

Финансијско реструктурирање предузећа у транзиционим привредама

Financial restructuring of companies in transitional
economies

Срђан Лалић*

Факултет пословне економије, Бијељина
Република Српска, БиХ

Драган Миловановић**

Економски факултет, Бања Лука
Република Српска, БиХ

Звјездана Гавриловић***

Факултет пословне економије, Бијељина
Република Српска, БиХ

Сажетак: Реструктурирање као пословна филозофија у последњих тридесетак година привлачи велику пажњу у научноистраживачким круговима. Савремени трендови промена, посебно у време последње економске кризе, генеришу велике промене у пословању предузећа. Предузећа транзиционих земаља, као таква, изложена су процесима константних промена и прилагођавања. Да би одговорила на изазове промена, предузећа морају да мењају филозофију, концепт, стратегију и структуру свога пословања, тј. морају да се реструктурирају. Научноистраживачки угао посматрања проблематике у раду односиће се на концепт финансијског реструктурирања предузећа у транзиционим привредама. Примери успешне праксе финансијског реструктурирања дају могућност остваривања бољих финансијских перформанси и побољшања финансијског стања предузећа.

Кључне речи: реструктурирање, финансије, транзиција, стратегија, структура.

Abstract: Restructuring as a business philosophy in the last thirty years has attracted great attention in the scientific research community. Contemporary trends change, especially during the last economic crisis, generate major changes in business. Companies transition countries as such, are subject to processes of constant change and adaptation. In order to respond to the challenges of change, companies need to change the philosophy, concept, strategy and structure of your business, ie. need to be restructured. Scientific research angle issues in the work, refer to the concept of financial restructuring of companies in transitional economies. Examples of successful financial restructuring practices make it possible to achieve better financial performance and improve the financial condition of the company.

Keywords: restructuring, finance, transition, strategy, structure.

* ✉ srdjan.lalic@fpe.unssa.rs.ba

** ✉ dragan.milovanovic@efbl.org

*** ✉ zvjezdana.gavrilovic@fpe.unssa.rs.ba

Увод

Пословање предузећа у транзиционим привредама карактерише висок степен неизвесности, динамичност, стање дисконтинуитета многих његових фактора и елемената. Велики број предузећа се посебно у време последње економске кризе суочио с падом финансијских перформанси и слабљењем финансијског резултата пословања. Мере из домена финансијског реструктурирања могу помоћи санацији, финансијској стабилизацији и, у одређеним условима, расту предузећа побољшањем финансијских перформанси пословања. С обзиром на то да је пословање предузећа динамична област и резултат је синергетског деловања свих пословних функција у предузећу, често успешно реструктурирање захтева истовремену примену више модалитета финансијског реструктурирања предузећа или, у великом броју случајева, мере и других типова реструктурирања предузећа, као што су власничко, организационо, стратегијско, оперативно и друго. С тим у вези, у пракси је тешко направити јасну дистинкцију између ефеката мера појединих облика реструктурирања предузећа. У фокусу рада ћемо респектовати приступ којим се финансијско реструктурирање анализира као део укупних системских мера реструктурирања предузећа у транзиционим привредама, с циљем да се побољшају ефекти реструктурирања. Основна истраживачка питања, оличена у проблематици рада, а на која ћемо тражити одговор, јесу: какав је и колики значај финансијског реструктурирања за пословање предузећа, какве су оцене стања у Републици Србији, а какве у Републици Српској и Босни и Херцеговини, какве су и колико су значајне разлике у односу на остале транзиционе земље. Главни проблем истраживања гласи: Какве су и колико значајне разлике у области реструктурирања предузећа у Србији и у Босни и Херцеговини у односу на остале транзиционе земље? Научни циљ рада јесте да се економетријском анализом повежу и квантитативно вреднују разлике у погледу оцена реструктурирања предузећа у Републици Србији и Босни и Херцеговини у односу на остале транзиционе земље. Због тога смо тестирали основну истраживачку хипотезу H_0 : Према степену реструктурирања, предузећа у Републици Србији и у Босни и Херцеговини не разликују се значајно у односу на степен реструктурирања предузећа осталих транзиционих привреда, али заостају значајно за степеном реструктурирања предузећа развијених земаља. Интерпретација добијених резултата треба да послужи као основа за стручну и научну дискусију о улози реструктурирања у функцији побољшања пословања предузећа, и као основа за унапређење постојећег аналитичког оквира. После уводног дела, у првом делу рада проблематика истраживања анализира се из угла досадашњих истраживања у научној литератури. Други део рада носи назив „Методологија истраживања и анализа узорка“, и у њему се поставља основни методолошки концепт истраживања, врши узорковање и примењују научне методе истраживања. У трећем делу рада презентују се резултати истраживања и дискутује о њима. У

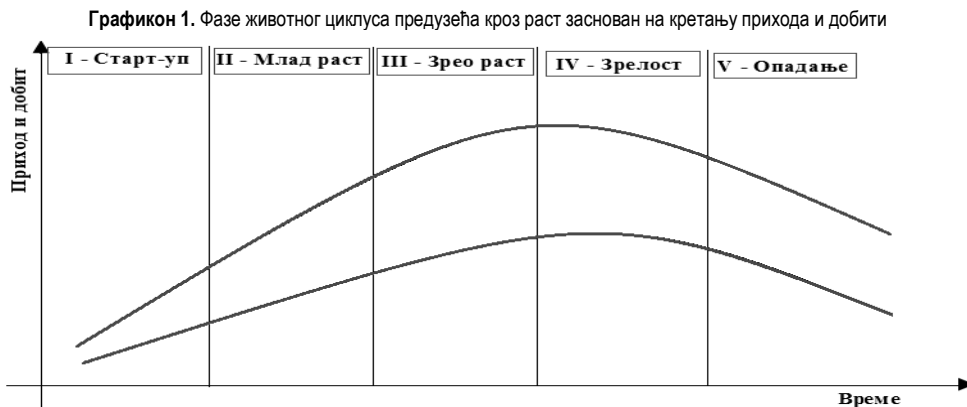
закључном делу рада елаборирају се закључна разматрања на бази научног истраживања.

1. Преглед литературе

Концепт финансијског реструктурирања привлачи пажњу експерата последњих двадесетак година, нарочито с актуелизирањем значаја концепта реструктурирања предузећа (Roland Berger Strategy Consultants, 2014, стр. 8) Све више се актуелизује приступ према коме се концепт финансијског реструктурирања посматра као део укупности процеса реструктурирања предузећа, што се с разлогом потврђује, узимајући у обзир повезаност пословних функција у пословању предузећа, посебно у време економске кризе. Финансијско реструктурирање односи се на промене које настају у структури капитала предузећа (Тодоровић, 2010, стр. 85). Гилсон у свом делу под називом *Creating Value through Corporate Restructuring – Case Studies in Bankruptcies, Bayouts*, из 2010, под финансијским реструктурирањем подразумева (Gilson, 2010, стр. 3):

- измене структуре и односа између дуга, преференцијалних и обичних акција;
- промене у роковима доспећа кредита или/и инструмената дуга;
- промене у висини каматне стопе или начина њеног обрачунавања (фиксна/варијабилна);
- коришћење егзотичних финансијских инструмената;
- промене власника хартија од вредности.

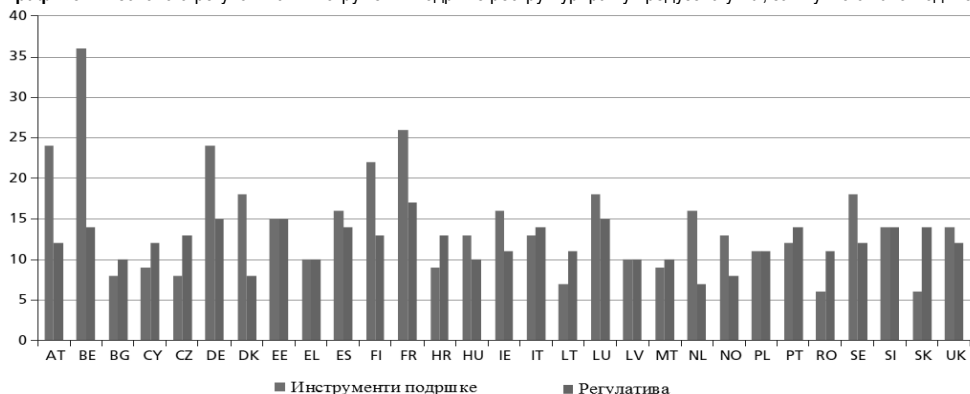
Изузетно велики допринос развоју теорије животног циклуса предузећа у делу под називом *The dark side of valuation – Valuing Young, Distressed and Complex Businesses* дао је и Асват Дамодаран, развојем концепта животног циклуса предузећа кроз раст заснован искључиво на бази финансијских показатеља. Наредним графиконом приказана је графичка интерпретација датог концепта.



Прве две фазе, стартап и млади раст, везују се за оснивање и почетак пословног живота предузећа. Почетне фазе карактерише предузетничка активност, висок степен иновативности, недостатак финансијских средстава и велики проблеми у приступу финансијским средствима, зато што за дато предузеће не постоје финансијски извештаји ни новчани ток (*cash flow*) из прошлости. Финансирање таквих предузећа је претежно засновано на сопственим средствима власника, личним позајмицама, државним подстицајима, фирмама за ризично улагање (*Venture Capital*) или „пословним анђелима“ (*business angels*), у случају да предузеће поседује иновативну пословну идеју. У овим фазама предузеће је изложено пословном реструктурирању и сталном прилагођавању позиције, стратегије и структуре. Фазу зрелог раста карактерише раст прихода и добити. Реструктурирање дугова подразумева (Ерић, Стошић, 2013, стр. 158): замрзавање отплате обавеза, привремено одлагање извршења обавеза, отпис дела потраживања, ограничавање или смањење каматних стопа, конверзију дуга у акцијски капитал, LBO (*Leverage Buy Out*). Конверзија дуга у акцијски капитал може се спровести на три начина: чисти D/E (*Debit to Equity*), своп (део старог дуга се отписује и креира нова структура капитала прилагођена постојећој активи), D/E конверзија с докапитализацијом (комбинација чистог D/E конверзије и инвестирања нових средстава). Нова средства се у компанију могу уложити (Gilson, 2010, стр. 65–67) у облику кредита или акцијског капитала и процесом конверзије, продајом компаније (део aktive се продаје за готовину, а део дуга се отписује). LBO трансакције односе се на повећање степена задужености на бази нових кредита или емисије ХоВ инструмената дуга. Осим реструктурирања дуга, реструктурирање акцијског капитала подразумева докапитализацију, променама акцијског капитала. Докапитализација се може реализовати (Ерић, Стошић, 2013, стр. 168): емисијом нове серије акција, јавном понудом, приватном понудом, понудом права или комбиновано. Уколико је

предузеће било регистровано као друштво с ограниченом одговорношћу или затворено акционарско друштво, средства прикупља иницијалном јавном понудом акција (IPO – *Initial Public Offerings*). Уколико компанија котира на берзи и има јавно емитоване акције, онда се додатно прикупљање капитала за финансирање предузетничких подухвата реализује на секундарном тржишту капитала. Према Котеру, као прва од осам фаза процеса реструктурирања предузећа узима се спремност на промене (Kotter, 1995). Дејвид Енџел (David P. Angel), професор економије на Берклију, у својој књизи *Restructuring for Innovation: The Remaking of the U.S. Semiconductor Industry* указује на значај иновативности процеса реструктурирања предузећа и уопште иновација у суштини реструктурирања предузећа, што представља приступ проблематици реструктурирања коју респектујемо у раду (Angel, 1994). Успешност процеса реструктурирања предузећа зависи и од инструмената подршке реструктурирању, као и од постојања законске регулативе која регулише процесе реструктурирања предузећа (European Commission, 2013). У најважније инструменте подршке реструктурирању предузећа убрајају се: иновације, извори финансирања, атрактивност за инвеститоре, подршка малим и средњим предузећима, тренинзи и едукација, предузетници, менаџери и др. У најважније консеквенце законске регулативе убрајају се: закони који регулишу облике организовања предузећа, права запослених, заштита информација, процеси затварања, спајања, припајања и раздвајања предузећа и др. У наставку рада дајемо приказ односа инструмената подршке реструктурирању предузећа и постојању законске регулативе која регулише процесе реструктурирања предузећа у земљама Европске уније.

Графикон 2. Законска регулатива и инструменти подршке реструктурирању предузећа у ЕУ, закључно с 2013. годином



Извор: European Commission, *ERM ANNUAL REPORT 2013, Monitoring and managing restructuring in the 21st century*, сmp. 25

На бази анализе претходног графикана можемо видети да Белгија и Француска предњаче у законској регулативи и инструментима подршке процесима реструктурирања предузећа у ЕУ.

2. Методологија истраживања и узорковање

На самом почетку се мора констатовати како на просторима Републике Србије и Босне и Херцеговине, као и у земљама окружења, постоје скромна емпиријска истраживања из области реструктурирања предузећа, а такође не постоји ни много научних радова који су се бавили овом проблематиком. Базично истраживање у раду извршено је на основу оцена о напретку из области реструктурирања предузећа Европске банке за обнову и развој (EBRD – *European Bank for Reconstruction and Development*). Коначне оцене из области реструктурирања предузећа добијене су на бази оцена из транзиционих извештаја (*Transition Reports*). Прикупљени подаци представљају истраживачку базу. С тим у вези, анализа је заснована на методолошком концепту Европске банке за обнову и развој, где су оцене кориштене као збирни показатељи узорковања. Истраживање се односи на временски обухват у периоду 2003–2014. године. С обзиром на то да анализа обухвата транзиционе земље, и коначни резултати истраживања и закључци добијени на бази истраживања односиће се на њих. Методолошки оквир је обухватао коришћење метода индукције и дедукције, као и статистичку методу хи-квадрат теста (*Pearson Chi-Square test*) за тестирање значајности разлика у степену реструктурирања земаља. С обзиром на то да су истраживањем обухваћене коначне оцене, нећемо вршити статистичко тестирање значајности узорковања.

Намера истраживања била је да се укаже на степен и трендове у области реструктурирања предузећа у Републици Србији и Босни и Херцеговини, као и у другим транзиционим земљама. Такође, идеја рада била је да покушамо да дамо одговор на питање где смо у односу на друге транзиционе земље по питању степена реструктурирања, као и да испитамо колике су разлике и да ли су оне значајне. Истраживачку *Peer group* чинило је 36 транзиционих земаља, класификованих на основу класификације Европске банке за обнову и развој. У наставку рада, у следећој табели дајемо преглед оцена о степену реструктурирања предузећа по државама.

Табела 1. Вредности коефицијента оцене EBRD о напретку у области реструктурирања предузећа у периоду 2003–2014. Године

Држава	2014.	2013.	2012.	2011.	2010.	2009.	2008.	2007.	2006.	2005.	2004.	2003.
Албанија	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2	2	2
Јерменија	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Азербејџан	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2,3	2,3	2,3
Белорусија	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1	1	1	1	1
Босна и Херцеговина	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Бугарска	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Хрватска	3,3	3,3	3,3	3,3	3	3	3	3	3	3	3	2,7
Естонија	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,3	3,7
Македонија	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,3	2,3	2,3
Грузија	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2	2
Мађарска	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,3	3,3
Казахстан	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Киргистан	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Летонија	3,3	3,3	3,3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Литванија	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Молдавија	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	1,7	1,7
Монголија	2	2	2	2	2	2	2	2	2	-	-	-
Црна Гора	2,3	2,3	2,3	2,3	2	2	2	2	2	-	-	-
Пољска	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,3	3,3
Румунија	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,3	2	2
Русија	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Србија	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2	2
Словачка	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7	3	3
Словенија	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Тадикистан	2	2	2	2	2	2,3	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Турска	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	2,7	-	-	-	-	-	-
Туркменистан	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Украјина	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2	2	2	2	2	2
Узбекистан	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Египат	2	2	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Јордан	2,3	2,3	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Мароко	2,3	2,3	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Тунис	2	2	1,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Косово	2	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Кирга	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чешка	-	-	-	-	-	-	-	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3

Извор: EBRD, Transition Report 2003–2014. године

Напомена: Оцене се крећу у распону од 1, што представља мали или никакав напредак, до 4,3, што представља максималну вредност за предузећа транзиционих привреда. Коефицијент оцене степена реструктурирања предузећа развијених тржишних привреда ЕУ креће се преко 5. Вредности оцене за 2003, 2004. и 2005. годину за Србију, односе се на период заједнице Србије и Црне Горе. Празна поља односе се на сврставање земаља у категорију транзиционих.

На бази података у претходној табели можемо видети да су коефицијенти оцене за Републику Србију на нивоу 2 у периоду 2003–2005. године, од када вредност коефицијента оцене из области реструктурирања износи 2,3. У поређењу с транзиционим земљама с највећом оценом, Србија значајно заостаје. Такође, резлике би биле још значајније уколико бисмо коефицијенте оцене поредили с оценама развијених европских земаља. Забрињавајуће делује податак да нема позитивних помака у области реструктурирања у Србији још од 2005. године. Такође, на бази података у претходној табели можемо видети да су коефицијенти оцене за Босну и Херцеговину на нивоу 2 од 2003. године,

закључно с 2014. годином. Оно што делује забрињавајуће јесте да област реструктурирања стагнира, тј. нема позитивних помака последњих већ више од десет година. У поређењу с транзиционим земљама с највећом оценом, Босна и Херцеговина значајно заостаје.

У наставку рада ћемо хи-квадрат тестом тестирати значајност разлика у области реструктурирања у транзиционим земљама. Тестирање ћемо извршити анализом значајности разлика коначних оцена за Републику Србију у односу на просечне оцене транзиционих земаља Европске банке за обнову и развој. Такође, тестирање ћемо извршити анализом значајности разлика коначних оцена за Босну и Херцеговину у односу на просечне оцене транзиционих земаља Европске банке за обнову и развој.

3. Резултати истраживања и дискусија

У наставку рада извршили смо *софтверску статистичку анализу* неопходних параметара за тестирање хипотеза. С тим у вези извршили смо прорачун основних статистичких параметара на бази коначних оцена Европске банке за обнову и развој из области реструктурирања предузећа у Републици Србији за временски обухват истраживања 2003–2014. године.

Табела 2. Статистичка анализа посматрања оцена из области реструктурирања предузећа за Републику Србију (2003–2014. године)

	Вредност
Observations	
Mean	2,25
Stdevp	0,111803
Variance	0,01250
Min	2
Max	2,3
Median	2,3
Coefficient of variation	0,04969

Извор: Истраживање и прорачун аутора на бази софтверске анализе

Статистички посматрано, на бази наведене анализе можемо закључити да просечна вредност оцена из области реструктурирања предузећа за Републику Србију у периоду 2003–2014. године износи 2,25. Просечна вредност оцене реструктурирања предузећа у Србији одступа од појединачних вредности оцена у Републици Србији у периоду 2003–2014. у просеку за 0,111803. Статистички посматрано, просек квадрата одступања аритметичке средине од вредности појединих оцена реструктурирања предузећа у Србији износи 0,01250. Такође, значајан показатељ представља и податак да просечно одступање оцена реструктурирања предузећа у Србији износи 0,04969, тј. 4,969% аритметичке средине оцене Србије о реструктурирању предузећа од стране Европске банке за

обнову и развој (2003–2014. године). С обзиром на то да се оцена о реструктурирању предузећа у Босни и Херцеговини није мењала током читавог временског периода обухвата истраживања, и да је износила 2, у наставку рада нећемо вршити статистичко-софтверску анализу података за БиХ. Током истраживања значајности разлика користићемо само сток оцену реструктурирања предузећа у Босни и Херцеговини. У наставку рада извршили смо статистичку анализу неопходних параметара за тестирање хипотеза. С тим у вези извршили смо прорачун основних статистичких параметара на бази коначних оцена Европске банке за обнову и развој из области реструктурирања предузећа у транзиционим привредама.

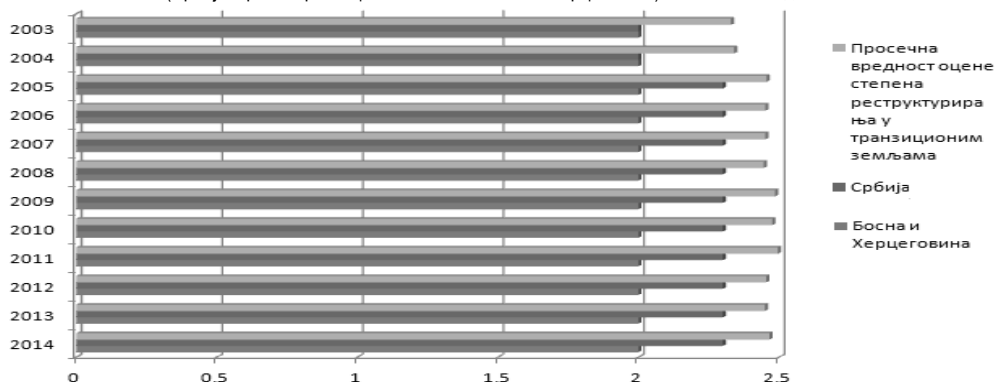
Табела 3. Прорачун статистичких параметара оцене реструктурирања предузећа транзиционих земаља у периоду 2003–2014. Године

Посматрања	2014.	2013.	2012.	2011.	2010.	2009.	2008.	2007.	2006.	2005.	2004.	2003.
Mean	2,46571	2,45000	2,45455	2,49655	2,47586	2,48621	2,44643	2,45172	2,45172	2,45556	2,34074	2,32963
Min	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Max	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,70	3,30	3,30
Stdevp	0,63917	0,64180	0,65509	0,66617	0,66106	0,65586	0,68582	0,72949	0,72949	0,74403	0,65955	0,65082
Variance	0,40854	0,41191	0,42915	0,44378	0,43700	0,43015	0,47034	0,53215	0,53215	0,55358	0,43501	0,42357
Coefficient of variation	0,25922	0,26196	0,26689	0,26684	0,26700	0,26380	0,28033	0,29754	0,29754	0,30300	0,28177	0,27937
Median	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30	2,30

Извор: Истраживање и прорачун аутора на бази софтверске анализе

Статистички посматрано, из наведене анализе можемо закључити да се просечна вредност оцена из области реструктурирања предузећа транзиционих привреда у периоду 2003–2014. године кретала у распону од 2,32963 па до 2,49655. Такође статистички посматрано, вредности просека квадрата одступања аритметичких средина од вредности појединих оцена реструктурирања предузећа у транзиционим привредама кретале су се у распону од 0,40854 па до 0,55358. Такође, значајан показатељ представља и податак да се просечно одступање оцена реструктурирања предузећа у транзиционим привредама кретало у распону од 0,25922, па до 0,30300 аритметичке средине оцене транзиционих привреда о реструктурирању предузећа од стране Европске банке за обнову и развој (2003–2014. године). Следећим графиком приказани су трендови кретања добијених вредности, који се користе као база за анализу.

Графикон 3. Трендови кретања оцена степена реструктурирања
(Србија, просек транзиционе земље и Босна и Херцеговина), 2003–2014. године



Извор: Истраживање и прорачун аутора

За детаљнију анализу стања у области реструктурирања предузећа у транзиционим привредама извршићемо дубинску анализу (Due diligence). На тај начин анализираћемо категорију средње вредности о оценама реструктурирања транзиционих земаља.

Табела 4. Статистичка анализа посматрања оцена из области реструктурирања предузећа транзиционих привреда (2003–2014. године)

	Вредност
Observations	
Mean	2,44206
Stdevp	0,050111
Variance	0,00251
Min	2,32963
Max	2,49655
Median	2,45313
Coefficient of variation	0,02052

Извор: Истраживање и прорачун аутора на бази софтверске анализе

Статистички посматрано, из наведене анализе можемо закључити да просечна вредност оцена из области реструктурирања предузећа транзиционих привреда у периоду 2003–2014. године износи 2,44206. Просечна вредност оцена реструктурирања предузећа у транзиционим привредама одступа од просечних појединачних вредности оцена у транзиционим привредама у периоду 2003–2014. у просеку за 0,050111. Статистички посматрано, просек квадрата одступања аритметичке средине од вредности појединих просечних оцена реструктурирања предузећа у транзиционим привредама износи 0,00251. Такође, значајан показатељ представља и податак да просечно одступање просечних оцена

реструктурирања предузећа у транзиционим привредама износи 0,02052, тј. 2,052% аритметичке средине просечне оцене о реструктурирању предузећа транзиционих привреда од стране Европске банке за обнову и развој (2003–2014. године).

У наставку рада уз коефицијент поузданости од $(1 - \alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, на бази статистичке анализе извршићемо тестирање статистичке значајности. Тестирање ћемо извршити за базну вредност $b = 100$. У првом кораку тестираћемо значајност разлика у оценама Републике Србије у односу на просек транзиционих земаља за период 2003–2014. године. С тим у вези, нулта и алтернативна хипотеза гласе:

$$H_0: \pi_1 = \pi_2$$

H_1 : Бар две пропорције основних
скупова међусобно се разликују.

Табела 5. *Pearson Chi-Square* (χ^2) – тестирање значајности разлика

	Вредност
r	2
v	1
m	0
b	100
p value	4,692057
$(1-\alpha)$	0,95
α	0,05
Pearson Chi-Square	2,349959
$\chi^2_{\alpha, v}$	3,841

Извор: Истраживање и прорачун аутора на бази софтверске анализе

С обзиром на то да је $\chi^2_{\alpha, v} > \text{Pearson Chi-Square}$, прихватамо нулту $H_0: \pi_1 = \pi_2$ хипотезу и одбацујемо алтернативну хипотезу H_1 : Бар две пропорције основних скупова међусобно се разликују и закључујемо уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, да се просечне оцене реструктурирања предузећа Републике Србије статистички значајно не разликују у односу на просечне оцене реструктурирања предузећа транзиционих привреда у временском периоду обухвата истраживања (2003–2014. године). У наставку рада уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, на бази статистичке анализе извршићемо тестирање статистичке значајности. Тестирање ћемо извршити за базну вредност $b = 100$. У првом кораку тестираћемо значајност разлика у оценама Босне и Херцеговине у односу на просек транзиционих земаља за период 2003–2014. године. Нулта и алтернативна хипотеза гласе:

$$H_0: \pi_1 = \pi_2$$

H_1 : Бар две пропорције основних скупова међусобно се разликују.

Табела 6. *Pearson Chi-Square* (χ^2) – тестирање значајности разлика

	Вредност
r	2
v	1
m	0
b	100
p value	4,442057
(1- α)	0,95
α	0,05
Pearson Chi-Square	2,243024
$\chi^2_{\alpha, v}$	3,841

Извор: Истраживање и прорачун аутора на бази софтверске анализе

С обзиром на то да је $\chi^2_{\alpha, v} > \text{Pearson Chi-Square}$, прихватамо нулту H_0 : $\pi_1 = \pi_2$ хипотезу и одбацујемо алтернативну хипотезу H_1 : Бар две пропорције основних скупова међусобно се разликују и закључујемо уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$ да се просечне оцене реструктурирања предузећа Босне и Херцеговине статистички значајно не разликују у односу на просечне оцене реструктурирања предузећа транзиционих привреда у временском периоду обухвата истраживања (2003–2014. године). У наставку рада уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, на бази статистичке анализе извршићемо тестирање статистичке значајности. Тестирање ћемо извршити за базну вредност $b = 100$. У овом кораку тестираћемо значајност разлика у оценама Републике Србије у односу на оцену степена реструктурирања предузећа развијених земаља за период 2003–2014. године¹. Нулта и алтернативна хипотеза гласе:

$$H_0: \pi_1 = \pi_2$$

H_1 : Бар две пропорције основних скупова међусобно се разликују.

¹ У анализу је укључена једна од минималних вредности оцене степена реструктурирања предузећа развијених земаља ЕУ (5). У случају да је узета просечна или максимална вредност, разлике би биле значајније.

Табела 7. *Pearson Chi-Square* (χ^2) – тестирање значајности разлика

	Вредност
r	2
v	1
m	0
b	100
p value	7,250000
(1- α)	0,95
α	0,05
Pearson Chi-Square	4,146552
$\chi^2_{\alpha,v}$	3,841

Извор: Истраживање и прорачун аутора на бази софтверске анализе

С обзиром на то да је $\chi^2_{\alpha,v} < \text{Pearson Chi-Square}$, одбацујемо нулту Но: $\pi_1 = \pi_2$ хипотезу, прихватамо алтернативну хипотезу H_1 : Бар две пропорције основних скупова међусобно се разликују и закључујемо уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, да се просечне оцене реструктурирања предузећа Републике Србије статистички значајно разликују у односу на оцене реструктурирања предузећа развијених земаља ЕУ у временском периоду обухвата истраживања (2003–2014. године). С обзиром на то да је вредност оцене за предузећа из Босне и Херцеговине још мања (2), закључујемо да су разлике оцена у односу на предузећа развијених земаља ЕУ још израженије.

Закључак

Динамизам друштвеног и пословног окружења, посебно у време кризе, све више актуелизује област реструктурирања предузећа. Уколико привредни систем схватимо као скуп предузећа, можемо рећи да реструктурирање предузећа доприноси здрављу целокупне привреде једне земље. У том смислу финансијско реструктурирање потребно је посматрати као део укупности процеса увођења промена, као и сложену пословну филозофију доношења низа пословних одлука и предузимање великог броја акција ради реализације циљева реструктурирања предузећа. Незадовољавајуће пословне перформансе по правилу иницирају промене којима менаџмент предузећа настоји да заустави или преокрене неповољна кретања и трендове. Поједине активности реструктурирања подразумевају много опсежније структурне промене конфигурације и начина пословања предузећа. Идеја истраживања је била показати међусобну компаративну анализу оцена стања реструктурирања предузећа у Србији и Босни и Херцеговини, у поређењу с транзиционим и развијеним земљама ЕУ. С обзиром на то да је $\chi^2_{\alpha,v} > \text{Pearson Chi-Square}$ ($3,841 > 2,349959$), закључујемо уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, да се просечне оцене реструктурирања предузећа Републике Србије статистички значајно не разликују у односу на просечне оцене реструктурирања предузећа

транзиционих привреда у временском периоду обухвата истраживања (2003–2014. године). Будући да је $\chi^2_{\alpha, v} > \text{Pearson Chi-Square}$ ($3,841 > 2,243024$), закључујемо уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, да се просечне оцене реструктурирања предузећа Босне и Херцеговине статистички значајно не разликују у односу на просечне оцене реструктурирања предузећа транзиционих привреда у временском периоду обухвата истраживања (2003–2014. године). С обзиром на то да је $\chi^2_{\alpha, v} < \text{Pearson Chi-Square}$ ($3,841 < 4,146552$), закључујемо уз коефицијент поузданости од $(1-\alpha) = 95\%$, тј. уз ризик грешке од $\alpha = 0,05$, да се просечне оцене реструктурирања предузећа Републике Србије статистички значајно разликују у односу на оцене реструктурирања предузећа развијених земаља ЕУ у временском периоду обухвата истраживања (2003–2014. године). Будући да је вредност оцене за предузећа из Босне и Херцеговине још мања (2), закључујемо да су разлике оцена у односу на предузећа развијених земаља ЕУ још изражајније. На бази анализе резултата истраживања можемо потврдити основну истраживачку хипотезу H_0 , да се по степену реструктурирања предузећа у Републици Србији, као и у Босни и Херцеговини, не разликују значајно у односу на степен реструктурирања предузећа осталих транзиционих привреда, али заостају значајно за степеном реструктурирања предузећа развијених земаља.

Забрињавајуће делује податак да у последњих десет година нема напретка у циљу побољшања степена реструктурирања предузећа у Србији упркос постојању економске кризе (од 2007. надаље). Такође, у Босни и Херцеговини није измерен напредак у овој области током читавог обухвата временског периода истраживања. Препоруке за побољшање ишле би у смеру стратегијског приступа процесима реструктурирања предузећа, а финансијско реструктурирање треба да буде укључено у концепт стратегијског реструктурирања. Први услов за покретање процеса реструктурирања свакако је спремност на прихватање промена.

Литература

- Angel, D. P. (1994). *Restructuring for Innovation: The Remaking of the U.S. Semiconductor Industry*, Berkeley: Guilford Press.
- Bednarzik, R. W. (2005). Restructuring Information Technology: Is Offshoring a Concern?, *Monthly Labor Review*, 11–20.
- Bernile, G., Gregg, A. J. (2009). The Impact of the Options Backdating Scandal on Shareholders, *Journal of Accounting and Economics*, 47(1–2), 2–26.
- Бубле, М., Куловић, Џ. и Кузман, С. (2010). *Due diligence и процјена вриједности предузећа*, Сарајево: Кемиграфика.
- Damodaran, A. (2010) *The dark side of valuation-Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses* (2nd edition), Upper Saddle River: Pearson Education – FT Press.

Djankov, S., Murrell, P. (2002). Enterprise Restructuring in Transition: Quantitative Survey, Second Draft, *Journal of Economic Literature*, 2, 211–234.

EBRD – European Bank for Reconstruction and Development. *Transition Report* 2003–2014.

European Commission (2013). ERM ANNUAL REPORT 2013 Monitoring and managing restructuring in the 21st century, Brisel.

Ерић, Д., Стошић, И. (2013). *Корпоративно реструктурирање*, Београд: Институт економских наука.

Grosfeld, I., Roland, G. (1997). Defensive and Strategic Restructuring in Central European Enterprises, *Journal of Transforming Economies and Societies*, 3, 21–46.

Gilson, S. C. (2010). *Creating Value through Corporate Restructuring – Case Studies in Bankruptcies, Bayouts and Breakups*, New Jersey: John Wiley and Sons, Hoboken.

Kotter, P. (1995). Leading Change: Why Transformation Efforts Fail, *Harvard Business Review*

Lazonick, W. (2004). Corporate Restructuring. У: Ackroyd, S., Batt, R., Thompson P. and Pamela Tolbert (eds.), *The Oxford Handbook of Work and Organization*, Oxford University Press, 577–601.

Roland Berger Strategy Consultants (2014). Entrepreneurial restructuring. Crafting tailor-made business models for sustainable success.

Тодоровић, М. (2010). *Пословно и финансијско реструктурирање предузећа*, Београд: ЦИД – Економски факултет.

Веховец, М. (2003). *Упоредни преглед дефанзивног реструктурирања твртки у Хрватској и Словенији*, *Financial Theory and Practice*, 4.

Walker, L., W. (1990). Strategic Restructuring: A Critical Requirement in the Search for Corporate Potential. У: Rock, M. L. and R. H. Rock, (eds.), *Corporate Restructuring*, New York: McGraw-Hill.

Weston, J. F., Mitchel, M. L., and Mulherin, J. H. (2003). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance* (4th edition). Englewood Cliffs: Prentice Hall.

Resume

In recent years, restructuring is becoming an increasingly important area of scientific research. Time of economic crisis has affected the occurrence of major changes in how business is run, which resulted in the emergence of new trends of change. In transition countries, enterprises are particularly exposed to the fluctuations which requires both constant and immediate adjustment. In order to adequately respond to the changes companies need to restructure. This paper provides an insight into the scientific angle

of applying the concept of financial restructuring of the company with regard to companies in transition economies. The successful implementation of the financial restructuring can lead to achieving better financial results and improve the financial situation of the company. If companies in our region want to achieve stability, management must be prepared to accept the challenges they are faced with and walk into the changes.