovodjeno uverenjem da njihova individualna odluka neće uticati na uspeh ponude za preuzimanje.

⁸ Grossman S.J., Hart O.D. (1980), *Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation*, Bell Journal of Economics, 11

Finansijske odluke i strategija preuzimanja preduzeća: uzroci i posledice

na iznos dobijenog kredita za finansiranje akvizicije? Poverioci su spremni da odobre kredit do vrednosti neto aktive ciljnog preduzeća, uvećane za vrednost očekivane sinergije. Kako Muller⁹ ističe, što je veće učešće preduzećastitelja u vlasničkom kapitalu ciljnog preduzeća pre obelodanjivanja ponude za preuzimanje, veći će biti i iznos koji su poverioci spremni da daju sticatelju u cilju finansiranja otkupa akcija ciljnog preduzeća. U praksi je međjutim, sposobnost sticatelja da se zaduži a da pri tom kao obezbedjenje duga nudi aktivu ciljnog preduzeća, ograničena. Prvo, često je aktiva ciljnog preduzeća specifične prirode, i kao takva ima malu vrednost kao kolateralno obezbedjenje. Drugo, znajući nameru preduzećastitelja da se zaduži, menadžeri ciljnog preduzeća pokušavaju često da smanje kapacitet zaduživanja sticatelja, prodajom delova svoje aktive koji su posebno likvidni ili vredni (tzv. "dragulji" ili *crown jewels*).

Generalno posmatrano, ovako dobijen iznos kredita je dovoljan za materijalizaciju očekivanih efekata povećanja vrednosti kombinovanog preduzeća koje nosi akvizicija. Međjutim, ako se pretpostavi mogućnost dejstva *moral hazard*-a u postakvizicionom periodu, stvari se unekoliko komplikuju. Naime, ukoliko je neto sadašnja vrednost razvojnih mogućnosti firme unikatna vrednost za njen menadžment, *moral hazard* problem pojaviće se uvek kada je vrednost aktive ciljnog preduzeća niža od vrednosti dugoročnog duga¹⁰. Akcionari će biti manje motivisani da eksploatišu profitabilne investicione mogućnosti ukoliko deo ili ukupna neto sadašnja vrednost ide u ruke poveriocu. Prisustvo *moral hazard* problema objašnjava zašto su često banke nevoljne da daju kredite za finansiranje strategije preuzimanja. Naime, banke će biti spremnije da daju kredit ukoliko postoji alternativna upotreba aktive ciljnog preduzeća. Alternativne upotrebe ovog tipa zaloge obezbedjuju bankama zaštitu od *moral hazard* problema.

Ukoliko vlasništvo nad ciljnim preduzećem nije široko dispergovano, prednosti finansiranja dugoročnim dugom i dalje su prisutne, ali nisu tako očigledne kao u slučaju postojanja atomističkih akcionara. Kada je broj akcionara ciljnog preduzeća određen i mali, verovatnoća da će neki od akcionara biti "pivotalni"¹¹ nije više zanemarljiva. Stoga će akcionari pristati na uslovne ponude za preuzimanje čak i ako je ponudjena cena niža od očekivane cene u postakvizicionom periodu. Iako ovo implicira da su

⁹ Muller H (1998), *Why tender offers should be financed with debt*, Working Paper, Department of Economics, University of Mannheim, Germany

¹⁰ Myers S. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, Journal of Finance, Vol. 39, Issue3, pp. 575-592

¹¹ Pivotalni (*pivotal*) akcionar ciljne firme je onaj čija individualna odluka može uticati na uspeh ponude za preuzimanje.

gotovina i obične akcije tada adekvatniji vidovi finansiranja, dobit koju će ostvariti preduzeće-sticatelj izborom jedne od dve napred navedene alternative biće uvek niža u poredjenju sa finansiranjem dugoročnim dugom. Razlog je sledeći: ukoliko akvizicija bude uspešna, svaki dinar vrednosti sredstava ciljnog preduzeća koji u slučaju zaduživanja biva založen, ostaje u posedu preduzeća-sticatelja, dok se sredstava koja nisu založena (pri finansiranju akvizicije običnim akcijama), pojavljuju u postakvizicionoj vrednosti akcija sticatelja i dele se između svih akcionara kombinovanog preduzeća.

3. Strategija preuzimanja preduzeća, struktura kapitala i finansijski rizik

Struktura kapitala preduzeća-sticatelja igra važnu strategijsku ulogu u konkurentskoj borbi za preuzimanje ciljnog preduzeća. Preuzimanje preduzeća proizvodi sinergetske efekte koji se odnose na bolju kombinaciju rizika kombinovanog preduzeća u postakvizicionom periodu. Kako će ti efekti biti raspodeljeni među poveriocima i vlasnicima preduzeća koje inicira preuzimanje zavisi od strukture kapitala tog preduzeća, distribucije verovatnoće ostvarenja individualnih i kombinovanog novčanog toka dveju firmi i metoda plaćanja akcionara ciljnog preduzeća, tj. načina finansiranja preuzimanja.

Poslovanje sa visokim stepenom finansijskog leverage-a, povećava motivisanost menadžera za preuzimanje visoko rizičnih investicija, i utiče na nudjenje visokog iznosa vlasnicima ciljnog preduzeća u zamenu za njihove akcije. Stoga će inicijalni ponudjač povećanjem leverage-a (kao posledice dodatnog zaduživanja u cilju finansiranja akvizicije) steći strategijsku prednost u odnosu na druge potencijalne sticatelje. On će primeniti agresivnu taktiku napada i odbiti konkurenciju. Stav Chowdhry i Nanda-e¹² da visok nivo duga u strukturi kapitala utiče na agresivnu strategiju preuzimanja je u suprotnosti sa stanovištem da je preduzeće-sticatelj koga karakteriše visok leverage u oskudici za svežim novcem i stoga u nemogućnosti da ponudi visoku cenu za ciljno preduzeće. Ovakav način analize medjuzavisnosti strukture kapitala i realizacije akvizicija je u skladu sa Myersovom analizom problema suboptimalnog investiranja¹³ (*underinvestment problem*) po kome akcionari nisu motivisani za sprovođenje strategije preuzimanja u slučaju da poverioci absorbuju deo efekata koje nosi akvizicija ciljnog preduzeća.

¹² Chowdhry B., Nanda V. (1993), *The strategic role of debt in takeover contest*, Journal of Finance 48 (2)

¹³ Myers S. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, Journal of Finance, Vol. 39, Issue3, pp. 575-592

Finansijske odluke i strategija preuzimanja preduzeća: uzroci i posledice

Hirshleifer¹⁴ analizira ova dva suprotna stanovišta i zaključuje da će neke akvizicije verovatno generisati gubitke znatno više od cene koja je plaćena za ciljno preduzeće. Taj gubitak će delom snositi i poverioci, tako da tzv. *overbidding*, tj. agresivna strategija preuzimanja može biti profitabilna za akcionare preduzeća koje inicira preuzimanje.

Prema Fishman-ovom modelu uloge medijuma razmene u transakcijama transfera vlasništva¹⁵, u uslovima kada postoji obostrana asimetričnost informacija, potencijalna preduzeća-sticatelji koja nisko vrednuju target nude akcionarima ciljnog preduzeća hartije od vrednosti, dok su oni sticatelji sa visokim vrednovanjem ciljnog preduzeća spremni da akviziciju finansiraju gotovinom. Međutim Fishman ne precizira odakle potiče ta gotovina, tj. da li je ona interno generisana ili se javlja kao rezultat dugoročnog kreditnog zaduženja.

Povećanje finansijskog leverage-a se kao efekat realizacije akvizicije može javiti iz dva razloga:

- kao posledica povećanog kapaciteta zaduživanja, i
- kao rezultat neiskorišćenog kapaciteta zaduživanja ciljnog preduzeća i firme-sticatelja u predakvizicionom periodu.

Integrisane firme naime, mogu povećati stepen finansijskog leverage-a bez povećanja nivoa predakvizicionog rizika, upravo povećanjem kapaciteta zaduživanja koji je rezultat akvizicije. Povećanje stepena leverage-a pozitivno utiče na prinos koji ostvaruju akcionari firme-sticatelja, prvenstveno zbog efekata uštede u oporezivanju. Porast leverage-a je u pozitivnoj relaciji sa vrednošću koju poseduju akcionari i po osnovu efekata eksproprijacije vrednosti u posedu poverilaca. Rast kapaciteta zaduživanja kao posledica akvizicija ima za efekat tzv. koosiguranje duga¹⁶. Naime, postojeći poverioci – banke ili držaoci obveznica koje je emitovale preduzeće-sticatelj, su nakon realizovanja strategije preuzimanja u boljoj rizik/prinos poziciji u poredju sa pozicijom koju su imali u predakvizicionom periodu. Stoga akcionari mogu upravljati nivoom finansijskog leverage-a na takav način da deo, ili ukupne koristi koje bi inače ostvarili poverioci, pripadnu njima.

¹⁴ Hirshleifer D. (1995), *Mergers and Acquisitions: strategic and informational issues*, Handbooks in OR & MS, Vol. 9

¹⁵ Fishman M. (1988), *A Theory of Preemptive Takeover Bidding*, The RAND Journal of Economics, Vol.19, Issue 1

¹⁶ O efektu koosiguranja opširnije videti kod: Ghosh A., Jain P. (2000), *Financial leverage changes associated with corporate mergers*, Journal of Corporate Finance, Vol. 6., pp. 377-402

Struktura kapitala se pri analizi motiva realizacije akvizicija obradjuje sa stanovišta efekata koji ima na oporezivanje¹⁷, redistribuciju dodate vrednosti koju nosi eksterni rast, informacionu asimetriju i sl. Dosadašnja empirijska istraživanja ove problematike ne pružaju jedinstvene rezultate. Auerbach¹⁸ pokazuje da faktori fiskalne prirode nisu bili osnovni pokretači akvizicione aktivnosti tokom 1970-tih godina. Nasuprot Auerbachu, Hayn¹⁹ ukazuje da rast finansijskog leverage-a i poreske uštede po ovom osnovu, mogu u određenoj meri motivisati preduzeća da eksterno rastu. Potvrdu stava o povećanju leverage-a kao posledici akvizicija daju i rezultati empirijskog istraživanja Ghosh-a i Jain-a²⁰. Njihovi rezultati pokazuju da finansijski leverage, definisan kao odnos između knjigovodstvene vrednosti ukupnog duga i vrednosti preduzeća značajno raste, sa 32,9% u godini pre, na 38,4% u godini nakon realizacije transakcije. Kako se povećan leverage održava na istom nivou i u narednom petogodišnjem periodu, Ghosh i Jain zaključuju da promene u finansijskoj strukturi nisu privremenog, već permanentnog karaktera. Sa druge strane, činjenica da ne dolazi do pada nivoa finansijskog leverage-a u dugoročnom postakvizicionom periodu, opovrgava teoriju Chowdhry i Nand-e, da se dugoročni dug koristi kao stratejsko oružje u borbi protiv konkurentnih preduzeća-sticatelja.

Dinamički model akvizicija ispituje medjuzavisnost finansijske strategije potencijalnih preduzeća-sticatelja i tajmiranja akvizicije. Struktura kapitala determiniše ishod akvizicionog nadmetanja u slučaju postojanja konkurentskih ponuda za preuzimanje. Kako ističu Morellec i Zhdanov²¹ postoji velika verovatnoća da ponudjač sa najnižim nivoom finansijskog leverage-a pobedi u akvizicionom nadmetanju i osvoji kontrolu nad ciljnim preduzećem. Pored ovog zaključka, Morellec i Zhdanov ukazuju i da se iznos kontrolne premije koja se plaća akcionarima ciljnog preduzeća smanjuje sa smanjenjem nivoa učešća duga u strukturi kapitala preduzeća-sticatelja. Empirijsko istraživanje Uysal-a²² potvrđuje rezultate do kojih su u teorijskim

¹⁷ Opširnije kod: Denčić-Mihajlov K., Spasić D.(2005), *Oporezivanje kao faktor realizacije strategije spajanja (pripajanja) preduzeća*, Zbornik radova sa IX Kongresa "Finansijsko-računovodstvena profesija u reformi poreskog sistema", Banja Vrućica, Teslić, str. 189-198

¹⁸ Auerbach A. (1983), *Corporate taxation in the USA*, Brooking Papers on Economic Activity 2

¹⁹ Hayn C. (1989), *Tax attributes as determinants of shareholders gains in corporate acquisitions*, Journal of Financial Economics 23

²⁰ Ghosh A., Jain P. (2000), *Financial leverage changes associated with corporate mergers*, Journal of Corporate Finance, Vol. 6, pp. 377-402

²¹ Morellec E., Zhdanov A. (2008), *Financing and takeovers*, Journal of Financial Economics 87, pp. 556-581

²² Uysal V. (2006), *Deviation from the target capital structure and acquisition choices*, Unpublished working paper, University of Oklahoma

Finansijske odluke i strategija preuzimanja preduzeća: uzroci i posledice

istraživanjima došli Morallec i Zhdanov. Na uzorku od 998 uspešno realizovanih akvizicija u periodu 1986. – 2001. god. Uysal pokazuje da postojanje deficita finansijskog leverage-a sticatelja (definisanog kao razlika između ciljnog i postojećeg nivoa finansijskog leverage-a), uslovljava niži iznos isplćene kontrolne premije i veću verovatnoću realizacije akvizicije.

Konačno, postavlja se pitanje prirode relacije između strukture kapitala i akvizicione aktivnosti u slučaju ponuda za preuzimanje koje nisu uspešno realizovane. Analizom ovog problema bave se Jandik i Makhija²³ koji u svom istraživanju pokazuju da leverage ciljnih preduzeća raste nakon uspešne odbrane od neželjenog preuzimanja. Međutim, kako ovi autori ističu, takvo povećanje leverage-a ne rezultira koristima za akcionare, već samo povećava verovatnoću suočavanja sa stečajem u periodu nakon uspešne odbane od neželjenog preuzimanja.

4. Promena beta koeficijenta i varijanse prinosa integrisanih firmi kao posledica akvizicija

Rizik je značajan faktor u procesu vrednovanja ciljnog preduzeća i strategije preuzimanja, posebno pri primeni tehnike diskontovanja i utvrđivanju sadašnje vrednosti neto novčanog toka akvizicije. Stepenn rizika ulaganja u kupovinu jednog preduzeća procenjujemo na osnovu istorijskih podataka ili subjektivnih projekcija menadžera preduzeća-sticatelja. Faktori rizika pri realizaciji strategije preuzimanja su mnogobrojni. Oni između ostalog obuhvataju očekivanu promenu opšteg nivoa kamatnih stopa, inflacije, gubitak ključnih ljudi zaposlenih u ciljnom preduzeću, faktore tehničke i tržišne prirode, opasnost od necikličnog pada privredne aktivnosti i sl.

Kod onih kompanija čijim se akcijama trguje javno, model vrednovanja kapitalne aktive (CAPM) objašnjava vezu između rizika i prinosa na uloženi kapital. U CAPM modelu rizik je podeljen na sistemski i nesistemski. Sistemski (tržišni) rizik je onaj rizik koji se ne može izbeći diversifikacijom, jer je inherentan svakom tržištu hartija od vrednosti. Specifičan, tj. nesistemski rizik odnosi se na skup faktora rizika vezanih za samo preduzeće i meri se koeficijentom alfa. CAPM obuhvata sistemski rizik putem beta koeficijenta. Ovaj koeficijent meri volatilnost, tj. stepen promene prinosa na konkretnu akciju u odnosu na promenu tržišnog prinosa.

²³ Jandik T., Makhija A. (2005), *Debt, debt structure and corporate performance after unsuccessful takeovers: evidence from targets that remain independent*, Journal of Corporate Finance 11, pp. 882–914

Finansijska sinergija kao motiv realizacije akvizicija odnosi se na sniženje prosečne cene kapitala preduzeća-sticatelja. Niža prosečna cena kapitala je posledica smanjenja volatilnosti, tj. nestabilnosti cash flow-a u postakvizicionom periodu u slučaju postojanja imperfektne korelacije u novčanim tokovima preduzeća koja se integrišu. Smanjenje rizika ostvarenja negativnog neto novčanog priliva kombinovanog preduzeća u budućnosti povlači manji rizik od bankrotstva i tehničke insolventnosti. Poseban uticaj korelacije novčanih tokova dva preduzeća označen je od strane Higgins-a i Schall-a²⁴ kao efekat koosiguranja rizika. Spajanje dva preduzeća čiji su novčani prilivi u negativnoj korelaciji, vodi manje rizičnom kombinovanom cash flow-u²⁵. Drugim rečima, ukoliko je kovarijansa između neto priliva preduzeća A i B negativna, moguće je osvariti efekat koosiguranja strategijom akvizicije. U tom slučaju važi relacija

$$Cov(E_A, E_B) = \mu_{E_A E_B} = E[(E_A - \mu_{E_A})(E_B - \mu_{E_B})] < 0,$$

u kojoj E_A i E_B predstavljaju neto prilive preduzeća A i B, a μ srednju vrednost očekivanih priliva. Važna karakteristika ovog efekta odnosi se na redistribuciju celokupne dodatne vrednosti koja potiče od akvizicije između vlasnika preduzeća i poverioca. Kao posledica akvizicija javlja se dakle, jedan od dva navedna efekta - kreiranje neto vrednosti po osnovu finansijske sinergije ili redistribucija postojeće vrednosti između dve grupe stejkholdera. Ukoliko akvizicija konglomeratskog tipa zaista vodi kreiranju finansijske sinergije, to bi rezultiralo promenom β koeficijenta, kao i promenom varijanse prinosa kombinovanog preduzeća u postakvizicionom periodu. Drugim rečima, logično je očekivati da se sistemski rizik kombinovanog preduzeća meren β koeficijentom znatno razlikuje od ponderisanog proseka β koeficijenata preduzeća uključenih u fuzioni proces, kao i od varijansi prinosa na njihove akcije. Ukoliko realizacijom konglomeratskih akvizicija zaista dolazi do smanjenja sistemskog rizika kombinovane firme, to bi trebalo da rezultira kreiranjem dodatne vrednosti za obe grupe stejkholdera. Postavlja se pitanje da li se u stvarnosti to dešava.

²⁴ Higgins R.C., Schall L.D. (1975), *Corporate bankruptcy and conglomerate merger*, Journal of Finance 30, pp. 93–113

²⁵ Divesifikacija pitem akvizicija će rezultirati efektom koosiguranja ukoliko npr. firmasticateelj posluje u grani koja prati ciklična kretanja (čelična industrija, industrija automobila), dok je ciljno preduzeće ono čiji prilivi variraju u suprotnom smeru od kretanja u globalnoj ekonomiji (takvo preduzeće je međutim teško pronaći), odnosno manje reaguju na fluktuacije u globalnoj ekonomskoj aktivnosti (industrija potrošnih dobara, farmaceutska industrija).

Finansijske odluke i strategija preuzimanja preduzeća: uzroci i posledice

Promena β koeficijenata i varijansi prinosa akcija indukovana eksternim rastom istraživana je u radovima Bhagat-a, Shleifer-a i Vishny-a²⁶, Kaplan-a²⁷, i Maquieiree et al.²⁸. Navedeni autori analiziraju postojanje razlike između stvarnog β koeficijenata kombinovane firme (β_m) i njegove očekivane vrednosti (β_M) (ponderisani prosek beta koeficijenata ciljnog preduzeća (β_P) i firme sticatelja (β_S)). Rezultati navedenih autora pokazuju da realizacija strategija preuzimanja neznatno utiče na promenu β koeficijenta. Tako, Maquieiree et al. zaključuju da promena od 0,024 jedinica (razlika između očekivanog iznosa β koeficijenata kombinovane firme ($\beta_M=1.004$) i njegovog stvarnog iznosa ($\beta_m=0.980$)), nije statistički značajna. Ovi autori navode takodje da distribucija stvarnih u odnosu na očekivane β koeficijente, ukazuje da je neznatana promena uslovljena prvenstveno gušćom distribucijom stvarnih oko očekivane vrednosti beta koeficijenta.

Analiza promena varijanse prinosa na akcije kombinovanog preduzeća u postakvizicionom periodu daje, korišćenjem iste metodologije, slične rezultate. U ovom slučaju ispituje se da li se stvarna varijansa prinosa na akcije kombinovanog preduzeća (σ_m^2) razlikuje od njene očekivane vrednosti (σ_M^2). Maquieiree et al. pokazuju u svom istraživanju da je realna (dnevna) varijansa prinosa na akcije kombinovane firme znatno veća od njene očekivane vrednosti, i to važi kako za konglomeratske, tako i za druge oblike akvizicija.

Rezultati napred navedenih empirijskih istraživanja ukazuju da je promena beta koeficijenta i varijansi prinosa na akcije kombinovane firme neznatna, što znači da su efekti finansijske sinergije ostvareni strategijom preuzimanja mali. Izuzev akcionara ciljne firme, za sve ostale stejkholdere (kako preduzeća-sticatelja tako i ciljnog preduzeća), realizacija akvizicija je u najboljem slučaju na granici rentabilnosti. Međutim, veći neto efekti koji se ostvaruju horizontalnim i vertikalnim akvizicijama ukazuju da se neto rezultati strategije preuzimanja ne mogu u celini objasniti samo uzimanjem u obzir promene sistemskog rizika ili promenama varijanse indukovane akvizicijama. Sa druge strane, eksterni rast ne mora biti motivisan namerom da se smanji poslovni i finansijski rizik sa kojim se preduzeće suočava. Redukcija rizika vezana za menadžerski kapital, može biti značaj motivirajući faktor naročito kod konglomeratskog tipa eksternog rasta. Menadžeri firme-

²⁶ Bhagat S., Shleifer A., Vishny R.W. (1990), *Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization*, Brooking Papers on Economic Activity

²⁷ Kaplan S. (1990), *How risky is the debt in highly leveraged transactions?: evidence from public recapitalizations*, Working paper series (National Bureau of Economic Research), Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research

²⁸ Maquieira C., Megginson W., Nail L. (1998), *Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock-for-stock mergers*, Journal of Financial Economics, Vol. 48, pp. 3-33

sticatelja su svesni činjenice da će varijansa kratkoričnih profita uticati na promenu cash flow-a, pa samim tim i na promenu nivoa finansijskog rizika. Povećanje finansijskog rizika ne bi trebalo da dovede do krupnih problema, ukoliko firma-sticatelj održava zadovoljavajući nivo likvidnosti. Ozbiljnije probleme menadžerima zadaju rizici povezani sa razvojem novih proizvoda, regulatornim promenama, promenama u strukturi tržišta i sl²⁹.

Zaključak

U okruženju koga karakteriše prisustvo asimetričnih informacija, agencijski troškovi i druge tržišne imperfekcije, process donošenja finansijskih i investicionih odluka korporativnog preduzeća mora se analizirati uporedo i u medjuzavisnosti. U radu je obradjena veza između jedne vrste investicionih odluka – odluke o ulaganju u sticanje vlasništva nad drugim preduzećem, i niza finansijskih odluka, kao što su odluka o načinu finansiranja akvizicije, odluka o dugoročnom zaduživanju, strukturi kapitala, izloženosti finansijskom i sistemskom riziku.

Finansiranje strategije preuzimanja preduzeća dugoročnim zaduživanjem ima značajne prednosti nad drugim oblicima finansiranja u slučaju plasiranja ponude za preuzimanje akcija ciljnog preduzeća čije je vlasništvo široko dispergovano. Ukoliko vlasništvo nad ciljnim preduzećem nije široko dispergovano, prednosti finansiranja dugoročnim dugom i dalje su prisutne, ali nisu tako očigledne kao u slučaju postojanja atomističkih akcionara.

Struktura kapitala preduzeća-sticatelja determiniše kako izabrani način finansiranja akvizicije (preko efekata oporezivanja, informacione asimetrije i efekta redistribucije neto rezultata akvizicione aktivnosti), tako i ishod akvizicionog nadmetanja u slučaju postojanja konkurentskih ponuda za preuzimanje. Istraživanja pokazuju da je promena beta koeficijenta i varijanse prinosa na akcije u postakvizicionom periodu neznatna, što ukazuje da su efekti finansijske sinergije ostvareni strategijom preuzimanja mali. Pozitivni efekti koji se ostvaruju horizontalnim i vertikalnim akvizicijama upućuju na zaključak da se neto rezultati strategije preuzimanja ne mogu u celini objasniti na osnovu promena sistemskog rizika ili varijanse indukovane akvizicijama, tj. da preuzimanje nije motivisano isključivo namerom da se snizi finansijski rizik preduzeća.

²⁹ Opširnije o ovim problemima videti kod: Todorović E., Denčić-Mihajlov K. (2004), *Uticaj menadžera na nivo rizika projekta spajanja i pripajanja preduzeća*, Zbornik radova sa VIII internacionalnog simpozijuma iz Project managementa YUMPA 2004, str. 142-146

Literatura

1. Auerbach A. (1983), *Corporate taxation in the USA*, Brooking Papers on Economic Activity 2
2. Bhagat S., Shliefer A., Vishny R.W. (1990), *Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization*, Brooking Papers on Economic Activity
3. Chowdhry B., Nanda V. (1993), *The strategic role of debt in takeover contest*, Journal of Finance 48 (2), pp. 731-745
4. Denčić-Mihajlov K. (2002), *Finansiranje strategija eksternog rasta preduzeća*, Računovodstvo 11/2002, Savez računovodja i revizora Srbije, Beograd, str. 35-43
5. Denčić-Mihajlov K. (2003), *Finansiranje strategija eksternog rasta preduzeća emisijom obveznica*, Računovodstvo 11/12-2003, Savez računovodja i revizora Srbije, Beograd, str.127-134
6. Denčić-Mihajlov K. (2005), *Kontrolna premija kao ključni element ponude za preuzimanje akcija*, zbornik radova sa Savetovanja "Ekonomika politika u 2006.godini" održanom u organizaciji Ekonomskog fakulteta u Beogradu i Naučnog društva ekonomista, Beograd, decembar 2005.god., str. 417-426
7. Ghosh A., Jain P. (2000), *Financial leverage changes associated with corporate mergers*, Journal of Corporate Finance, Vol. 6, pp. 377-402
8. Grossman S.J., Hart O.D. (1980), *Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation*, Bell Journal of Economics 11, pp. 42-64
9. Hayn C. (1989), *Tax attributes as determinants of shareholders gains in corporate acquisitions*, Journal of Financial Economics 23, pp.121-153
10. Higgins R.C., Schall L.D. (1975), *Corporate bankruptcy and conglomerate merger*, Journal of Finance 30, pp. 93-113
11. Hirshleifer D. (1995), *Mergers and Acquisitions: strategic and informational issues*, Handbooks in OR & MS, Vol. 9
12. Jandik T., Makhija A. (2005), *Debt, debt structure and corporate performance after unsuccessful takeovers: evidence from targets that remain independent*, Journal of Corporate Finance 11 (2005), pp. 882-914
13. Jensen M. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow*, Corporate Finance, and Takeovers, The American Economic Review, Vol. 76, Issue 2, pp. 323-339
14. Kaplan S. (1990), *How risky is the debt in highly leveraged transactions?: evidence from public recapitalizations*, Working paper series (National Bureau of Economic Research), Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research
15. Maqueira C., Megginson W., Nail L. (1998), *Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock-for-stock mergers*, Journal of Financial Economics, Vol. 48, pp. 3-33
16. Morellec E., Zhdanov A. (2008), *Financing and takeovers*, Journal of Financial Economics 87 (2008), pp. 556-581
17. Muller H (1998), *Why tender offers should be financed with debt*, Working Paper, Department of Economics, University of Mannheim, Germany

18. Myers S. (1984), *The Capital Structure Puzzle*, Journal of Finance, Vol. 39, Issue3, pp. 575-592
19. Schlingemann F. (2004), *Financing decisions and bidder gains*, Journal of Corporate Finance 10, pp. 683– 701
20. Spasić D., Denčić-Mihajlov K., (2005), *Oporezivanje kao faktor realizacije strategije spajanja (pripajanja) preduzeća*, Zbornik radova sa IX Kongresa "Finansijsko-računovodstvena profesija u reformi poreskog sistema", Banja Vrućica, Teslić, str. 189-198
21. Stulz R. (1988), *Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics 20
22. Todorović E., Denčić-Mihajlov K. (2004), *Uticaj menadžera na nivo rizika projekta spajanja i pripajanja preduzeća*, Zbornik radova sa VIII internacionalnog simpozijuma iz Project managementa YUMPA 2004, str. 142-146
23. Uysal V. (2006), *Deviation from the target capital structure and acquisition choices*, Unpublished working paper, University of Oklahoma

FINANCIAL DECISIONS AND ACQUISITION STRATEGY: CAUSES AND CONSEQUENCES

Abstract: The paper analyses the interrelation between the acquisition financing decision, capital structure, financial and systemic risk of the acquiring company. Debt financing of acquisition strategy has been analysed in the context of atomistic and pivotal shareholders existence. Having examined the capital structure as a determinate of an acquisition, the second section of the paper explores the effects of the acquisition strategy on the capital structure of the acquiring company in the postacquisition period. The third section of the paper contains a review of theoretic and empirical studies of the acquisition impact on the beta coefficient and variance of returns of integrated firms in the postacquisition period.

Ključne reči: acquisition strategy, longterm debt, capital structure, financial leverage, systemic risk, variance.