

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO
FINANČNO PRESTRUKTURIRANJE PODJETIJ

Ljubljana, september 2008

BEDRI NUREDINI

IZJAVA

Študent **BEDRI NUREDINI** izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom **dr. IGORJA LONČARKEGA**, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne _____

Podpis: _____

KAZALO

Uvod	1
1 Finančno prestrukturiranje podjetij.....	2
1.1 Opredelitev finančnega prestrukturiranja.....	2
1.2 Pomen finančnega prestrukturiranja.....	3
2 Delitve podjetij.....	3
2.1 Odprodaje delov podjetja	3
2.2 Oddelitve	4
2.3 Odcepitve	4
2.4 Razdružitve.....	5
3 Premoženjski vpliv na delitev podjetja	6
3.1 Vpliv določenih dejavnikov na podjetja pri oddelitvi	6
3.2 Premoženjski vpliv oddelitev na podjetja	7
3.3 Premoženjski vpliv odprodaj na podjetje.....	9
3.4 Razlogi, ki pripeljejo do odprodaj.....	10
3.5 Izbira med odprodajo in oddelitvijo z razvojem ideje	11
4 Raziskave s področja finančnega prestrukturiranja	12
4.1 Pozitivne in negativne posledice delitev podjetij.....	12
4.2 Ustvarjanje vrednosti z oddelitvijo.....	12
4.3 Ustanovitev oddeljenega podjetja in povezanost z matičnim podjetjem	13
4.4 Oddelitve z vidika investorjev	13
4.5 Struktura kapitala pri oddelitvah podjetja	14
4.6 Pridobitve pri oddelitvah podjetij.....	14
4.7 Vpliv informacijske asimetrije pri oddelitvah podjetij	15
4.8 Alokacija denarja pri odprodajah	16
4.9 Z novimi idejami do oddelitev podjetij.....	16
4.10 Razlogi, zakaj pride do odprodaj delov podjetja.....	17

4.11 Reakcija trga na oznanitev odprodaj.....	18
4.12 Dobičkonosnost in uspešnost odcepitev.....	18
Sklep	18
Literatura in viri	20
Priloga: Slovarček tujih izrazov	1

Uvod

Finančno prestrukturiranje podjetij je širok pojem. V diplomskem delu bom obravnaval finančno prestrukturiranje podjetij v smislu delitev podjetij. Poznamo več vrst delitev. Zaradi premajhne zastopanosti takih delitev so težave s poimenovanjem in opredelitvijo teh delitev v slovenskem jeziku. Poznamo oddelitve, odcepitve, združitve in odprodaje delov podjetja.

Podjetja se odločajo za delitve, v primeru pričakovanih pozitivnih učinkov teh delitev. Te delitve so malo zastopane v svetovnem merilu z izjemo nekaterih držav, kot je ZDA. Te vrste finančnega prestrukturiranja tudi javnost in mediji ne povečujejo. Bolj na udaru so prevzemi, ki prav tako spadajo pod finančno prestrukturiranje podjetij. V diplomskem delu se bom osredotočil na že opravljene raziskave na področju delitev podjetij in bom navajal razloge in posledice teh delitev.

Pomembno vprašanje, ki se poraja, ko omenjamo finančno prestrukturiranje, je, zakaj se podjetja odločajo za takšno prestrukturiranje. Pomembno je tudi, kako to prestrukturiranje vpliva na delovanje podjetja in posledično na premoženje lastnikov. Na primer imamo neko podjetje, ki ima več divizij. Vsaka divizija prinaša nek donos, ena divizija večjega, druga manjšega. Torej ali naj se podjetje kot celota odloči za odprodajo manj donosne divizije, ali naj jo obdrži, čeprav donosi niso zadovoljivi. Z odprodajo bi podjetje brez manj donosne divizije izkazovalo boljši uspeh, torej je odprodaja dokaj razumna. Vendar po drugi strani z odprodajo se osredotoči samo na boljše divizije, kar poveča možnosti prevelike osredotočenosti in odvisnosti od ene dejavnosti. To je lahko slabo, saj v primeru slabega prihodnjega poslovanja podjetju grozi manjši uspeh.

Namen diplomskega dela je s pomočjo že opravljenih raziskav ugotoviti prevladujoče razloge in cilje finančnega prestrukturiranja podjetja.

V prvem delu bom navedel opredelitev finančnega prestrukturiranja podjetij, kaj ta izraz zajema in kako opredeljuje finančno prestrukturiranje podjetij svetovna literatura. Sledila bo obrazložitev pomena finančnega prestrukturiranja. V drugem delu bom nadaljeval z opredelitvijo posameznih vrst delitev podjetij in vsako od navedenih delitev tudi malo bolj podrobno razložil.

V tretjem delu diplomskega dela bom pregledal literaturo o delitvah podjetij. Med literaturo prevladujejo raziskovalna dela, ki predstavljajo metode in vzroke za delitev podjetij, kot tudi kaj te delitve povzročajo v ekonomskem svetu. Glavno vprašanje teh člankov je tudi, kako delitve vplivajo na premoženje lastnikov in kako se lahko to premoženje poveča.

V četrtem delu se bom poglobil v razlago dejavnikov, ki vplivajo na premoženje podjetja. Tako bodo dejavniki podrobnejše omenjeni in razloženi.

Na podlagi predelane literature bom na koncu podal sklep, kjer bom povzel ugotovitve v tem diplomskem delu.

1 Finančno prestrukturiranje podjetij

1.1 Opredelitev finančnega prestrukturiranja

Finančno prestrukturiranje podjetij v svetovni literaturi zavzema tako delitve podjetij kot tudi združitve. V diplomskem delu se bom osredotočil na finančno prestrukturiranje v smislu delitev podjetij. To področje finančnega prestrukturiranja je manj raziskano kot združitve in prevzemi.

V podjetjih je veliko vrst prestrukturiranja, jaz bom obravnaval finančno prestrukturiranje, ki zavzema delitve podjetij. Ostale vrste prestrukturiranja bom obravnaval kot vzroke za to finančno prestrukturiranje.

Izraz finančno prestrukturiranje obsega tako investicijske odločitve, ki se sprejemajo v podjetju in se kažejo na aktivni premoženjske bilance stanja, kot finančne odločitve, ki so vidne med pasivo premoženjske bilance podjetja. Izraz finančno prestrukturiranje podjetja tako zadeva finančno kot investicijsko odločanje v podjetju (Mramor, 1993).

V delu bom finančno prestrukturiranje razdelil po naslednji delitvi:

- združevanja in prevzemi podjetij,
- delitve podjetij (oddelitve, odcepitve, razdružitve in odprodaje delov podjetja),
- stečajni postopki, poravnave in ukinitve,
- reorganizacija strukture pasiv premoženjske bilance.

S tako delitvijo bom finančno prestrukturiranje opredelil kot spremembo struktur pasiv premoženjske bilance podjetja in/ali spremembo finančnih naložb med aktivno premoženjske bilance podjetja.

Cilj finančnega prestrukturiranja je seveda v različnih delih sveta drugačen. Tako je v ZDA, Veliki Britaniji in še nekaterih državah sveta cilj poslovanja podjetja maksimiranje tržne vrednosti premoženja lastnikov, oziroma maksimiranje tržne vrednosti delnice podjetja (shareholder value). V Evropi, na Japonskem in še kje velja podjetje kot združba različnih interesnih skupin (stakeholders). Tako je v teh državah cilj poslovanja podjetja zadostitev različnim interesnim skupinam, ki sestavljajo podjetje (lastniki, upniki, zaposleni, dobavitelji, kupci, širša družbena okolica).

Čeprav so v različnih delih sveta različni cilji poslovanja podjetja, je temeljno vprašanje finančnega prestrukturiranja, ali in kako lahko finančno prestrukturiranje poveča vrednost premoženja lastnikov. Tako mora manager v vsakem trenutku zasledovati strategijo maksimiranja premoženja lastnikov oziroma vrednosti podjetja. Odločitve morajo biti sprejete tako, da morajo naložbe prinesiti večjo donosnost, kot stane njihovo financiranje. Takšen manager mora biti nepristranski in mora zgrabiti vsako priložnost, ki se pojavi za povečanje vrednosti podjetja (Copeland in sodelavci, 2001, str. 17).

Da se usmerimo k maksimiranju vrednosti podjetja, moramo upoštevati finančno prestrukturiranje, tako da maksimiramo vrednost podjetja z obstoječimi naložbami. Drugi način je upravljanje podjetja, tako da v vsakem trenutku sledi dejavnosti, ki vodi do maksimiranja vrednosti podjetja.

1.2 Pomen finančnega prestrukturiranja

Glavni pomen finančnega prestrukturiranja je predvsem njegov vpliv na premoženje lastnikov oziroma odgovori na naslednja vprašanja (Lončarski, 2002):

1. Kateri so različni motivi za finančno prestrukturiranje?
2. Kako finančno prestrukturiranje vpliva na podjetje?
3. Kako finančno prestrukturiranje vpliva na lastnike oziramo na vrednosti njihovega premoženja v podjetju?
4. Kako pridemo do koristi za lastnike?

Podjetja se večinoma poslužujejo finančnega prestrukturiranja z željo po maksimiranju vrednosti podjetja. Finančno prestrukturiranje ima prvotni pomen v tem procesu. Po prestrukturiranju sledijo dejavnosti, ki vodijo k maksimiranju vrednosti podjetja, do katerega pridemo s pravim načinom upravljanja podjetja z danimi sredstvi.

Med pomembnimi dejavniki finančnega prestrukturiranja je tudi prepričanje, da morajo investicije prinesiti večje donose, kot je strošek kapitala za financiranje teh investicij, sicer te investicije niso opravičljive in bi jih morali ukiniti. Da se management tako odloči, mora biti zmožen nepristranskega vpogleda v podjetje in takojšnjega ukrepanja, ko se pojavijo priložnosti za povečanje vrednosti podjetja.

2 Delitve podjetij

Poznamo več vrst delitev podjetij. Med njih spadajo oddelitve, odcepitve, razdružitve in odprodaje delov podjetij. V nadaljevanju bom vsako izmed teh vrst omenil in podrobno razložil njihove podobnosti in razlike. Omenil bom tudi, kako sem prišel do teh poimenovanj različnih vrst delitev.

2.1 Odprodaje delov podjetja

Izraz odprodaje delov podjetja bom uporabil za angleški izraz *“sell-off”*. Gre za prodajo določenega naložbenega dela iz premoženjske bilance tega podjetja nekemu izven podjetja. Bistvo teh odprodaj delov podjetja je v tem, da gre za transakcije, ki vključujejo denar, druge finančne oblike (kot so različni vrednostni papirji) ali kombinacijo denarja in vrednostnih papirjev. Ta naložbeni del, ki se pri odprodajah prodaja, predstavljajo posamezna sredstva podjetja, lahko so tudi zaključeni sklopi teh sredstev (na primer celotna proizvodna veriga) ali celotni organizacijski oddelki podjetij, lahko tudi lastniški deleži v podružnicah in povezanih podjetjih.

Pri odprodajah delov podjetja poznamo 3 vrste scenarijev. V prvem primeru, ko je prodajna cena naložbenega dela enaka njeni knjigovodski vrednosti, ostane premoženjska bilanca po odprodaji enaka premoženjski bilanci pred prodajo. V drugem primeru, ko je prodajna cena višja od knjigovodske vrednosti, ustvari prodani naložbeni del podjetja kapitalski dobiček, na katerega plača ustrezni davek. Premoženjska bilanca podjetja se po odprodaji poveča za določeno vrednost. V tretjem primeru je prodajna cena nižja od knjigovodske vrednosti, tako da podjetje ustvari kapitalsko izgubo. Zaradi davčnega ščita (pozitivni učinek) je celotna izguba podjetja manjša od same kapitalске izgube, saj je potrebno kapitalsko izgubo (negativni učinek) odpisati v breme lastniškega kapitala. V tem primeru se premoženjska bilanca podjetja zmanjša za določeno vrednost, ki je razlika med negativnim in pozitivnim učinkom.

Med posebne različice odprodaj spada kapitalski izrez, ki izhaja iz izraza "equity carve-out". V tem primeru matična družba največkrat skozi prvo javno ponudbo delnic ali zaprto odprodajo lastniškega deleža odproda del lastništva v hčerinski družbi, vendar ohrani kontrolni delež.

2.2 Oddelitve

Izraz oddelitve sem uporabil za angleški izraz "*spin-off*". Pri tem načinu delitve podjetja gre za organiziranje poslovne dejavnosti v podjetju kot celovite organizacijske enote znotraj podjetja, ki se nato oddeli od matičnega podjetja kot samostojna hčerinska družba, ki je v popolni lasti matične družbe. Do oddelitve praktično pride, potem ko matična družba proporcionalno razdeli svoj lastniški delež med svoje delničarje.

Chemmanur in Nandy (2006, str. 1) pravita, da do oddelitve pride, ko matično podjetje ustanovi hčerinsko družbo iz že obstoječih sredstev, nato razdeli delnice hčerinske družbe med že obstoječe imetnike delnic matične družbe, tako da nastane novo podjetje. Pri tem postopku se ne izda nov lastniški kapital.

Izvedba oddelitve poteka v dveh fazah. Najprej gre za ustanovitev novega podjetja, ki ima aktivo enako veliko, kot je imelo prej matično podjetje naložbeni del A. Matično podjetje namesto naložbenega dela A ima sedaj v aktivni lastništvo v novem podjetju. Nato sledi druga faza, kjer se razdeli lastništvo podjetja A proporcionalno med lastnike podjetja B, tako da postanejo solastniki gleda na lastniški delež, ki ga ima v podjetju.

Lastniki matične družbe ohranijo nadzor nad oddeljeno družbo, saj je lastniška struktura oddaljenega dela podjetja enaka lastniški strukturi matične družbe. Posebnost takšnega finančnega prestrukturiranja je v tem, da pri takih delitvah podjetja gre za nedenarno transakcijo. Struktura obeh podjetij po oddelitvi je enaka, razlika je samo v administrativni in finančni neodvisnosti novega podjetja od prejšnjega matičnega podjetja.

2.3 Odcepitve

Izraz odcepitve sem uporabil za angleški izraz "*split-off*". Potek odcepitve je podoben oddelitvi, saj se naprej znotraj podjetja organizira poslovna dejavnost kot celovita

organizacijska enota. Dejanska odcepitev se zgodi, ko se nekaterim delničarjem matične družbe ponudijo delnice prihodnje novo odcepljene hčerinske družbe. Zaradi dejanske odcepitve dejavnosti v novonastalo podjetje je izraz odcepitev primeren za takšne vrste razdružitvev. Torej pri odcepitvi lastniki odcepljenega dela niso hkrati lastniki matične družbe.

Za razliko od oddelitve pri odcepitvi lastniki obstoječe matične družbe prejmejo delnice novo odcepljene družbe v zameno za svoje delnice matične družbe. Tako se v primerjavi z oddelitvijo pri odcepitvi loči nadzor nad matično in odcepljeno družbo. Pri oddelitvi se lastniška struktura oddeljene družbe ne spremeni in je enaka lastniški strukturi matične družbe.

Torej, če imamo podjetje A, ki ima v aktivni dva naložbena dela, naložbeni del A in naložbeni del B. Po odcepitvi se ustvari novo podjetje B, ki ima v aktivni naložbeni del, matično podjetje ima v aktivni po odcepitvi samo naložbeni del A. Lastništvo matične družbe se tako razdeli na lastnike podjetja A in na lastnike podjetja B. Tako imamo zdaj dve podjetji, ki imata aktivo skupaj enako veliko kot matično podjetje pred odcepitvijo.

2.4 Razdružitve

Izraz razdružitve sem uporabil za angleški izraz "*split-up*". Pri tem načinu delitve podjetja se podjetje razdeli (razdruži) v nova manjša podjetja s procesom hkratnih oddelitev in odcepitev, pri koncu procesa matično podjetje preneha obstajati. Lastniška struktura novih podjetij je lahko drugačna od prejšnje strukture matične družbe, saj se lastništvo v vsakem novem podjetju ne deli proporcionalno glede na lastniško strukturo v starem matičnem podjetju.

Razdružitve avtorji razlagajo dokaj podobno (Gaughan, 1999, str. 398; Weston, 2001, str. 374), in sicer da do razdružitve pride z nizom oddelitev, pri čemer Gaughan pravi, da matično podjetje preneha obstajati, nastane več manjših podjetij. Weston pravi, da do razdružitve pride s predhodnim kapitalskim izrezom in šele nato z oddelitvami. Lastniki novih podjetij so lahko različni, saj lastniki matične družbe zamenjajo svoje delnice za delnice enega ali več novonastalih podjetij.

Po Gaughanu in Westonu ne moremo govoriti, da lastniki prejšnje matične družbe zamenjajo svoje delnice te družbe za delnice novonastalih podjetij. V tem primeru postanejo lastniki v vsakem novem podjetju v proporcionalnem deležu lastništva v matični družbi, ki preneha obstajati pri prenosu tega premoženja na nova podjetja. Pri vrednotenju bi morali upoštevati knjigovodsko vrednost, saj je potrebno ugotoviti pošteno vrednost.

Po drugi strani razlaga ni skladna s samo opredelitvijo oddelitve in odcepitve. Bistvo oddelitve je to, da je struktura lastništva oddeljenih družb in matičnih družb skoraj povsem enaka. Pri razdružitvah pride do zamenjave delnic matičnih družb za delnice novih podjetij, zato bi bilo bolje opredeliti razdružitve kot delitev podjetja na več delov z nizom odcepitev.

3 Premoženjski vpliv na delitev podjetja

V nadaljnjem delu bom omenil in opisal, kako določen faktor, ki vpliva na premoženje podjetja, vpliva na to podjetje in kaj to pomeni za podjetje, ki se poslužuje delitev kot takih.

3.1 Vpliv določenih dejavnikov na podjetja pri oddelitvi

Veliko dejavnikov je potrebno upoštevati, da bo podjetje alokacijsko učinkovito. D'Mello in sodelavci (2008, str. 3) menijo, da je potrebno preiskovati več faktorjev, ki vplivajo na alokacijske odločitve podjetja pri oddelitvah. Med preiskovane faktorje spadajo:

- transakcijski stroški,
- finančne težave,
- stroški napačne odločitve,
- konflikt agenta,
- možnosti rasti,
- notranji viri financiranja.

Prvi dejavnik so transakcijski stroški, ki se zmeraj pojavijo z dvigovanjem zunanjega kapitala za financiranje delovanja podjetja. Določeni vrednosti teh stroškov ni možno ubežati, saj so fiksni, vendar se pojavijo ekonomije obsega z dvigovanjem večjih vsot denarja. Barclay in Smith (1995) menita, da večja podjetja so zmožnejša izkoriščanja ekonomije obsegov z dvigovanjem večjih vsot kapitala.

Pomemben dejavnik pri oddelitvah so finančne težave. Podjetja, ki jim grozi stečaj, so bolj izpostavljena finančnim težavam in s tem imajo tudi višje stroške kapitala. Z alokacijo dodatnega rezervnega kapitala tem podjetjem jim je omogočeno, da se lažje spoprimejo z možnimi prihodnjimi nizkimi prihodki.

Med dejavnike spadajo tudi stroški napačne odločitve. Pri izdaji dodatnega lastniškega kapitala imajo lahko podjetja dodatne stroške napačne odločitve, saj pride do asimetrije informacij o vrednosti sredstev podjetja in prihodnje možne rasti med managementom, lastniki podjetij in kreditodajalcev. Tako z dodelitvijo večjih denarnih rezerv imajo podjetja manjše potrebe po zunanjem kapitalu.

Med izredno pomembne dejavnike spada konflikt agenta. Zaradi interesa managerjev, da podjetje posluje dobro, in zaradi truda, ki ga vložijo v to delovanje, bi v primeru stečaja prišlo do dramatične izgube za managerje. Tako se managerji potrudijo, da se njihova podjetja izognejo stečajem, s tem da obdržijo velike denarne rezerve.

Naslednji pomemben dejavnik je možnost rasti. Podjetja, ki se jim obetajo dobre možnosti rasti, so bolj nagnjena k dvigovanju zunanjega kapitala, zahtevajo večje količine denarja za investiranje v investicije, ki jim bo omogočalo rast. Ker imajo ta podjetja večje možnosti za

napačne investicije, kot je premalo investiranje in povečanje tveganosti, imajo višji strošek kapitala. Lahko pride tudi do stroškov napačne odločitve, če podjetje ne doseže želene rasti, saj je od tega odvisna vrednost podjetja. Z večjimi kapitalskimi rezervami se zmanjšajo potrebe po novem kapitalu podjetja. Tako je bolje za podjetje, ki ima visoke možnosti rasti, imeti več denarja med rezervami.

Dejavnik notranjega financiranja je pomemben za podjetja, ki si zunanjega kapitala več ne morejo privoščiti. Podjetja tako lahko investicije financirajo tudi z generiranimi pritoki denarja, izdajanjem zunanjih obveznic ali z odprodajo likvidnih sredstev. Prav tako je za podjetja, ki nimajo zadostnih notranjih virov financiranja, dobro imeti alociranega večji del denarja.

3.2 Premoženski vpliv oddelitev na podjetja

Pri oddelitvi se delnice oddeljenega dela razdelijo med lastnike matične družbe sorazmerno, kot so lastniki matične družbe. Pri tem se ne zgodi nobena finančna transakcija. Tako je po oddelitvi lastništvo matične družbe sorazmerno enako lastništvu oddeljene družbe.

Z delitvijo podjetja pridobi podjetje prednosti na več področjih. Ta področja so: učinkovitejša alokacija sredstev, davčne prednosti, možnost večje zadolženosti, preprečevanje nezadostnega investiranja ter boljše in lažje upravljanje s strani managementa. Največja težava, ki se pojavi, je to, da podjetja ne znajo najbolje izkoristiti dane prednosti. Možnih razlag je več. Najpogostejši razlog je neznanje oziroma spregledanje določenih prednosti zaradi novonastalih oddelkov in celotnega oddeljenega podjetja.

Veld in Veld - Merkoulova (2008, str. 3) sta raziskala empirične dokaze, kako napovedi oddelitev vplivajo na vrednost podjetja na napovedan dan in kako te oddelitve vplivajo na dolgi rok. Ugotovila sta, da so oddelitve povečini dobro sprejete med lastniki podjetij, ki napovedo oddelitev. Raziskavo sta naredila za ZDA, saj je za ostale države premalo raziskovanj.

Kot pravita Veld in Veld - Merkoulova (2004, str. 2), oddelitve podjetij stremijo k povečanju vrednosti podjetja. To ugotovitev podpirata z mnogimi študijami, ki so bile raziskane v ZDA, kot sem že omenil. Ugotovila sta tudi, da se vrednost delnice matičnega podjetja visoko poveča že s samo naznanitvijo oddelitve. To je najverjetneje zato, ker ljudje pričakujejo boljše poslovanje tako matičnega kot oddeljenega podjetja po oddelitvi, saj se podjetja odločajo za oddelitve, da se jim izboljša poslovanje in poveča tržna vrednost.

Med pomembne razloge za dobro delovanje matičnega in oddeljenega podjetja je tudi povezanost v dejavnostih, v katerih delujeta obe podjetji. Parhankangas in Arenius (2003, str. 4) pravita, da je povezanost med matično družbo z novonastalo oddeljeno družbo večja, če se ukvarjata obe podjetji s podobno dejavnostjo. Tako lahko novonastalo podjetje na primer lažje dostopa do sredstev za svojo dejavnost, če to isto sredstvo uporablja tudi matično podjetje. Tako lahko na podoben način pravimo tudi za upravljanje novega oddeljenega

podjetja, saj je lažje upravljati novo podjetje, ki ima podobno dejavnost matičnemu podjetju, kot če bi šlo za popolnoma drugo dejavnost.

Toda prevelika povezanost z matičnim podjetjem je lahko usodna za oddeljeno podjetje, saj prevelika navezanost povzroči odvisnost. Ta odvisnost lahko omejuje oddeljeno podjetje tako, da se ne začne razvijati po svojih optimalnih zmožnostih in jo zavira pri izkoriščanju svojih potencialov pri svojih proizvodih.

Med pomembnimi razlogi za dobro poslovanje in pozitivne učinke delitev podjetij je tudi struktura kapitala podjetja, ki je pomembna za novoustanovljeno podjetje, saj mora imeti zadosti sredstev za uresničevanje svojih načrtov. Zaradi odvisnosti med hčerinskim in matičnim podjetjem ima hčerinsko podjetje določeno strukturo kapitala s strani matičnega podjetja. Vendar sčasoma se to novo hčerinsko podjetje ustali in začne sprejemati svoje odločitve. Tako pride do odločitve, ali izdati nove delnice in s tem pridobiti želeni dodatni kapital, ki bi ga dejavnost zahtevala, ali naj pridobi kapital z zadolžitvijo. V obeh primerih se sredstva in obveznosti do virov sredstev povečajo, vendar je vprašanje, katero se bolj splača. Prav tako se v obeh primerih to oddeljeno podjetje začne krepiti in se ustaliti v izbrani dejavnosti in tako vpliv matičnega podjetja na hčerinsko podjetje pojenja.

Za krepitev in ustalitev hčerinskega podjetja v neki dejavnosti sem že omenil, da je potreben zadosten kapital. Tako Gilson in sodelavci (1998, str. 8) pravijo, da oddelitve odpirajo možnosti investicijskim bankam za investiranje v dodatne raziskave v oddeljena novoustanovljena podjetja. Z večjimi investicijami bank v oddeljena podjetja se od njih pričakujejo večji donosi njihovih delnic. To pa je dosegljivo z bolj kvalitetnimi raziskavami in napredki tega oddeljenega podjetja. Tako podjetja, ki se oddelijo, rabijo nov kapital za svoje nove raziskave in investicije. Tako se matično kot tudi oddeljeno podjetje ozirata po novem kapitalu pri bankah. Banke so zainteresirane za te investicije, zato tudi povečajo zanimanje v raziskovanja teh oddeljenih podjetij.

Za zanimanje bank se mora novoustanovljeno podjetje tudi ustrezno predstaviti. Z oddelitvami dobi javnost bolj natančne podatke o vrednotenju sredstev podjetij in s tem postane delovanje podjetij bolj sprejeto in transparentno za zunanje investitorje. S tem oddeljeno in matično podjetje pritegne tako novi kapital, ki bi bil potreben za nove investicije, kot tudi poskrbijo za visoko vrednotenje njihovih delnic na trgu. Z bolj transparentnim delovanjem se zmanjša problem asimetrije informacij.

Krishnaswami in Subramaniam (1999, str. 7) pričakujeta, da se podjetja, ki imajo večje zmožnosti rasti v svoje investicijske kapacitete, vendar imajo težave s sredstvi, odločajo za oddelitev. S tem se informacijska asimetrija zmanjša in podjetja lažje pridobijo želeni in potrebni kapital. Tržna vrednost podjetij je bolj očitna po oddelitvi, zato je tudi pričakovati, da se bodo podjetja odločala za oddelitev tudi, ko si bodo zaželeli novega kapitala na kapitalskem trgu po oddelitvi.

Med drugimi sta Krishnaswami in Subramaniam (1999, str. 3) ugotovila, da podjetja z višjo stopnjo asimetrije informacij in bolj diverzificirana podjetja so bolj nagnjena k oddelitvam, kot ostala podjetja. Podjetja z višjimi možnostmi gospodarske rasti in tista podjetja, ki ne ustvarjajo dovolj notranjega kapitala, so tudi bolj nagnjena k oddelitvam, čeprav z oddelitvijo ne bodo ustvarila nič novega kapitala. To se zgodi zato, da podjetje zmanjša informacijsko asimetrijo, izboljša delovanje po oddelitvi in šele nato se odloči za dvig novega kapitala na kapitalskem trgu.

Torej se z oddeljevanjem podjetij njihova vrednost poveča, saj se z oddelitvijo stopnja asimetrije informacij zmanjša. Ko je podjetje še neoddeljeno, lahko pri svojih izkazih skrije stroške, tako da jih prikaže kot skupne. Z oddelitvijo se te manipulacije popolnoma prekinajo, saj s tem nastane novo podjetje, ki mora izkazovati svoje kazalce ločeno od matičnega podjetja. Tako se z novoustanovljenim podjetjem asimetrija informacij glede dobičkonosnosti oddelka in operativne učinkovitosti skoraj v popolnosti izniči.

V primeru, da je oddeljeni del podjetja majhen in ni velikega lastniškega dela matičnega podjetja v tem oddeljenem delu, Abarbanell in soavtorji (2001, str. 29) ugotavljajo, da pride do velikega trgovanja z njihovimi delnicami, trgovanje doseže višek takoj po oddelitvi, tako se večina investorjev po nekem času po oddelitvi odloči za uravnoteženje svojih investicij, kar ne povzroči povečanja vrednosti delnice matične družbe. Ugotovili so tudi, da premiki vrednosti delnice niso ustvarjali visokih donosov.

3.3 Premoženski vpliv odprodaj na podjetje

Pri odprodajah je značilno, da se pri tem vključi zunanje podjetje, ki kupuje in postane novi lastnik odprodanega dela podjetja. Pri ostalih vrstah delitev podjetij gre za ene in iste lastnike. Z odprodajo se lastništvo hčerinskega podjetja prenese na nove lastnike, matično podjetje pri tem pridobi sredstva, ne da bi izdajalo lastniški kapital (Slovin in sodelavci, 1995).

Poznamo prostovoljne in neprostovoljne odprodaje. Do neprostovoljnih odprodaj pride pri likvidaciji, ko želi podjetje končati z neko dejavnostjo. Zaradi takega namena se trg ne odzove najbolje na takšne napovedi. Do tega pride, saj z namenom likvidacije trg razume, da ta dejavnost ne bo prinašala pozitivne NPV¹ in se hoče podjetje, ki odprodaja tako dejavnost, samo znebiti teh negativnih NPV-jev (Menon in sodelavci, 2004, str. 1).

Podjetja se največkrat poslužujejo prostovoljnih odprodaj. Te odprodaje prinašajo za podjetja, ki prodajajo svoje dejavnosti prihodke. Tako Menon s soavtorji (2004, str. 2) meni, da naznanitev prostovoljne odprodaje prinese povečanje vrednosti delnice matičnega podjetja. Z odprodajo matično podjetje osredotoči svoja sredstva na osrednjo dejavnost, ki jo izvaja. Zaradi pričakovanih prihodnjih pozitivnih NPV-jev se pričakuje tudi povečanje vrednosti delnice odprodanega dela podjetja. Tako da lahko pravim, da je pri prostovoljnih odprodajah pozitiven rezultat, tako za podjetji, ki prodaja, kot tisto, ki kupuje.

¹ NPV pomeni net present value in je v slovenščino prebedeno kot neto sedanja vrednost prihodnjih donosov.

Tako so prostovoljne odprodaje podjetij največkrat spremljane s pozitivnim vplivom na vrednost delnice podjetja. Glavni razlog in cilj odprodaj je vzpostavljanje položaja podjetja na tisto raven, kjer je bilo pred slabim delovanjem. Z odprodajo dela podjetja se matično podjetje usmerja na osredotočenje na eno dejavnost, kar izboljša operativno delovanje in posledično na pozitivne posledice na trgu vrednostnih papirjev, ko je odprodaja napovedana.

Tako Clubb in Stouraitis (2002, str. 3) menita, da je naznanitev odprodaje dela podjetja s strani matične družbe pozitivno povezana z razliko med vrednostjo pred odprodajo dela podjetja in sprejeto vrednostjo odprodaje. Menita tudi, da dobičkonosnost odprodaje v veliki meri vpliva na visoke donose, ki jih je deležna matična družba, ko lastniki pričakujejo bonitete od te transakcije z izvzetjem asimetrije informacij in slabe informiranosti.

Kot so že raziskali različni avtorji, lahko povzamem, da z naznanitvijo odprodaje največkrat pride do povečanja vrednosti delnice za podjetje, ki odprodaja svoje dejavnosti, kot tudi novonastalo odprodano podjetje. Razlog temu za podjetje, ki odprodaja, je to, da se hoče osredotočiti na osrednje dejavnosti, kar vpliva pozitivno na pričakovanja trga. Tako se vrednost delnice tega podjetja tudi poveča, kar je glavni cilj nekaterih podjetij po svetu. Za podjetje, ki je nastalo z nakupom odprodane dejavnosti, je pozitivno pričakovanje, saj sami pričakujejo pozitivno neto sedanjo vrednost investicije. Dodatna pozitivna stvar pri nakupu odprodne dejavnosti je to, da se v to dejavnost prinese nov kader z boljšimi idejami in boljšim znanjem. To se pričakuje, saj je to novonastalo podjetje dokaj malo in je zaželeno, da je specializirano z znanjem pri tej odprodani dejavnosti.

3.4 Razlogi, ki pripeljejo do odprodaj

Da podjetje odproda del svojega podjetja, največkrat ta del deluje z izgubo. To, da podjetje ustvarja izgubo, je eden glavnih razlogov, zakaj pride do odprodaj. Cho in Cohen (1997, str. 367) ugotavljata, da se managerji ne odločajo za odprodajo dela, ki dela izgubo, dokler podjetje kot celota ne začne poslovati z izgubo. Preden se del podjetja odproda, ta del deluje manj uspešno kot njihovi konkurenti. Po odprodaji odprodani del ustvarja negativne pritoke denarja.

Avtorja sta ugotovila, da odprodani del po odprodaji deluje malo bolje in se njegovo delovanje popravi samo za toliko, da se približa konkurenci. Drugi cilj je, da se jim popravi delovanje samo za toliko, da doseže predodprodano raven.

Nadaljnje raziskave Choja in Cohena (1997, str. 369) potrjujejo, da podjetja, ki imajo med svojim delovanjem dele, ki poslujejo z izgubo, kljub tem delom delujejo bolje kot njihovi konkurenti. Ugotovila sta, da do odprodaje pride le takrat, ko bo delovanje celotnega podjetja slabše kot delovanje konkurenta.

Zaradi razloga, da se podjetja odločajo za odprodaje, ko se celotno delovanje podjetja poslabša zaradi enega dela, je logično pričakovati višje donose delnic matičnega podjetja. To je zato, saj se z odprodajo slabega dela podjetje odloči, da bo popravilo svoje delovanje. Tako kot mnogo avtorjev sta Cho in Cohen (1997, str. 373) ugotovila glede na raziskave, ki sta jih

naredila, da se na odprodaje trg obnaša pozitivno za podjetje, ki odprodaja slabo delujoče dele. Podjetje je delovalo z izgubo, kar se je začelo poznati na vrednosti njihove delnice. Zaradi odločitve za odprodajo najslabšega dela trg vidi, da se bo delovanje matičnega podjetja izboljšalo, zato pričakujejo višje donose. S tem se poveča pričakovanje in tudi vrednost delnice matičnega podjetja.

Kot naslednji razlog za odprodaje je odprodaja delov podjetja zaradi finančnih težav. Tega se podjetja poslužujejo, ko imajo težave s financiranjem osrednje dejavnosti in si z odprodajo najmanj dobičkonosnega dela zagotovijo sredstva za osrednjo dejavnost, kot tudi zmanjšajo diverzificiranost podjetja. Podjetja, ki so v finančnih težavah, se pogosto poslužujejo odprodaj, saj trg reagira z naznanitvijo odprodaje pozitivno za matično podjetje.

Kot alternativa odprodajam delov podjetij je odcepitev dela podjetja. Odcepitve so najbolj pogoste v dejavnostih, ki zahtevajo dodatne velike investicije, kot je tehnološko podjetje, matične družbe niso pripravljene investirati v nove dejavnosti. Tako z odcepitvijo take dejavnosti matično podjetje ne podlega nevarnostim, ki jih take drage investicije vsebujejo in tako ne škodujejo svojim osrednjim dejavnostim. Tako je najbolje za matično podjetje, da odcepi to dejavnost in jo ponudi javnosti z IPO.² S tem podjetje pridobi dodatna sredstva, ki so potrebna za drage in zahtevne investicije, ki jih ta dejavnost zahteva. Matično podjetje ima še eno možnost, preden se odloči za IPO. Ta možnost je, da se namesto prodaje deleža v novem podjetju odloči za navadno odcepitev. To pomeni, da so lastniki odcepljenega podjetja enaki kot lastniki matičnega podjetja. Sčasoma začne z IPO. Tako počasi odprodaja svoj delež v tem novem podjetju, s čimer financira osrednjo dejavnost v matičnem podjetju (Tezel, Schnusenberg, 2000, str. 3).

3.5 Izbira med odprodajo in oddelitvijo z razvojem ideje

Chatterjee in Rossi - Hansberg (2007, str. 2) menita, da zaradi asimetrije informacij pride do manipuliranja s strani lastnika informacije. V primeru, da je lastnik ideje delavec in pričakuje z implementacijo ideje v delovanju podjetja visoke donose, se bo odločil za ustanovitev novega podjetja. V primeru, ko ima lastnik ideje dodatne informacije o tem, da ideja ni najbolj donosna, se bo odločil za odprodajo že obstoječim podjetjem.

V primeru vključitve ideje, tako v novem oddeljenem podjetju kot v že obstoječem podjetju, zahteva celotno enoto delavcev. To zato, ker mora biti ideja testirana, podjetja pričakuje vsaj grobi donos, ki ga pričakuje tudi izumitelj ideje. V primeru slabih donosov se delovanje te nove enote ukine in za podjetje ni več pomembna, v nasprotnem primeru zagotavlja podjetjem dolgoročne donose in podjetje se ideje obdrži.

Chatterjee in Rossi - Hansberg (2007, str. 3) menita, da bodo boljše ideje rezultirale v ustanovitev novega oddeljenega podjetja, ne preveč dobre ideje bodo odprodane že obstoječim podjetjem. Avtorja menita, da je zaradi tega dobičkonosnost prvega proizvoda v

² IPO pomeni Initial Public Offering in je v slovenščino prevedena kot prva javna ponudba.

podjetju višja kot dobičkonosnost naslednjih proizvodov. V povprečju je ugotovljeno, da je prvi proizvod do dvakrat uspešnejši kot proizvodi, ki temu prvemu proizvodu v tem podjetju sledijo. Tako sta tudi ugotovila, da oddeljena podjetja bolj podrobno proučujejo, kaj proizvesti in kam investirati kot matična podjetja.

4 Raziskave s področja finančnega prestrukturiranja

Pri preučevanju delitev podjetij se srečujemo z zapletenim področjem, najbolj zaradi pomanjkanja enotne teorije. V nadaljevanju bom pokazal, da je vpliv delitve podjetja na vrednost premoženja lastnikov večinoma pozitiven. V preteklosti so se raziskovalci osredotočali na dokumentiranje pozitivnih učinkov delitev na premoženje lastnikov. V zadnjem času se vedno bolj usmerjajo na iskanje vzrokov za tak učinek.

V nadaljevanju bom podajal ugotovitve raziskovalcev, vendar se bom osredotočil na novejšo ugotovitve. Tako bom povzel delo raziskovalcev, ki so se s tem ukvarjali v zadnjih nekaj letih.

4.1 Pozitivne in negativne posledice delitev podjetij

Pri delitvi podjetij se vrednost lastnikov poveča, saj se z delitvijo najdejo dvoje vrst investitorjev. Tako za vsako diverzificirano področje najdemo investitorje. Kljub temu zaradi nepopolnosti trga mnogi investitorji niso zainteresirani v obe podjetji, ki nastaneta po delitvi, matično in hčerinsko. Tako se po delitvi matično in novonastalo podjetje različno odzivata na trg in dosežeta različne vrednosti.

Podjetje, ki se odloči za prestrukturiranje z delitvijo podjetja, se mora vprašati, kaj bo s tem pridobilo. Jasno je, da s tem postopkom izgubi del sredstev, prav tako se viri do teh sredstev zmanjšajo, kar povzroči knjigovodsko pomanjšanje podjetja. Vendar z delitvijo se lahko osredotoči na svojo osrednjo dejavnost, ali na kakšno dejavnost, ki je prej ni bilo zmožno razviti zaradi različnih vzrokov. Z delitvijo podjetja se tudi management lažje ubada z ovirami in težavami, ki jim pridejo naproti, saj se to podjetje bolj specializira.

Ravno zaradi te specializacije je to podjetje tudi bolj izpostavljeno nevarnostim. Ker je specializirano, si ne sme dopustiti spodrseljajev, saj jo bo to na koncu najbolj prizadelo. Zaradi pomanjšanja sredstev je to podjetje tudi bolj izpostavljeno odvisnosti na eno dejavnost. Zaradi nerazpršenosti ima več možnosti, da preide v stečaj. Ena napačna poteza v tej dejavnosti jo lahko stane celega podjetja.

4.2 Ustvarjanje vrednosti z oddelitvijo

Kot sem že navedel v diplomskem delu, poznamo več vrst finančnega prestrukturiranja, prav tako poznamo več vrst delitev podjetij. Uporaba oddelitve kot delitve podjetja, od države do države ni enaka. Najbolj verjeten razlog temu je različna zakonodaja pri poteku oddelitev in regulative v različnih državah kot tudi različne fiskalne politike. Poleg tega Veld in Veld - Merkoulouva (2008, str. 8) navajata, da v ZDA ni davčnih posledic, ko pride do oddelitve, drugje je do nedavnega bilo obdavčeno, kot ostale transakcije. Vendar je po letu 1998 postalo

tudi v Nizozemski oddeljevanje podjetij neobdavčeno. Temu je sledila ena največjih oddelitev v Evropi, ko je nizozemsko telekomunikacijsko podjetje KPN oddelilo svoj poštni oddelek TNT Post Groep.³ Drugod po Evropi je bilo zelo malo oddelitev podjetij, najbolj verjetno zato, ker so take vrste delitev še vedno neprijazno obdavčene.

Veld in Veld - Merkoulova (2008, str. 4) navajata še, da večje kot je oddeljevanje, večja je donosnost. Ugotavljata tudi, da pri obdavčenih oddelitvah pride do nižjih donosov. To je za pričakovati, saj tudi lastniki podjetja, ki se oddeljuje, pričakujejo, da bo država vzela nekaj od te oddelitve, tako da niso najbolj veseli tega. Poleg tega pri oddeljevanju dela podjetja, ki nima neposredne povezanosti z osnovno dejavnostjo matičnega podjetja, prihaja tudi do nadpovprečnih pričakovanih donosnosti, saj z oddeljevanjem te neposredne dejavnosti matično podjetje ne izgublja nikakršne prednosti, ki bi jo imelo, če bi se šlo na primer za ekonomije obsega v primeru posredne povezanosti.

4.3 Ustanovitev oddeljenega podjetja in povezanost z matičnim podjetjem

Pri ustanavljanju novega podjetja z oddelitvijo se srečamo z različnimi razlogi za oddelitev. Na eni strani imamo oddeljevanje dela podjetja, da ustvarimo prostor za nove dejavnosti v podjetju. Torej se znebimo starih, neprofitnih dejavnosti. Po drugi strani imamo podjetja, ki oddeljujejo svoje najbolj tehnološko razvite dejavnosti, ki ne spadajo k že ustanovljenim dejavnostim, s katerimi se podjetje ukvarja (Takahashi, 1995). Tako z oddelitvijo razvitega dela ne zavira razvoja tega dela podjetja s starimi idejami in standardi.

Najpogosteje oddeljevanje podjetij ne moremo opredeliti po tem šolskem primeru, tako da se pri oddeljevanju podjetja poslužujejo malo od obeh najpogostejših razlogov. Tako sta ugotovila Parhankangas in Arenius (2003, str. 17), ki sta naredila študijo, temelječo na finskih oddelitvah.

Že prej sem navedel, da je med matičnim in hčerinskim podjetjem pomembna poveza, če gre za podobno dejavnost. Ta povezava matičnega podjetja z novonastalim oddeljenim podjetjem je torej dobrodošla do neke meje, saj prevelika odvisnost povzroči zaostalost. Nepovezanost sploh tudi ni najbolj dobrodošla, saj se mora tako oddeljeno podjetje ukvarjati z urejanjem osnovnih dejavnosti, kot so ubadanje z novimi kadri, novo organizacijsko strukturo itd. Torej povezava med oddeljenim podjetjem in matičnim podjetjem mora biti nekakšna smiselna sredina obeh omenjenih načinov, da bi bilo optimalno za oddeljeno podjetje, posledično tudi za lastnike podjetij, saj je njihov cilj maksimiranje vrednosti delnice, tako matičnega podjetja kot tudi oddeljenega podjetja.

4.4 Oddelitve z vidika investitorjev

Pod investitorje spadajo banke, zavarovalnice, investicijski svetovalci in pokojninske zavarovalnice. To je pomembno, saj so banke in pokojninske zavarovalnice bolj kontrolirane

³ Tržna vrednost KPN je po oddelitvi znašala \$17.9 milijard ameriških dolarjev, tržna vrednost TNT Post Groep pa \$11.6 milijard ameriških dolarjev, s čimer je bila to ena največjih oddelitev v Evropi.

in investirajo v netvegane investicije. Medtem ko investicijski svetovalci in zavarovalnice so bolj usmerjeni v višje donose, kar pomeni bolj tvegane investicije. Zato za oddeljevanje podjetij ni priporočljivo, da so preveč tvegana, saj si s tem otežijo pridobivanje kapitala, ki je potreben za delovanje.

4.5 Struktura kapitala pri oddelitvah podjetja

Preden se hčerinsko podjetje odдели od matičnega podjetja, ne more izdajati delnic in je popolnoma odvisna od matičnega podjetja pri kapitalskih investicijah. S tem ima hčerinsko podjetje malo ali sploh nič dolga in ne more uravnati svoje kapitalske strukture. Po oddelitvi se matično podjetje odloči za kapitalsko strukturo hčerinskega podjetja. Tako lahko od oddelitve naprej hčerinsko podjetja samo odloča o kapitalski strukturi in o tem, kako se bo financiralo z izdajanjem delnic ali z zadolževanjem v bankah.

Ditmar (2002, str. 4) pravi, da je kazalnik dolg/vrednost podjetja v povprečju manjši v hčerinskem podjetju kot v matičnem podjetju, tako pred oddelitvijo kot po oddelitvi. Ugotavlja tudi, da se hčerinska podjetja odločajo za nižji kazalnik zadolženosti kot matično podjetje. Tako pri novem podjetju matično podjetje določi sredstva in izbere strukturo kapitala za novoustanovljeno samostojno podjetje. Pred oddelitvijo to hčerinsko podjetje obstaja, vendar nima svoje kapitalske strukture.

Zaradi odvisnosti od matičnega podjetja je za hčerinsko podjetje izredno pomembna značilnost in težnje matičnega podjetja pri izbiranju ciljne zadolženosti, kar je odločilno za hčerinsko podjetje. Podjetje lahko ciljno zadolženost zgrešijo zaradi različnih faktorjev. Možno je, da so napačno predvideli rast podjetja, dobičkonosnost podjetja itd.

4.6 Pridobitve pri oddelitvah podjetij

Cusatis, Miles in Woolridge (1993) so ugotovili, da pri naznanitvah oddelitev matična podjetja dosegajo visoke donose. Prav tako so ugotovili, da po oddelitvi matično in hčerinsko oddeljeno podjetje dosega pozitivne donose do treh let od naznanitve oddelitve.

Z oddeljevanjem dela podjetja je možno, da novo podjetje začne voditi novi management, ki gleda tudi za svoje koristi. Management matične družbe ima možnost sam voditi obe podjetji, vendar to ni optimalno, ne za lastnike kot tudi za management. S tem, ko management matične družbe prepusti vodenje hčerinskega podjetja novemu managementu, izgubijo nadzor nad delovanjem tega novega podjetja, čeprav novi management tudi lahko ustvarja dobičke za lastnike.

Chemmanur in Yan (2002, str. 39) sta ugotovila, da se z oddeljevanjem povečajo možnosti za izgubo nadzora proti konkurenci na dva načina. Prvi način je to, da se z zmanjšanjem podjetja po oddelitvi zmanjšajo možnosti matičnega podjetja, da uporabi velikost podjetja kot prednost. Sedaj je zaradi manjših sredstev konkurenčno podjetje zmožno investirati v dejavnost, ki je bila prej šibkejša, in se s tem okrepiti in postati boljše kot podjetje, ki se je oddelilo. Kot drugi razlog avtorja navajata to, da bi se pasivni investitorji, sedaj po oddelitvi, lažje odločili za konkurenčno podjetje. Gre za to, da se v večjem podjetju dejavnosti med

seboj uravnavajo v smislu dobičkov in izgub. Po oddelitvi podjetje izgubi to prednost, saj se del podjetja oddeli in investitorji vidijo rezultate samo ene dejavnosti. Vsak investitor razmišlja o čim večji razpršenosti, saj si s tem zagotovi donos, čeprav ni tako velik. Zaradi teh razlogov se matično podjetje bolj potrudi pri vodenju podjetja, s čimer minimizira možnost izgube nadzora nad dejavnostjo, s katero se ukvarja.

Pri odločitvi managementa o samostojnem vodenju tako matičnega kot novonastalega oddeljenega podjetja pride do prevelike raztegnjenosti tega managementa. Tako se izgubi optimalno vodenje, zato se največkrat odločijo za vodenje samo matične družbe. Tako vseeno poskrbijo za lastnike matične družbe. Management se trudi z ohranitvijo vodilnega položaja matičnega podjetja nasproti konkurenci na svoji osrednji dejavnosti. Tako si zagotovi dolgoročno delovanje in tudi boljše vrednotenje podjetja.

4.7 Vpliv informacijske asimetrije pri oddelitvah podjetij

Z oddelitvijo se eno podjetje razdeli na več podjetij. S tem, ko se podjetje oddeli, ima lahko management od tega kakšno ugodnost, saj se njihovo delovanje ocenjuje glede na vrednosti delnice. V nasprotnem primeru bi se delovanje managementa ocenjevalo z doseganjem vrednosti celotnega podjetja ali knjigovodske vrednosti še ne oddeljenega dela podjetja. Z oddelitvami investitorji dobijo več informacij za vrednotenje podjetja, tako matičnega kot tudi hčerinskega. Oddelitve podjetij so ponavadi smiselne tudi, ko imamo nek konglomerat, ki ne deluje optimalno zaradi svoje velikosti, tako da se z oddelitvijo osredotoči vsak del na svoje področje.

Informacijske težave se zmanjšajo z oddelitvami, saj mora novonastalo podjetje pripravljati svoje celotne finančne rezultate, tako kot vsako podjetje. Vendar to ne sme biti edini razlog za oddelitev, saj za take rezultate se lahko management potrudi, še preden se oddeli katerikoli del podjetja. Pripravljati bi morali začeti bolj podrobne medorganizacijske rezultate in poročila.

Po oddelitvi so oddeljena novonastala podjetja primorana k objavljanju popolnega finančnega poročila, pred oddelitvijo so objavljali samo segmentirane podatke. Zaradi možnega problema informacijske asimetrije so oddelitve dobrodošle, saj se s tem ta asimetrija zmanjša, kar vpliva na povečano likvidnost delnic in pomanjšanje stroškov kapitala. Vendar se delovanje podjetja in zmanjšanje informacijske asimetrije izboljša, še preden se podjetje oddeli. To bi lahko dosegli z izboljšanim sistemom medsegmentnega poročanja.

Z oddelitvijo podjetja se objavijo nove informacije glede oddeljenega dela, ki jih sicer ne bi mogli objaviti. Med te informacije po Gilsonu in sodelavcih (1998, str. 7) spadajo: investitorji dobijo informacijo o dividendni politiki in o strukturi kapitala, oddelitve podajo investitorjem vrednost delnice za oddeljeni del, s čimer pomagajo manj informiranim investitorjem seznaniti se s položajem oddeljenega podjetja.

Oddelitve prav tako povečajo kredibilnost finančnih informacij, ki jih sicer podjetja objavljajo. Pred oddelitvijo podjetja objavljajo za vsak oddelek v podjetju informacije, ki so

lahko prirejene za javnost. Po oddelitvi se vsako novonastalo podjetje trudi za čim boljše rezultate. Tako omogočajo investitorjem, da za vsak novonastali del izvedo kredibilne rezultate in vrednost njihovih delnic.

Podjetja so bolj sposobna uporabljati informacije in jih tudi objavljati, če niso prevelika. Tako je bolje za neko veliko podjetje, da izvede oddelitev in s tem ustvari dodatno novo podjetje. Zaradi večje specializiranosti so podjetja sposobnejša uporabljati informacije, kot sta dobičkonosnost in operativna učinkovitost. Podjetja, ki bodo oddeljena, imajo večjo stopnjo informacijske asimetrije, kot njihovi enako veliki in v isti industriji delujoči oddelki. Vendar po končani oddelitvi se te informacijske asimetrije zmanjšajo in s tem se problem informacijske asimetrije deloma reši.

Podjetja, ki se odločajo za oddelitev, morajo imeti večjo asimetrijo informacij glede njihove vrednosti podjetja v primerjavi z drugimi podjetji. Večina podjetij, ki se odločijo za oddelitev, so podcenjene, zato se pri napovedi oddelitve donosnosti delnic močno povečajo. Z izvedbo oddelitve so operativni stroški in učinkovitost razkriti trgu. Tako se v podjetjih, ki dokončno izvedejo oddelitev, močno zmanjša informacijska asimetrija.

4.8 Alokacija denarja pri odprodajah

Pri oddelitvi se management odloči za oddelitev dela podjetja ali segment podjetja v novoustanovljeno podjetje, s čimer tudi razporedi sredstva in vire do teh sredstev med pooddelitveni enoti. Pooddelitveni enoti sta matično podjetje in novonastalo oddeljeno podjetje. Tako je najprimernejši čas za osredotočanje na alokacijo denarja ravno oddelitveni čas.

Alociranje sredstev s strani managementa nima določenih razlogov. Ne moremo posploševati obnašanja managerjev, saj se vsak manager obnaša tako, da bo njemu najboljše ugaljalo. Tako se manager odloči za alociranje dodatnih rezervnih sredstev v tisto podjetje, kjer bo sam deloval, naj bo to matično podjetje ali novonastalo oddeljeno podjetje.

Managerji se potrudijo, da se jim godi najboljše. Zato pred oddelitvijo management alocira več denarja v del podjetja, ki ga bo po oddelitvi upravljal. Tako si zagotovijo lažje delovanje in s tem tudi zmanjšajo potrebe po dodatnem kapitalu.

4.9 Z novimi idejami do oddelitev podjetij

Strukture podjetja se oblikujejo z ustvarjanjem in vključevanjem idej v delovanje podjetja. Ideje se lahko ustvarijo na mnogo načinov, veliko pomembnih idej ustvarijo delavci v nekem podjetju. V nekaterih primerih delavci odprodajo svoje ideje svojim delodajalcem ali njihovim konkurentom, v drugih primerih se odločijo za ustanovitev oddeljenega podjetja. Vendar niso vse ideje vključene v delovanje nekega podjetja. To je zato, ker se ne ve, kdo je prvotni lastnik ideje in ali bo ta ideja prinesla donose z vključevanjem te ideje v poslovanje podjetja.

Inovator ideje ima informacijo o dobrem donosu ideje, vendar tega donosa ne more dokazati managementu v primeru, če se lastnik ideje odloči za odprodajo ideje podjetju. Podjetje je

zaradi te negotovosti pripravljeno plačati zmerno ceno, ki ne zajema teh pričakovanih donosov lastnika ideje. Tako ima lastnik dve možnosti: ustanovitev novega podjetja z novo idejo, ki jo ima, ali odprodaja te ideje na inovatorskem trgu. V primeru, če se odloči za odprodajo ideje, nima več česar izgubiti, lahko odkrije vse informacije, ki jih ima o projektu (ideji). Nato se podjetje, ki odkupi idejo, odloči za vključitev te ideje v poslovanje ali ne.

Po drugi strani pa se lahko podjetje odloči, da oddeli idejo v novo hčerinsko podjetje. Z oddelitvijo ideje v novo podjetje se od te ideje zahteva pokrijte stroškov, ki jih ta nova enota ustvarja s svojim delovanjem. V nasprotnem primeru se delavec odloči za vrnitev v matično podjetje z zaključenim delovanjem novega podjetja. V primeru, da se delavec predolgo trudi z ne preveč dobro idejo v oddeljenem podjetju, izgubi možnost oddelitve še boljše ideje v prihodnosti. Zaradi oddelitve in zahtevnosti tega postopka se delavci težje odločijo za opustitev ideje kot podjetje, če bi kupilo to isto idejo. Ravno zaradi težavnosti z oddeljevanjem so delavci bolj pikolovski glede testiranja idej, ki jih imajo. Cilj delavcev, ki hočejo ustanoviti oddeljeno podjetje z novo idejo, je, da presežejo svojo trenutno plačo in ponujeno vrednost v primeru odprodaje ideje.

Za oddelitev ideje v novo podjetje namesto odprodaje ideje na inovatorskem trgu se odločajo večja podjetja. Do oddelitev vodijo le najboljše ideje. V primeru, da ideja ni prinašala zadostnih donosov, se poslovanje novega podjetja ukine. Tudi velika podjetja imajo lahko neuspešne projekte, v tem primeru samo zaključijo z izvajanjem tega projekta, delovanje ostalih oddelkov poteka brez prekinitev.

4.10 Razlogi, zakaj pride do odprodaj delov podjetja

Do odprodaj delov podjetja pride zaradi različnih razlogov. Najpogostejši razlog za odprodaje so slabi rezultati določene dejavnosti v podjetju. Slabe rezultate najpogosteje merijo z dobičkonosnostjo. Zaradi slabega kazalnika dobičkonosnosti podjetjem grozi stečaj. Da se mu izognejo, odprodajo najslabšo delujočo dejavnost (Lovejoy, 1971). Predhodne raziskave so ugotovile, da podjetja, ki poslujejo s slabimi rezultati, ki so pod povprečjem, se bolj nagibajo k odprodajam delov podjetja.

Ugotovljeno je, da se podjetja držijo slabo delujočih delov podjetja, dokler to slabo delovanje ne ustvari negativnih rezultatov za celotno podjetje. Eden izmed razlogov, zakaj se slabi deli ne odprodajo kmalu po slabih rezultatih, je to, da se management drži slabo delujočih delov, saj bi z odprodajo škodili svojemu slovesu, saj bi z odprodajo priznali, da so naredili napačno investicijo, ali niso bili sposobni to investicijo pravilno upravljati. Ker obstaja asimetrija informacij, zunanji lastniki ne morejo vedeti, da se management drži teh slabih delov, ker niso osrednjega pomena za podjetje.

Managerji se radi obdržijo teh slabih delov podjetja, vse dokler lahko to slabo delovanje prikrivajo z dobrim delovanjem drugih delov podjetja. Za to izvedbo mora biti delovanje drugih delov podjetja dobro, saj v nasprotnem primeru prikrivanje ni izvedljivo. Zato je za management pomembno, da se pravočasno odloči za odprodajo tega dela, saj je škoda za

ugled večja, če se predolgo obdrži slabo delujočega dela, kot če se odloči za odprodajo tega dela, dokler ni nastalo preveč škode za delovanje celotnega podjetja.

4.11 Reakcija trga na oznanitev odprodaj

Kot sem že omenil, do odprodaj pride zaradi upanja na boljše rezultate. Z odprodajo slabo delujočega podjetja matična podjetja poskušajo povečati svojo vrednost, saj z odprodajo slabo delujoči del podjetja ne more več črpati sredstev iz ostalih boljše delujočih delov matičnega podjetja. Da se podjetje pravočasno odloči za odprodajo, mora imeti potrebne informacije. S tem si zagotovi dober donos z odprodajo dela podjetja.

Bolj kot je poslovanje podjetja razgledno in več informacij imajo investitorji, večje so možnosti za visoke donose matičnega podjetja pred odprodajo dela podjetja. Deli podjetij se največkrat odprodajajo zaradi slabih rezultatov. Da se ti slabi rezultati ne prenesejo na celotno podjetje, matično podjetje odproda ta del. Ker se pred odprodajo pričakuje od matičnega podjetja, da bo začelo delovati boljše, saj se bo zne bilo slabo delujočega dela, se prav tako pričakujejo visoki donosi na delnice matičnega podjetja.

4.12 Dobičkonosnost in uspešnost odcepitev

Kot pravita Tezel in Schusenberg (2000, str. 5), je za podjetja, ki želijo odcepiti dejavnost, ki zahteva velike investicije, najboljše, če se odločijo za odcepitev z IPO. Tako pridobijo dodatna sredstva, ki pomagajo odcepljeni družbi pri novih investicijah. V nasprotnem primeru, ko bi se odločili za navadno odcepitev, ne bi prišlo do novih sredstev za investiranje, tako da se na koncu vseeno podjetja odločijo za to, da gredo na javno prodajo delnic. Za to, da gre podjetje na javno prodajo, sta pomembna še dva dodatna razloga, ki jih navajata Tezel in Schusenberg (2000, str. 5). Prvi dodatni razlog bi lahko bil, da se matično podjetje nekako ustanovi in ugotovi tržno vrednost delnice tega novoustanovljenega podjetja, drugi razlog je to, da se matično podjetje zavaruje pred preveliko povezanostjo s tem novim podjetjem, ki lahko v nekaterih primerih tudi škodi.

Pri odločitvi za odcepitev z IPO se podjetja tudi zelo ozirajo na trgovanje z njenimi delnicami, kot tudi pričakovanji trga glede teh odcepljenih hčerinskih podjetij. Tako je velika verjetnost, da se bo management odločil za IPO, ko bodo zunanji investitorji prevrednotili, bodo zunanji investitorji prevrednotili insko podjetje, ki bo šlo na IPO. Po prvi javni objavi delnic se management potem največkrat odloči za prodajo delnic hčerinskega podjetja, ko bo vrednost delnice matičnega podjetja nižja. Za to odločitev se odločajo, ko vidijo, da je potreben nov kapital in ni drugih možnosti kot prodaja lastnih delnic.

Sklep

V diplomskem delu sem preiskoval razloge za delitev podjetij. Namen tega dela je celovitejši pregled delitve podjetij. Manj pogoste različice delitev podjetij so odcepitve in razdružitve, bolj pogoste in bolj zastopane oddelitve in odprodaje delov podjetij. Odprodaje so najbolj pogoste v podjetjih, kjer podjetja izkoristijo asimetrije informacij in rabijo nov kapital. Podjetja odprodajo tudi svoje investicije, ko se želijo boljše osredotočiti na osrednjo dejavnost

v podjetju. Oddelitve in odcepitve se upravljajo takrat, ko je cilj podjetij med drugim osredotočenost dejavnosti, zmanjšanje stopnje informacijske asimetrije, uskladitev ciljev med managerji in lastniki podjetij ter izkoriščanje davčnih prednosti teh vrst delitev. Samo pri odprodajah gre za praktičen prenos denarja, v ostalih vrstah delitev gre samo za prestrukturiranje sredstev v nova podjetja, ne da bi prišlo do praktičnih denarnih transakcij.

Literatura nam ne omogoča celovitega pregleda področja delitev, saj raziskave in znanstvena dela se osredotočajo na posamezno vrsto delitev. Delitve podjetij so dokaj zahtevna tema za predelati, zato so v vsakem opravljenem specialističnem delu na koncu podane teme za dodatne razprave. Na primer, če asimetrije informacij pomagajo managementu do odločitev za njihovo dobro, na drugi strani povzročajo negativne učinke lastnikom.

V literaturi sem opazil, da je šlo pri raziskavah delitev podjetij za raziskave v dveh stopnjah. V prvi stopnji se je proučevalo vplive delitev na premoženje lastnikov podjetij, v drugi fazi se je iskalo dejavnike, ki povzročajo te vplive na premoženje lastnikov.

Najbolj pogoste vzroke za pozitivne učinke delitev podjetij so v literaturi navajali naslednje vzroke:

- s povečano stopnjo osredotočenosti je podjetje zmanjšalo negativne učinke med prej povezanimi deli podjetja;
- z odprodajo neprilegajočih se delov podjetij kupcem se je učinkovitost prodajalcev povečala;
- z delitvami podjetij nastajajo nova bolj osredotočena podjetja, ki jih je lažje ocenjevati in nadzirati, s čimer se je zmanjšala informacijska asimetrija med managerji in lastniki teh podjetij;
- nazadnje še boljše usklajevanje ciljev med managerji in lastniki, ki jo delitev omogoča, ko managerji postanejo bolj odgovorni za poslovanje podjetja, ko je to samostojno in neodvisno in je možno nagrajevanje managerjev neposredno vezati na tržne mere uspešnosti poslovanja.

V literaturi ni sistematiziranega načina prikazovanja delitev podjetij. Tako sem v diplomskem delu poskušal prikazati okvir možnih delitev, njihovih motivov in njihovih učinkov na delovanje podjetij. Moj prikaz nikakor ni popoln in je še mnogo različnih možnosti za nadaljnja teoretična in empirična proučevanja. V nadaljnjem proučevanju bi bilo dobro proučiti delitve podjetij v Evropi, saj takih raziskav ni veliko. Ravno tako bi bilo smiselno iskati podobnosti med že izvedenimi raziskavami in novimi raziskavami, ki bi primerjale učinke okolja na delitev podjetja, tradicionalnega poslovanja ter kako do nedavnega netržna gospodarstva vključujejo delitve podjetij v svoje gospodarske dejavnosti.

Literatura in viri

1. Abarbanell, J. S., Bushee, B. J. & Ready, J. S. (2001, julij). *Institutional Investor Preferences and Price Pressure: The Case of Corporate Spin-offs*. SSRN. Najdeno 24. julija 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=273194.
2. Barclay, M. & Smith, C. (1995). The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 50, 609–631.
3. Chatterjee, S. & Rossi - Hansberg E. (2007). Spin-offs and the Market for Ideas. *Working Paper No. 07-15*, Philadelphia: Research Department.
4. Chemmanur, T. & Nandy, D. (2006, december). *How do Spin-offs Increase Efficiency? A Look Inside the Black Box*. SSRN. Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=682505>.
5. Chemmanur, T. & Yan, A. (2002, januar). *Corporate Control Contests and the Disciplining Effect of Spin-offs: A Theory of Performance and Value Improvements in Spin-offs*. SSRN. Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=296984.
6. Cho, M. - H. & Cohen, M. A. (1997). The Economic Causes and Consequences of Corporate Divestiture. *Managerial and decision economics*, 18, 367–374.
7. Club, C. & Stouraitis, A. (2002). The significance of sell-off profitability in explaining the market reaction to divestiture announcements. *Journal of Banking & Finance*, (26), 671–688.
8. Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2001) *Valuation Measuring and managing the Value of Companies*. (3rd ed.) New York: John Wiley & Sons.
9. Cusatis, P. J., Miles, J. A. & Woolridge, R. J., (1993). Restructuring Through Spin-offs. *Journal of Financial Economics*, 33, 293–311.
10. Dittmar, A. (2002, januar) Capital Structure in Corporate Spin-offs. SSRN. Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=217429>.
11. D’Mello, R., Krishnaswami, S. & Larkin, P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Financ*, 32, 1209–1220.
12. Gaughan, P. A. (1999). *Mergers, Acquisitions and corporate restructuring*. (2nd ed.) New York: John Wiley & Sons.
13. Gilson, S. C., Healy, P. M., Noe, C. F. & Palepu, K. G. (1998, junij). *Information effects of spin-offs, equity carve outs, and targeted stock offerings*. Boston: Harvard University.
14. Krishnaswami, S. & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 53, 73–112.

15. Lončarski, I. (2002, marec). *Oddelitve, odcepitve, razdružitve in odprodaje delov podjetja*. [magistrsko delo]. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Lovejoy, F. (1997). *Divestment for Profit*. New York: Financial Executives Research Foundation.
17. Menon, A., Balachandran, B., Faff, R. & Love, R. (2004, junij). *Announcements of voluntary corporate selloffs: A comparative country analysis of their impact on shareholder wealth*. SSRN. Najdeno 21. julija 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=499463>.
18. Mramor, D. (1999). *Slovensko-angleški in angleško slovenski slovar poslovnofinančnih izrazov*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
19. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
20. Parhankangas, A. & Arenius, P. (2003). From a corporate venture to an independent company: a base for a taxonomy for corporate spin-off firms. *Research Policy*, 32, 463–481.
21. Slovin, M. B., Sushka, M. E. & Ferraro, S. R. (1995). A comparison of the information conveyed by equity carve-outs, spin-offs, and asset sell-offs. *Journal of Financial Economics*, 37, 89–104.
22. Takahashi, P. (1995). *Strategic spin-offs and organizational change in the Japanese electric and electronic equipment industry*. [doctoral dissertation]. Berkeley: University of California.
23. Tezel, A. & Schnusenberg, O. (2000). *Split-off IPOs: Market Returns and Efficiency*. SSRN. Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=241226.
24. Veld, C. & Veld-Merkoulova, Y. V. (2004). Do spin-offs really create value? The European case. *Journal of Banking & Finance*, 28, 1111–1135.
25. Veld, C. & Veld-Merkoulova, Y. V. (2008, marec). *Value creation through spin-offs: A review of the empirical evidence*. SSRN. Najdeno 22. julija 2008 na spletnem naslovu <http://ssrn.com/abstract=905137>.
26. Weston, J. F., Siu, J. A. & Johnson, B. A. (2001). *Takeovers, restructuring and corporate governance*. Upper Saddle River: Prentice Hall.

Priloga: Slovarček tujih izrazov

Tuji izraz	Slovenski izraz
IPO – initial public offering	Prva javna ponudba
NPV – net present value	Neto sedanja vrednost
Sell-off	Odprodaja
Shareholder value	Premoženje deležnika v podjetju
Spin-off	Oddelitev
Split-off	Odcepitev
Split-up	Razdružitev
Stakeholder	Interesna skupina