

## Korporativno dezinveŝtiranje kao faktor poslovnih performansi i tržiŝne vrednosti preduzeća

### Corporate disinvestment as a factor of operational performances and market value of companies

Ahmedin Lekpek<sup>a\*</sup>, Zenaida Šabotić<sup>a</sup>, Semir Vehapić<sup>a</sup>

<sup>a</sup> Državni univerzitet u Novom Pazaru, Departman za ekonomske nauke, Serbia

#### Article info

##### Review paper/ Pregledi rad

Received/ Rukopis je primljen:

2 February, 2022

Revised/ Korigovan:

24 March, 2022

Accepted/ Prihvaćen:

7 May, 2022

DOI:

<https://doi.org/10.5937/bizinfo2202125L>

UDC/ UDK:

330.322.9:332.622

005.591.4:332.622

#### Abstract

*The subject of this research is the process of disinvestment and its impact on business performance and market value of the company. The research is based on a review of relevant foreign and domestic literature that has dealt with the issue of disinvestment and its impact on business success and market position of the company. The aim of the research is to see the direction of the impact of the divestment process on the business performance and market value of the company, based on a review of the relevant literature. The results of the reviewed research show that disinvestment has a positive impact on business performance and market value of the company if it is initiated by investors and shareholders and conducted voluntarily and strategically, in an efficient financial market and stable business environment. able to effectively implement the process and successfully manage the remaining business.*

**Keywords:** disinvestment, shareholders, managers, operational performances of companies, market value of companies.

#### Sažetak

*Predmet ovog istraživanja je proces dezinveŝtiranja i njegov uticaj na poslovne performanse i tržiŝnu vrednost preduzeća. Istraživanje se zasniva na pregledu relevantne strane i domaće literature koja se bavila pitanjem dezinveŝtiranja i njegovim uticajem na poslovni uspeh i tržiŝnu poziciju preduzeća. Cilj istraživanja je da se na osnovu pregleda relevantne literature sagleda pravac uticaja procesa dezinveŝtiranja na poslovne performanse i tržiŝnu vrednost preduzeća. Rezultati pregledanih istraživanja pokazuju da dezinveŝtiranje ima pozitivan uticaj na poslovne performanse i tržiŝnu vrednost preduzeća ukoliko je inicirano od strane investitora-akcionara i sprovedeno dobrovoljno i na strateŝki naćin, na efikasnom finansijskom tržiŝtu i u stabilnom poslovnom okruženju, od strane menađžmenta sposobnog da taj proces efikasno sprovede i uspeŝno upravlja preostalim poslovima.*

**Ključne reći:** dezinveŝtiranje, akcionari, menađžeri, poslovne performanse preduzeća, tržiŝna vrednost preduzeća.

### 1. Uvod

Kreiranje optimalne strukture portfolija preduzeća je veoma važan preduslov poslovnog uspeha i maksimiranja vrednosti preduzeća. Doprinos koji ovom procesu i jaćanju konkurentnosti preduzeća daje dezinveŝtiranje je izuzetno veliki (Kolev, 2016, str. 180). „Dezinveŝtiranje je proces oslobađanja preduzeća od poslovne aktive, uključujući proizvodne linije, usluge, zavisna preduzeća, poslovnu imovinu, pa ćak i kompletno poslovanje“ (Murray, 2020). U procesu dezinveŝtiranja preduzeća prodaju svoju poslovnu aktivu onima koji je mogu

iskoristiti na efikasniji naćin, a pritom dobijaju gotovinu i oslobađaju se poslovnog balasta, ćime stvaraju preduslove za uspeŝnije poslovanje (Murray, 2020).

Dezinveŝtiranje se mođe realizovati u jednom od dva oblika, kao *spin-off* ili *sell-off* (navedeno prema Prezas & Simonyan, 2015, str. 83-84). *Spin-off* je proces odvajanja dela preduzeća i njegovog pretvaranja u poseban poslovni entitet, koji ostaje u vlasniŝtvu akcionara prvobitnog preduzeća. *Sell-off*, pak, podrazumeva prodaju aktive preduzeća i njen prelazak u vlasniŝtvu preduzeća-kupca.

\*Corresponding author

E-mail address: [alekpek@np.ac.rs](mailto:alekpek@np.ac.rs)

Odluka o dezinvestiranju rezultat je kompleksnog procesa analize, koji se sastoji od nekoliko koraka (navedeno prema Sewing, 2010, str. 60-62): uočavanje problema u poslovanju preduzeća, sagledavanje mogućih rešenja za uočene probleme, razrešenje dileme da li nastavljati sa postojećim poslovnim operacijama ili dezinvestirati, odabir dezinvestiranja kao puta poslovnog oporavka preduzeća, koncipiranje i realizacija procesa dezinvestiranja. Nakon odluke o dezinvestiranju, neophodno je odabrati imovinu ili sektore preduzeća koji će biti dezinvestirani. Odabir se uglavnom vrši između više opcija, nad kojima se sprovodi *interna analiza*, s ciljem sagledavanja značaja konkretnog biznisa ili aktive za poslovanje preduzeća, i *eksterna analiza*, s ciljem razmatranja profitabilnosti, konkurentnosti i poslovne perspektive biznisa čije se dezinvestiranje razmatra (navedeno prema Clarke & Gall, 1987, str. 19-22). U sledećim koracima se donosi o odluka o formi (sell-off ili spin-off), vremenu i obimu dezinvestiranja, i proces se kompletira odabirom adekvatnog kupca<sup>1</sup>, pregovaranjem s kupcem i konačnom realizacijom dezinvestiranja (Ibid, str. 22-23).

Da bi proces dezinvestiranja bio uspešan, neophodno je dezinvestirati samo biznise ili delove biznisa preduzeća koji se ne uklapaju u trenutno poslovanje i poslovne planove preduzeća i koji se mogu relativno lako i unosno prodati, bez značajnijih negativnih posledica po ostatak poslovanja i uz punu podršku svih relevantnih aktera u preduzeću (navedeno prema Boddewyn, 1983, str. 26).

Predmet ovog istraživanja je proces dezinvestiranja i njegov uticaj na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća. Cilj istraživanja je da se na osnovu pregleda relevantne literature sagleda pravac uticaja procesa dezinvestiranja na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća. Osnovni motiv ovog istraživanja je da se kod domaće stručne i akademske javnosti pobudi interesovanje za pitanje dezinvestiranja, koje nije dovoljno obrađivano u domaćim naučnim istraživanjima i koje domaća preduzeća često percipiraju kao iznuđen, a ne strateški bitan poduhvat.

## 2. Analiza procesa korporativnog dezinvestiranja

### 2.1. Motivi i efekti procesa korporativnog dezinvestiranja

Odluka o restrukturiranju poslovanja preduzeća često je iznuđena promenom eksternih uslova poslovanja i može biti sprovedena kroz proširenje poslovanja ili sužavanje poslovanja dezinvestiranjem (Mulherin & Boone, 2000, str. 135; Owen, Shi & Yawson, 2010, str. 392). Dezinvestiranje treba da omogući preduzeću da se oslobodi niskoprofitabilnih i neadekvatno vođenih segmenata poslovanja, i obezbedi novac za vraćanje dugova i iskorišćavanje atraktivnih investicionih prilika čija realizacija bi dovela do bržeg rasta preduzeća (Davis, 1974, str. 15). Istraživanja pokazuju da je dezinvestiranje

uslovljeno delovanjem više faktora (navedeno prema Duhaime & Grant, 1984). Prvi faktor je *finansijska snaga preduzeća*. Praksa je pokazala da uglavnom dezinvestiraju preduzeća koja ostvaruju ispotprosečnu profitabilnost. Drugi faktor je *snaga poslovnog segmenta* čije se dezinvestiranje razmatra. Preduzeća se najčešće odlučuju za dezinvestiranje poslovnih segmenata koji ostvaruju nezadovoljavajuće performanse. Treći faktor je stepen *međuzavisnosti pomenutog poslovnog segmenta sa ostalim poslovnim segmentima preduzeća*. Niži stepen te međuzavisnosti povećava verovatnoću dezinvestiranja datog poslovnog segmenta. Četvrti faktor je *posvećenost menadžmenta preduzeća datom poslovnom segmentu*, pri čemu su nivo posvećenosti i verovatnoća dezinvestiranja u negativnoj korelaciji. Peti faktor su *opšti ekonomski uslovi*. Pretpostavka je da je dezinvestiranje opcija za kojom se prevashodno poseže u vreme nepovoljnih ekonomskih kretanja, ali rezultati pojedinih istraživanja (vidi Ibid) ukazuju na nizak nivo uticaja ovog faktora na odluku o dezinvestiranju.

Dezinvestiranje je valjan izbor u situaciji kada određeni biznis donosi stopu prinosa nižu od one koju zahtevaju investitori i ne uklapa se u poslovne potrebe preduzeća i zahteve tržišta, a novac dobijen njegovom prodajom se može efikasnije upotrebiti (Gilmour, 1973, navedeno u Boddewyn, 1983, str. 26). Uspešno sprovedeno dezinvestiranje može izazvati brojne pozitivne efekte. Velika preduzeća često su opterećena problemima u vidu „disekonomije obima, slabih menadžerskih podsticaja i asimetrične informisanosti“ (Hanousek, Kočenda & Svejnar, 2009, str. 67). Dezinvestiranjem se preduzeće smanjuje i organizaciona struktura pojednostavljuje, što omogućava efikasnije praćenje poslovnih performansi preduzeća (navedeno prema Villalonga & McGahan, 2005, str. 1188) i, samim tim, efikasnije upravljanje preduzećem, uspešniju alokaciju raspoloživih resursa i profitabilnije poslovanje (Kolev, 2016, str. 179). Time menadžment preduzeća dolazi u priliku da se fokusira samo na određene poslove u kojima je preduzeće najuspešnije, ostvari neposredniju kontrolu nad poslovanjem i debirokratizuje preduzeće, jer je upravo složena birokratija jedna od glavnih internih prepreka poslovne fleksibilnosti preduzeća (navedeno prema Kaiser & Stouraitis, 1995, str. 164-165). Krajnji efekat poslovnog fokusiranja može biti značajan rast prinosa na akcije preduzeća koje sprovodi pomenutu poslovnu politiku (navedeno prema Dittmar & Shivdasani, 2003, str. 2741-2742). Pored toga, dezinvestiranje i poslovni fokus ne moraju nužno dovesti do trajnog smanjenja veličine preduzeća, jer novac dobijen dezinvestiranjem, preduzeća mogu uložiti u preuzimanje poslovnih segmenata drugih preduzeća, koji se uklapaju u njihov poslovni fokus (navedeno prema Kaiser & Stouraitis, 1995, str. 165).

U istraživanju aktuelnih globalnih trendova dezinvestiranja, koje je sprovedla konsultantska kompanija *Deloitte* (Deloitte, 2020), navode se sledeći zaključci:

<sup>1</sup> Da bi kupac bio adekvatan, mora imati dovoljno finansijskih sredstava za realizaciju kupovine, znanje i iskustvo u upravljanju biznisom o čijoj se kupoprodaji pregovara, poslovnu strukturu u koju se dezinvestirani

biznis uklapa i iskustvo u širenju poslovanja putem preuzimanja (navedeno prema Clarke & Gall, 1987, str. 22-23).

*glavni motivi* za korporativno deinvestiranje su promene na tržištu i u konkurentskom okruženju (56%), kao i nepripadanje deinvestiranog biznisa grupi *kor* biznisa preduzeća i želja za rekonfiguracijom portfolija (47%); *kriterijumi po kojima je procenjeno da određeni biznisi ne spadaju u kor biznise* su nedostatak sinergije sa ostatkom poslovanja (30%), slaba tržišna pozicija (30%), ograničeni potencijali rasta (22%) i niske poslovne performanse (17%); *najčešći kupci deinvestiranih biznisa* su domaći fondovi privatnog kapitala (52%) i domaće korporacije (51%), dok su prekogranične korporacije (32%) i prekogranični fondovi privatnog kapitala (16%) bili daleko manje zastupljeni; *glavni kriterijumi za izbor kupaca* su ponuđena cena (29%), brzina i izvesnost realizacije transakcije (27%), mogućnost menadžmenta i zaposlenih da se prilagode uslovima u preduzeću-kupcu (16%), obezbeđenost finansijskih sredstava (13%), uslov da nije u pitanju konkurent (4%) i geografska lokacija (2%); uspešnost realizacije deinvestiranja uslovljena je *prethodnim obavljanjem pojedinih zadataka*, među kojima su prioritetni priprema finansijskih izveštaja biznisa koji se prodaje (60%), detaljna poslovna evaluacija pomenutog biznisa (57%), analiza potencijalnih struktura dogovora (50%), razmatranje poreskih i pravnih aspekata aranžmana (41%) i uspostavljanje plana zadržavanja ili podsticaja menadžmenta biznisa koji se prodaje (39%).

Svakako, ne treba smetnuti sa uma da je deinvestiranje veoma izazovan proces i jedna od najtežih odluka menadžmenta preduzeća, koja može imati dalekosežne posledice po njegove performanse (navedeno prema Davis, 1974, str. 17). Praksa pokazuje da se odluke o deinvestiranju često donose neblagovremeno, bez dovoljnih analiza i uz snažniju potporu u emocijama nego u razumu (Ibid). Takođe, ni prethodna iskustva u deinvestiranju ponekad nisu od velike koristi, naročito ako su vremenski gepovi između dva deinvestiranja veliki i ukoliko se oblici sprovedenih deinvestiranja značajno razlikuju (navedeno prema Kolev, 2016, str. 190). Odabirom *sell-off* ili *spin-off* modela deinvestiranja, preduzeće postiže različite efekte. Naime, najava deinvestiranja može imati pozitivan efekat na tržišnu vrednost preduzeća nezavisno od načina realizacije, s tim što se veći efekti postižu najavom *spin-off* deinvestiranja (navedeno prema Prezas & Simonyan, 2015, str. 104). S druge strane, deinvestiranje u *sell-off* formi u poređenju sa *spin-off* deinvestiranjem, doprinosi ostvarenju dugoročno boljih poslovnih rezultata i prinosa na akcije preduzeća koje deinvestira (Ibid). Pored toga, različiti su efekti koji se postižu deinvestiranjem prvobitnih biznisa (legacy business) i kasnije započetih biznisa (detaljnije Feldman, 2014).

Neadekvatno sprovedeno deinvestiranje može imati veoma negativne posledice po poslovanje preduzeća (navedeno prema Clarke & Gall, 1987, str. 19). *Prvo*, preduzeća se često odlučuju na prodaju sektora koji trenutno nisu profitabilni, ali su izuzetno perspektivni,

prevashodno zbog toga što deluju na brzorastućem tržištu. Negativne posledice takvog poteza ogledaju se u niskoj zaradi od prodaje, jer je deinvestirani sektor potcenjen, i propuštenim prilikama za rast koji bi se ostvario zadržavanjem tog sektora u preduzeću. *Drugo*, prilikom prodaje javnost se upoznaje sa performansama i poslovnim planovima deinvestiranog sektora i otkrivaju se poslovne tajne tog sektora, što smanjuje koristi koje kupovinom mogu ostvariti potencijalni kupci. *Treće*, odluka o deinvestiranju se može percipirati kao znak poslovnih problema preduzeća i neuspešnosti deinvestiranog sektora, što rezultuje padom njegove tržišne cene.

Menadžment preduzeća treba posebno biti oprezan prilikom deinvestiranja prvobitnih biznisa (legacy business). Pošto je zahvaljujući prvobitnim biznisima stvorena osnova za rast i razvoj preduzeća, njihov uticaj na poslovnu organizaciju, kulturu i ustaljene prakse, kao i povezanost i međusobna uslovljenost sa drugim biznisima u preduzeću, su izuzetno veliki (navedeno prema Feldman, 2014, str. 828). Međutim, toga vrlo često nisu svesni menadžeri preduzeća, naročito oni sa relativno kratkim menadžerskim stažom u preduzeću, pa stoga lako podležu pritisku tržišta da se pristupi deinvestiranju prvobitnih biznisa ukoliko tržište negativno oceni njihove poslovne perspektive (Ibid). Istina, spremnost menadžera da posluša tržišne signale u ovakvim slučajevima uglavnom dovodi do rasta tržišne vrednosti preduzeća, ali dugoročno ovaj pozitivan efekat često bude zasenjen problemima izazvanim eliminisanjem prvobitnih biznisa, kao svojevrsnog vezivno tkiva, iz poslovne strukture preduzeća (Ibid).

Prema istraživanju konsultantske kompanije *Deloitte* (Deloitte, 2020), *ključne prepreke uspešnoj realizaciji deinvestiranja* su kompleksnost samog aranžmana prodaje biznisa (56%), uticaj prodaje na moral zaposlenih (43%), ograničavanje resursa koji mogu biti uključeni u transakciju usled zahteva poverljivosti transakcije (41%), zabrinutost za odnose sa kupcima i dobavljačima (40%) i drugi; *najčešći razlozi neuspeha u realizaciji deinvestiranja* su nemogućnost prodaje po prihvatljivim uslovima (55%), promene na tržištu (55%), nemogućnost dobijanja prihvatljive vrednosti prilikom prodaje (36%), nemogućnost kupca da obezbedi finansijska sredstva (36%), promena korporativnog upravljanja i strategije preduzeća (27%) i drugi; *glavni izazovi koji nastaju nakon realizacije deinvestiranja* su: obaveze proistekle iz ugovora o uslugama u periodu tranzicije<sup>1</sup> (eng. transition service agreements, 34%), zadržana izloženost rizicima povezanim sa deinvestiranim biznisom (23%), nepovratni troškovi (15%) i problemi povezanih kupaca (7%), dok su preduzeća koja nisu iskusila bilo kakve probleme i izazove nakon sprovedenog deinvestiranja u manjini (8%).

<sup>1</sup> U pitanju su usluge koje preduzeće-prodavač pruža preduzeću-kupcu, kako bi se lakše prebrodilo tranzicioni period i efikasno integrisao deinvestirani biznis u poslovnu strukturu preduzeća-kupca.

## 2.2. Inicijatori procesa korporativnog dezinvestiranja

Dezinvestiranje može biti inicirano od strane menadžera, akcionara i poverilaca. Uspješno realizovano dezinvestiranje ima pozitivan uticaj na maksimiranje vrednosti preduzeća i bogatstva akcionara, ali ipak to često nije dovoljan motiv menadžerima da pokrenu proces dezinvestiranja (navedeno prema Owen, Shi & Yawson, 2010, str. 392). Postoji više razloga za ovakvo ponašanje menadžera (navedeno prema Clarke & Gall, 1987, str. 18; Boot, 1992, str. 1418; Kolev, 2016, str. 179; Chen & Feldman, 2018, str. 2728): 1) dezinvestiranje se smatra priznanjem da su ranije povlačeni pogrešni poslovni potezi i da je ostvaren neuspeh, 2) dezinvestiranje vodi smanjenju preduzeća, što je suprotno težnjama menadžera ka stalnom rastu preduzeća i, samim tim, njihove moći i bogatstva, 3) dezinvestiranje podrazumeva značajno organizaciono i poslovno restrukturiranje, što može naići na otpor ne samo menadžera, nego i ostalih zaposlenih.

Da bi preduzeće izbeglo poslovnu agoniju i srljanje u propast usled nerazumnih poteza menadžera (Clarke & Gall, 1987, str. 18), neophodno je uspostaviti efikasan sistem korporativnog upravljanja. U preduzećima u kojima postoje efikasno korporativno upravljanje, visok nivo zaštite akcionarskih prava, značajno učešće menadžera u vlasništvu preduzeća i uticajni odbori direktora, mogućnost odlaganja i izbegavanja ekonomski opravdanog dezinvestiranja je minimizirana (Owen, Shi & Yawson, 2010, str. 411). Međutim, nisu svi akcionari podjednako moćni, posvećeni i aktivni, da bi mogli uspešno kontrolisati menadžment preduzeća i podsticati ga na poslovne poteze koji su korisni za akcionare, a potencijalno neatraktivni za menadžere. Po ovom pitanju, najznačajniju ulogu među akcionarima imaju investitor-aktivisti, uglavnom oličeni u hedž fondovima, koji imaju pristojan udeo u vlasništvu nad preduzećem i spremni su da ulože značajno vreme i novac u kampanje s ciljem pritiska na menadžment kako bi svoje delovanje uskladio sa interesima vlasnika preduzeća (navedeno prema Chen & Feldman, 2018, str. 2727, 2729).

S druge strane, i sami menadžeri nekada iniciraju proces dezinvestiranja. Međutim, za razliku od dezinvestiranja koje iniciraju akcionari, dezinvestiranje inicirano od strane menadžera često ne donosi korist akcionarima. Naime, jedan od ključnih motiva menadžera za pokretanje procesa dezinvestiranja je zaštita od neprijateljskog preuzimanja. Dezinvestiranjem menadžeri eliminišu iz poslovnog portfolija preduzeća one biznise zbog kojih je preduzeće i privuklo pažnju potencijalnih kupaca, čime ih odvrćaju od kupovine i zadržavaju kontrolu nad preduzećem (Kaiser & Stouraitis, 1995, str. 165). Ovakvi potezi menadžera su beskorisni, a potencijalno i štetni za akcionare, jer su menadžeri često spremni da pomenute biznise prodaju i ispod cene, i time ugroze finansijski položaj i rast preduzeća (navedeno prema Chen & Feldman, 2018, str. 2730). Takođe, dezinvestiranjem menadžeri dolaze do novca kojim mogu raspolagati u daleko većoj diskreciji nego što bi im to bilo omogućeno kada bi novac prikupljali na finansijskom tržištu (navedeno prema Kaiser & Stouraitis, 1995, str. 165).

U fokusu odbora direktora, osim menadžera preduzeća, svakako moraju biti i menadžeri poslovnih sektora čije se dezinvestiranje planira. Posvećenost menadžera pomenutih poslovnih sektora procesu dezinvestiranja, uz nezavisnost ovih sektora u odnosu na ostale delove preduzeća, spada u presudne faktore uspešne realizacije dezinvestiranja (Moschieri, 2011, str. 369). Ukoliko, pak, menadžeri sektora ne žele da pokrenu proces dezinvestiranja, odbor direktora mora iskoristiti mehanizme korporativnog upravljanja kako bi sam pokrenuo ovaj proces (Duhaime & Grant, 1984, str. 303).

Dezinvestiranje može biti inicirano i od strane poverilaca. Poverioci mogu izvršiti pritisak na menadžment preduzeća da sprovede dezinvestiranje, kako bi se uvećao gotovinski saldo, ojačala likvidnost i kreditna sposobnost preduzeća. Poverioci, kao faktor kontrole nad poslovanjem preduzeća, mogu biti od koristi i akcionarima, jer smanjuju mogućnost da menadžeri slobodno i nekontrolisano raspoložu novčanim sredstvima preduzeća (Jensen, 1986, str. 324). S druge strane, dezinvestiranjem koje realizuju prezadužena preduzeća, smanjuje se imovina koja bi u slučaju likvidacije preduzeća bila osnova za naplatu potraživanja od strane poverilaca, što konačno dovodi i do pada tržišne vrednosti duga (Kaiser & Stouraitis, 1995, str. 165).

## 3. Uticaj korporativnog dezinvestiranja na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća

Aktivnosti poslovnog i finansijskog restrukturiranja preduzeća, u koje spada dezinvestiranje, usmerene su na unapređenje konkurentnosti i poslovnih performansi preduzeća (Savović, 2016, str. 166). Strateško fokusiranje preduzeća, naročito u periodima usporenog privrednog rasta, može biti osnova uspešnog poslovanja, zbog čega na sve većem značaju dobija dezinvestiranje kao instrument maksimizacije vrednosti preduzeća (Deloitte, 2017, str. 2). To je i najvažniji cilj poslovanja (Besley & Brigham, 2014). Istraživanja pokazuju da dezinvestiranje uglavnom dovodi do unapređenja poslovnih performansi i rasta tržišne vrednosti preduzeća (Brauer, Mammen & Luger, 2017, str. 1360). Razlog tome je, kako je navedeno u ranije citiranim istraživanjima (Duhaime & Grant, 1984; Gilmour, 1973, navedeno u Boddewyn, 1983), oslobađanje od poslova koji nose ispotprosečan prinos, ostvaruju slabu povezanost sa ostatkom poslovanja i imaju nezadovoljavajuću tržišnu poziciju. Njihovo inkorporiranje u poslovni portfolio preduzeća posledica je neumerene težnje menadžera ka rastu i diversifikaciji poslovanja preduzeća, s prevashodnim ciljem jačanja sopstvene pozicije, a ne maksimizacije vrednosti preduzeća (interpretirano prema Haynes, Thompson & Wright, 2002, str. 174-175). Poslovne organizacije koje su kreirane na ovaj način, često karakteriše netransparentnost divizionih novčanih tokova. Istraživanja su pokazala da „ako tržište nema uvid u divizione novčane tokove, već samo ukupne novčane tokove, vrednost preduzeća će biti pogrešno procenjena“ (Nanda & Narayanan, 1999, str. 194). Dezinvestiranjem se eliminišu poslovne divizije koje ostvaruju negativne novčane tokove, smanjuje se asimetrična informisanost menadžmenta i investicione javnosti po pitanju novčanih tokova preostalih poslovnih

divizija i raste tržišna vrednost preduzeća (Ibid). Novac dobijen prodajom ili prestankom ulaganja u ovakve poslove ulaže se u visokoprinosne poslove (Moliterno & Wiersema, 2007, str. 1075). Polazeći od navedenih činjenica, akcionari preduzeća najčešće percipiraju dezinvestiranje kao „transakciju koja ima pozitivnu neto sadašnju vrednost“ (Rosenfeld, 1984, str. 1447). Stručna javnost, pak, zaključuje da je „dezinvestiranje postalo strateški imperativ za izvršne direktore u svim sektorima“ (Ernst & Young, 2018, str. 3).

S druge strane, postoje istraživanja koja pokazuju da glorifikovanje dezinvestiranja kao *panacee* za poslovnu neefikasnost velikih i nefleksibilnih preduzeća nema uvek opravdanje u praksi. Rezultati do kojih se u ovim istraživanjima došlo pokazuju da eventualno unapređenje poslovnih performansi i rast tržišne vrednosti preduzeća nakon realizovanog dezinvestiranja nisu posledica samog dezinvestiranja, već ih uzrokuju neki drugi faktori (Čolak, 2010, str. 444). Takođe, mogućnosti učenja na tuđim iskustvima i uspešnog traganja za „najboljom praksom“ u slučaju dezinvestiranja veoma su ograničene (interpretirano prema Brauer, Mammen & Luger, 2017, str. 1360). Dezinvestiranje je aktivnost koju karakteriše izražena idiosinkrazija, pa samim tim preduzeća „ne mogu jednostavno kopirati tuđe poslovne prakse“ (Ibid).

Stoga, realizacija dezinvestiranja ne garantuje unapređenje poslovnih performansi i rast tržišne vrednosti preduzeća, ukoliko se prethodno ne ispune određeni preduslovi. *Prvo*, dezinvestiranje mora biti integralni deo poslovne strategije preduzeća, a ne kratkoročna, taktička odluka usmerena na ublažavanje tekućih problema (interpretirano prema Montgomery, Thomas & Kamath, 1984, str. 838; Silva & Moreira, 2019, str. 453). „Rutinsko, nestratesko dezinvestiranje ima negativan uticaj na tržišnu vrednost akcija preduzeća“ (Montgomery, Thomas & Kamath, 1984, str. 838).

*Drugo*, pravac uticaja dezinvestiranja na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća zavisi od toga ko je inicirao proces dezinvestiranja. Istraživanja pokazuju da pozitivan uticaj na tržišnu vrednost preduzeća prevashodno ima dezinvestiranje inicirano od strane investitora-aktivista i da je taj uticaj daleko izraženiji nego u slučaju kada oni nisu uključeni u ovaj proces (Chen & Feldman, 2018, str. 2741).

*Treće*, pravac uticaja dezinvestiranja na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća zavisi od toga da li se dezinvestiranje sprovodi dobrovoljno ili pod eksternim pritiskom. Sama najava dobrovoljnog dezinvestiranja dovodi do rasta cene akcija preduzeća koje sprovodi dezinvestiranje (Boudreaux, 1975, str. 623). To je uzrokovano činjenicom da pomenutu najavu tržište shvata kao znak spremnosti menadžmenta preduzeća da se aktivnije posveti rešavanju problema i sprečavanju eventualnog poslovnog kraha preduzeća (interpretirano prema Haynes, Thompson & Wright, 2002, str. 175). S druge strane, poslovi koji se nedobrovoljno dezinvestiraju, uglavnom se prodaju ispod realne tržišne vrednosti, pa je samim tim uticaj ove transakcije na

finansijske performanse i tržišnu vrednost preduzeća negativan (Boudreaux, 1975, str. 625).

*Četvrto*, preduzeća mogu biti primorana na dezinvestiranje određenih poslova usled toga što uprava preduzeća ne raspolaže adekvatnim znanjem neophodnim za upravljanje ovim poslovima (navedeno prema Huang, 2014, str. 371). U ovakvim situacijama, dezinvestiranje ima pozitivan uticaj na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća samo ako uprava poseduje veštine, iskustvo i znanje koje zahteva uspešno upravljanje preostalim poslovima (Ibid).

*Peto*, pozitivnost i intenzitet dejstva dezinvestiranja na tržišnu vrednost preduzeća zavisi i od operativne i informacione efikasnosti tržišta na kojem se formira cena akcija preduzeća koje dezinvestira. Opasnost od vlasničkog preuzimanja preduzeća protivno volji menadžmenta preduzeća, rasla je sa rastom tržišne efikasnosti i inovativnosti, što je podstaklo menadžere da aktivnije dezinvestiraju neperformansne poslove (Jensen, 1993, navedeno u Haynes, Thompson & Wright, 2002, str. 175). Takođe, efikasna finansijska tržišta omogućavaju samim akcionarima da lakše dezinvestiraju nakon izlaska preduzeća na finansijsko tržište (Marinković, Ljumović & Stojković, 2012, str. 138) i time vrše dodatan pritisak na neefikasnu upravu preduzeća. Osim efikasnog finansijskog tržišta, na efektivnost dezinvestiranja utiče i stabilnost i izvesnost u poslovnom okruženju dezinvestiranog poslovnog segmenta, jer neizvesno okruženje dovodi do neuspešne realizacije dezinvestiranja ili odlaganja realizacije ove transakcije (interpretirano prema Damaraju, Barney & Makhija, 2015, str. 741).

*Na kraju*, i vlasnička struktura preduzeća je bitan faktor pravca i intenziteta uticaja dezinvestiranja na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća. Naime, porodična preduzeća se razlikuju od prosečnih preduzeća po tome što za njih poštovanje porodičnih principa ima neretko podjednak značaj kao i maksimizacija tržišne vrednosti preduzeća (interpretirano prema Feldman, Amit & Villalonga, 2016, str. 443). U skladu s tim, porodična preduzeća se ređe odlučuju na dezinvestiranje u odnosu na prosečna preduzeća, ali kad se odluče na dezinvestiranje i time prevaziđu problem poslovne inertnosti, ostvareni pozitivni efekti na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća su natprosečni (Ibid).

#### 4. Zaključak

Politika dezinvestiranja je postala inherentni deo poslovne strategije svakog preduzeća koje teži unapređenju svog poslovanja i jačanju konkurentne pozicije. Na donošenje odluke o dezinvestiranju utiču brojni faktori, poput finansijskog položaja preduzeća, poslovnih performansi pojedinih biznisa, povezanosti određenih biznisa sa ostatkom poslovanja, posvećenosti menadžmenta preduzeća određenom biznisu i opštih ekonomskih uslova. Dezinvestiranjem se preduzeća oslobađaju niskoprofitabilne aktive i fokusiraju se na rast perspektivnih poslovnih sektora. S druge strane, nedovoljno promišljeno i ishitreno donošenje odluka o dezinvestiranju može dovesti do prodaje izuzetno

perspektivnih biznisa, otkrivanja poslovnih planova preduzeća i sticanja utiska javnosti da je preduzeće zapalo u finansijske probleme.

Inicijatori procesa dezinvestiranja mogu biti menadžeri, akcionari i poverioci. Odluka menadžera da pokrenu proces dezinvestiranja je retko motivisana maksimiranjem tržišne vrednosti preduzeća i bogatstva akcionara, već prevashodno jačanjem sopstvene pozicije, po cenu štete koju takvo delovanje može naneti akcionarima. Među akcionarima najaktivniju ulogu u iniciranju dezinvestiranja imaju hedž fondovi, koji raspolažu dovoljnim resursima za kontrolu i usmeravanje delovanja menadžmenta na željeni način. Poverioci iniciraju proces dezinvestiranja s ciljem jačanja likvidnosne pozicije i kreditne sposobnosti preduzeća. Međutim, dezinvestiranje dovodi do smanjenja potencijalne likvidacione mase iz koje poverioci namiruju svoja potraživanja u slučaju likvidacije preduzeća, što pogoršava njihov položaj i smanjuje tržišnu vrednost duga.

S obzirom na to da se dezinvestiranjem iz poslovnog portfolija preduzeća eliminišu niskoprinosni i nekonkurentni poslovi, čiji je značaj za ukupno poslovanje minoran, očekivane posledice realizacije ovog procesa su unapređenje poslovnih performansi i rast tržišne vrednosti preduzeća. Međutim, dezinvesticiona iskustva su uglavnom specifična i nisu opšteprimenjiva. To otežava postizanje pozitivnih efekata dezinvestiranja i nameće potrebu ispunjenja brojnih preduslova. Uspešno sprovedeno dezinvestiranje, koje rezultira boljim poslovnim performansama i većom tržišnom vrednošću preduzeća, uglavnom ima strateški karakter, inicirano je od strane investitora-aktivista, dobrovoljno se sprovodi, zahteva adekvatnu stručnost uprave u rukovođenju zadržanim poslovima, postojanje efikasnog finansijskog tržišta, koje prepoznaje pozitivne efekte dezinvestiranja, i poslovnog okruženja koje karakterišu stabilnost i izvesnost. Na kraju, posvećenost procesu dezinvestiranja i rezultati koji se njegovom realizacijom postižu, zavise i od vlasničke strukture preduzeća koje dezinvestira.

Značaj ovog istraživanja je u tome što sprovedena podrobna analiza procesa dezinvestiranja i njegovog uticaja na poslovne performanse i tržišnu vrednost preduzeća daje valjanu osnovu za analizu prakse dezinvestiranja u domaćim preduzećima. Naredna istraživanja na ovu temu treba da sprovedu pomenutu analizu, sagledaju determinante procesa dezinvestiranja domaćih preduzeća, mogućnosti unapređenja tog procesa i njegov uticaj na poslovni uspeh i tržišnu poziciju pomenutih preduzeća.

## Reference

- Besley, S., & Brigham, E. (2014). *CFIN 4*. Cengage Learning.
- Boddewyn, J. J. (1983). Foreign and domestic divestment and investment decisions: like or unlike?. *Journal of International Business Studies*, 14(3), 23-35. <https://doi.org/10.1057/palgrave.jibs.8490525>
- Boot, A. W. (1992). Why hang on to losers? Divestitures and takeovers. *The Journal of Finance*, 47(4), 1401-1423. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04663.x>
- Boudreaux, K. J. (1975). Divestiture and share price. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10(4), 619-626. <https://doi.org/10.2307/2330610>
- Brauer, M., Mammen, J., & Luger, J. (2017). Sell-offs and firm performance: A matter of experience?. *Journal of Management*, 43(5), 1359-1387. <https://doi.org/10.1177%2F0149206314552452>
- Chen, S., & Feldman, E. R. (2018). Activist-impelled divestitures and shareholder value. *Strategic Management Journal*, 39(10), 2726-2744. <https://doi.org/10.1002/smj.2931>
- Clarke, C. J., & Gall, F. (1987). Planned divestment – A five-step approach. *Long Range Planning*, 20(1), 17-24. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(87\)90028-8](https://doi.org/10.1016/0024-6301(87)90028-8)
- Çolak, G. (2010). Diversification, refocusing and firm value. *European Financial Management*, 16(3), 422-448. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2008.00472.x>
- Damaraju, N. L., Barney, J. B., & Makhija, A. K. (2015). Real options in divestment alternatives. *Strategic Management Journal*, 36(5), 728-744. <https://doi.org/10.1002/smj.2243>
- Davis, J. V. (1974). The strategic divestment decision. *Long Range Planning*, 7(1), 15-18. [https://doi.org/10.1016/0024-6301\(74\)90073-9](https://doi.org/10.1016/0024-6301(74)90073-9)
- Deloitte (2017). *Is it time for a break? How to maximise divestment success*. <https://www2.deloitte.com/uk/en/pages/financial-advisory/articles/global-divestment-survey-2017.html>
- Deloitte (2020). *2020 Global Divestiture Survey. Defensive M&A for a resilient portfolio*. <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/global-divestment-survey.html>
- Dittmar, A., & Shivdasani, A. (2003). Divestitures and divisional investment policies. *The Journal of Finance*, 58(6), 2711-2744. <https://doi.org/10.1046/j.1540-6261.2003.00620.x>
- Duhaime, I. M., & Grant, J. H. (1984). Factors influencing divestment decision-making: Evidence from a field study. *Strategic Management Journal*, 5(4), 301-318. <https://doi.org/10.1002/smj.4250050402>
- Ernst & Young (2018). *How can divesting fuel your future growth? Global Corporate Divestment Study 2018*.
- Feldman, E. R. (2014). Legacy divestitures: Motives and implications. *Organization Science*, 25(3), 815-832. <https://doi.org/10.1287/orsc.2013.0873>
- Feldman, E. R., Amit, R., & Villalonga, B. (2016). Corporate divestitures and family control. *Strategic Management Journal*, 37(3), 429-446. <https://doi.org/10.1002/smj.2329>
- Gilmour, S. C. (1973). *The Divestment Decision Process*. Unpublished DBA dissertation. Boston, MA: Harvard University, Graduate School of Business Administration.
- Hanousek, J., Kočenda, E., & Svejnar, J. (2009). Divestitures, privatization and corporate performance in emerging markets. *Economics of Transition*, 17(1), 43-73. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0351.2009.00334.x>
- Haynes, M., Thompson, S., & Wright, M. (2002). The impact of divestment on firm performance: Empirical evidence from a panel of UK companies. *The Journal of Industrial Economics*, 50(2), 173-196. <https://doi.org/10.1111/1467-6451.00173>
- Huang, S. (2014). Managerial expertise, corporate decisions and firm value: Evidence from corporate refocusing. *Journal of Financial Intermediation*, 23(3), 348-375. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2014.04.003>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of*



- Finance*, 48(3), 831-880. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Kaiser, K., & Stouraitis, A. (1995). Value creation through corporate restructuring: European divestitures. *European Management Journal*, 13(2), 164-174. [https://doi.org/10.1016/0263-2373\(95\)00004-5](https://doi.org/10.1016/0263-2373(95)00004-5)
- Kolev, K. D. (2016). To divest or not to divest: A meta-analysis of the antecedents of corporate divestitures. *British Journal of Management*, 27(1), 179-196. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12145>
- Marinković, S., Ljumović, I., & Stojković, D. (2012). Going public and initial public offering: an exploratory study of motives from Serbian companies. *Industrija*, 40(2), 125-143. <http://scindeks.ceon.rs/article.aspx?artid=0350-03731202125M>
- Molitemo, T. P., & Wiersema, M. F. (2007). Firm performance, rent appropriation, and the strategic resource divestment capability. *Strategic Management Journal*, 28(11), 1065-1087. <https://doi.org/10.1002/smj.630>
- Montgomery, C. A., Thomas, A. R., & Kamath, R. (1984). Divestiture, market valuation, and strategy. *Academy of Management Journal*, 27(4), 830-840. <https://doi.org/10.5465/255881>
- Moschieri, C. (2011). The implementation and structuring of divestitures: the unit's perspective. *Strategic Management Journal*, 32(4), 368-401. <https://doi.org/10.1002/smj.877>
- Mulherin, J. H., & Boone, A. L. (2000). Comparing acquisitions and divestitures. *Journal of Corporate Finance*, 6(2), 117-139. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00010-9](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00010-9)
- Murray, J. (2020). *What Is a Business Divestiture?. The Balance Small Business*. <https://www.thebalancesmb.com/what-is-a-business-divestiture-4169956>
- Nanda, V., & Narayanan, M. P. (1999). Disentangling value: Financing needs, firm scope, and divestitures. *Journal of Financial Intermediation*, 8(3), 174-204. <https://doi.org/10.1006/jfin.1999.0265>
- Owen, S., Shi, L., & Yawson, A. (2010). Divestitures, wealth effects and corporate governance. *Accounting & Finance*, 50(2), 389-415. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2009.00332.x>
- Prezas, A. P., & Simonyan, K. (2015). Corporate divestitures: Spin-offs vs. sell-offs. *Journal of Corporate Finance*, 34, 83-107. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.07.017>
- Rosenfeld, J. D. (1984). Additional evidence on the relation between divestiture announcements and shareholder wealth. *The Journal of Finance*, 39(5), 1437-1448. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb04916.x>
- Savović, S. (2016). Post-acquisition organizational and portfolio restructuring and performance: Empirical evidence of acquired companies in the Republic of Serbia. *Industrija*, 44(2), 161-176. <https://doi.org/10.5937/industrija44-9456>
- Sewing, J. H. (2010). *Corporate divestiture management: organizational techniques for proactive divestiture decision-making*. Springer Science & Business Media.
- Silva, P., & Moreira, A. C. (2019). A systematic review of the literature on industrial divestment. *Baltic Journal of Management*, 14(3), 443-461. <https://doi.org/10.1108/BJM-01-2018-0040>
- Villalonga, B., & McGahan, A. M. (2005). The choice among acquisitions, alliances, and divestitures. *Strategic management journal*, 26(13), 1183-1208. <https://doi.org/10.1002/smj.493>

