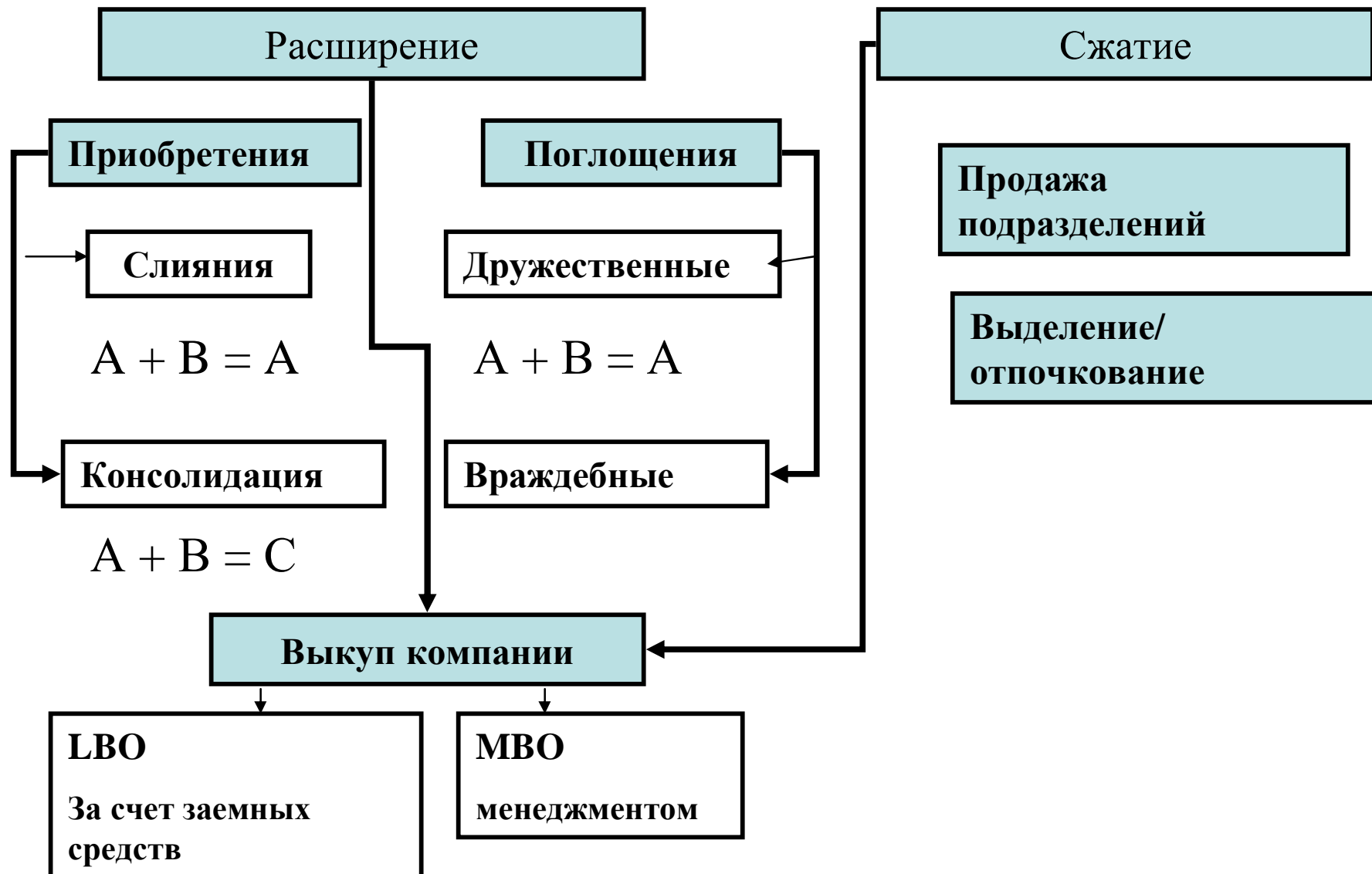


**Тема 11. Корпоративные стратегии
роста путем приобретения контроля
над фирмами: введение в анализ
эффективности**

1. Рынок корпоративного контроля



2. Сравнение слияний и поглощений

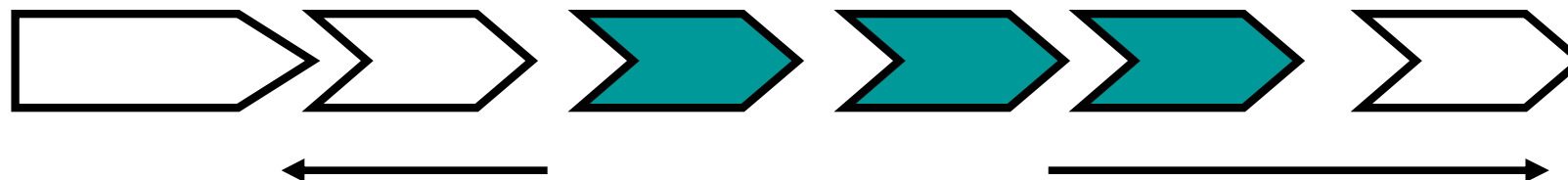
Слияния

Дружественные поглощения

Враждебные поглощения

1. Переговоры	+	Сопротивление
2. Способ оплаты – своп акций	своп плюс ДС	денежные средства
3. Единственный покупатель	+	Несколько
4. Объявление	+	Внезапное сообщение
5. Доля акций у менеджмента	выше	низкая доля
6. Команда менеджеров сохраняется	основная часть	увольнения
7. Персонал сохраняется	основная часть	значительные увольнения
<u>8. Мишени:</u>		
Часто «дойные коровы» и растущие	чаще растущие	чаще «коровы», с низким коэффициентом Q

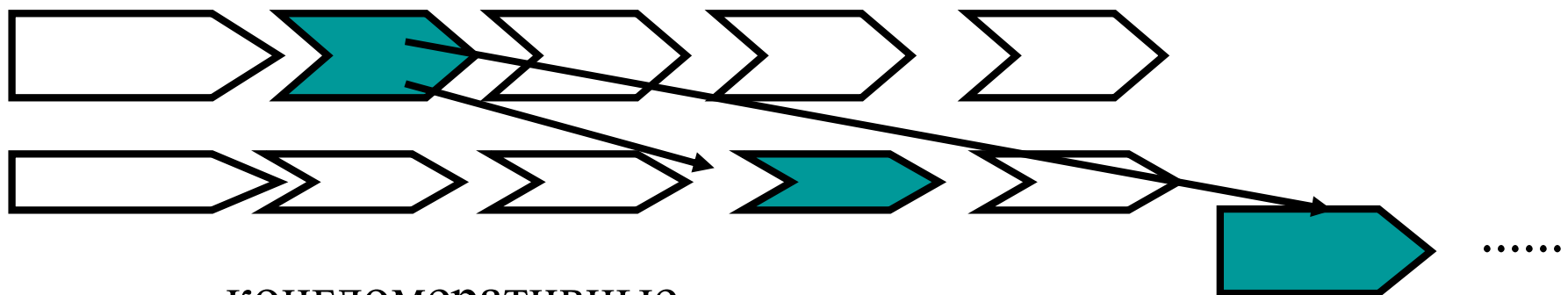
3. Типы приобретений и поглощений



вертикальные



горизонтальные



конгломеративные

4. Вертикальные объединения

Причины создания вертикальных структур

Высокий риск операций на данном рынке – «провалы рынка»:

- Малое число продавцов и покупателей
 - Высокая степень специфики активов
 - Высокая продолжительность делового цикла
 - Высокая частота сделок
-

Оборона против более значительной рыночной власти компаний на смежных стадиях технологического цикла

Создание рыночной власти:

- Строительство барьеров на вход в отрасль
 - Возможность маневрирования ценой (ценовая дискриминация в зависимости от эластичности по цене)
-

Создание рынка (для отраслей с ранними этапами цикла либо в последней фазе цикла)

5. Эмпирические исследования слияний и поглощений

Первый тип:

65 : 35

Отрицательные
результаты для
компании-инициатора

Положительные
результаты
Для компании инциатора

Краткосрочные результаты

Второй тип

Положительная корреляция между PV операционных результатов за 5 следующих лет и краткосрочным результатом

Измерены через FCF или EVA

6. Мотивы приобретений и поглощений компаний: эффективность

Повышение эффективности, основанное на неравенстве результативности управленческих команд участников сделки

**Мишень не
эффективна**

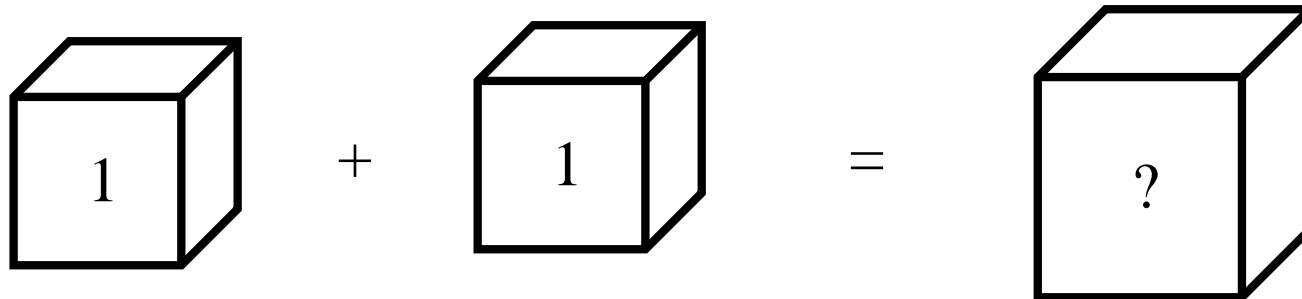
Покупка мишени с
неэффективным управлением
Возможность перенести
управленческий опыт компании-
инициатора

Мишень эффективна

Покупка, вызванная
необходимостью использования
управленческого опыта для
увеличения эффективности
компании-инициатора

7. Эффекты синергии как мотив создания объединений

Умноженный результат комбинации активов, операций, управленческих команд, финансовых структур объединившихся и/или реструктурированных компаний



Операционная:



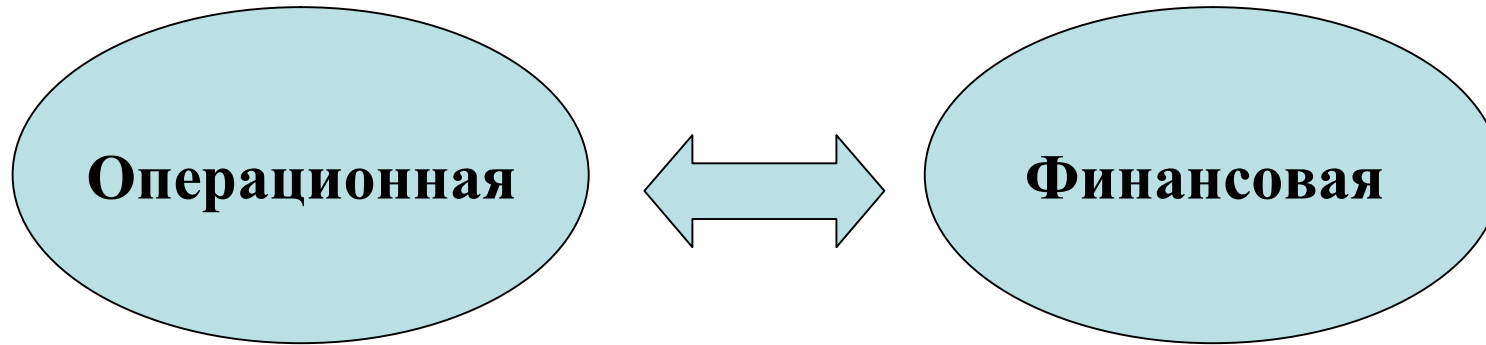
Непропорциональное улучшение различных функций бизнеса

Финансовая



Снижение риска реструктурированной компании

9. Различия типов синергий



Дополнения за счет управленческих функций и способностей:

- общего типа, связанных с осуществлением функций стратегического, оперативного планирования и контроля
- Специфического типа, связанных с реализацией отраслевых особенностей

Дополнения за счет комбинаций финансового капитала:

- капитал
- потоки денежных средств

10. Диверсификация как мотив объединения

+

- г Использование и сохранение организационного капитала
- г Сохранение репутации компании
- г Снижение премии за риск

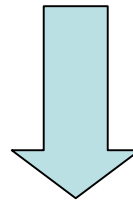
-

- г Неверные оценки, полученные из внутреннего рынка капитала
- г «Политические» решения в ущерб экономическим
- г Неправильная оценка результативности менеджмента отдельных подразделений (сегментов) и не верно действующие стимулы

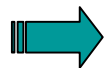
Конгломеративная скидка

11. Гордыня или вирус самомнения как мотив объединений

Чрезмерный оптимизм в оценке потенциала мишени
Стремление самоутвердиться
Чрезмерное самомнение: уверенность, что оценки не погрешимы



Экономические эффекты не являются единственными или вообще не относятся к приоритетным



Присутствует:

как в случае синергий, так и без них

Как в случае конкуренции за мишень, так и без нее

12. Теория гордыни



теория гордыни предложена Ричардом Роллом в 1986 году



решение о слиянии объясняется только иррациональным поведением менеджмента компании-покупателя и уверенностью в том, что только они способны выявить неочевидные для других возможности синергии слияния

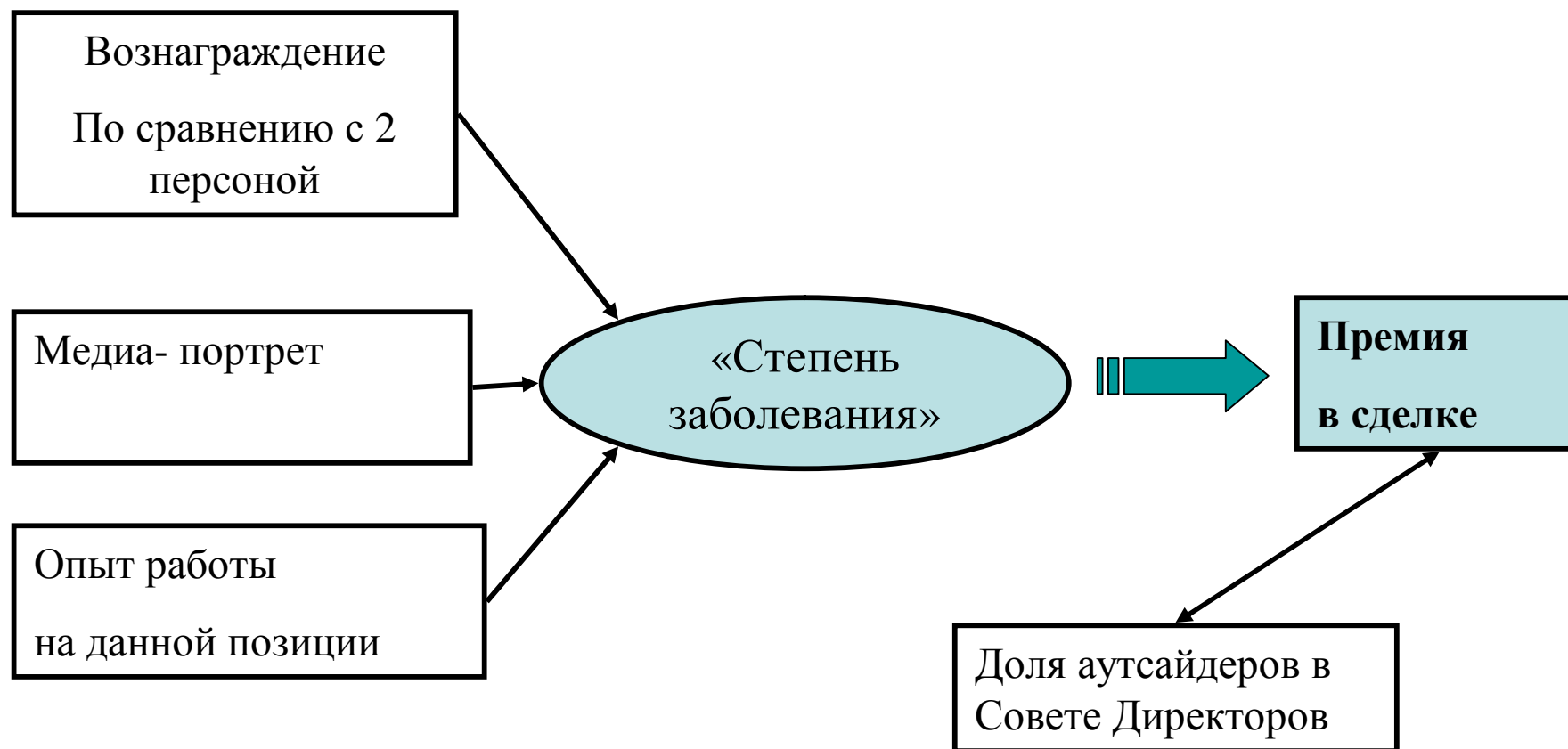


если слияние не сопровождается очевидным синергетическим эффектом, менеджмент компании-покупателя может принять решение о слиянии, полагая, что в отличие от него рынок не в состоянии адекватно оценить ее потенциал развития



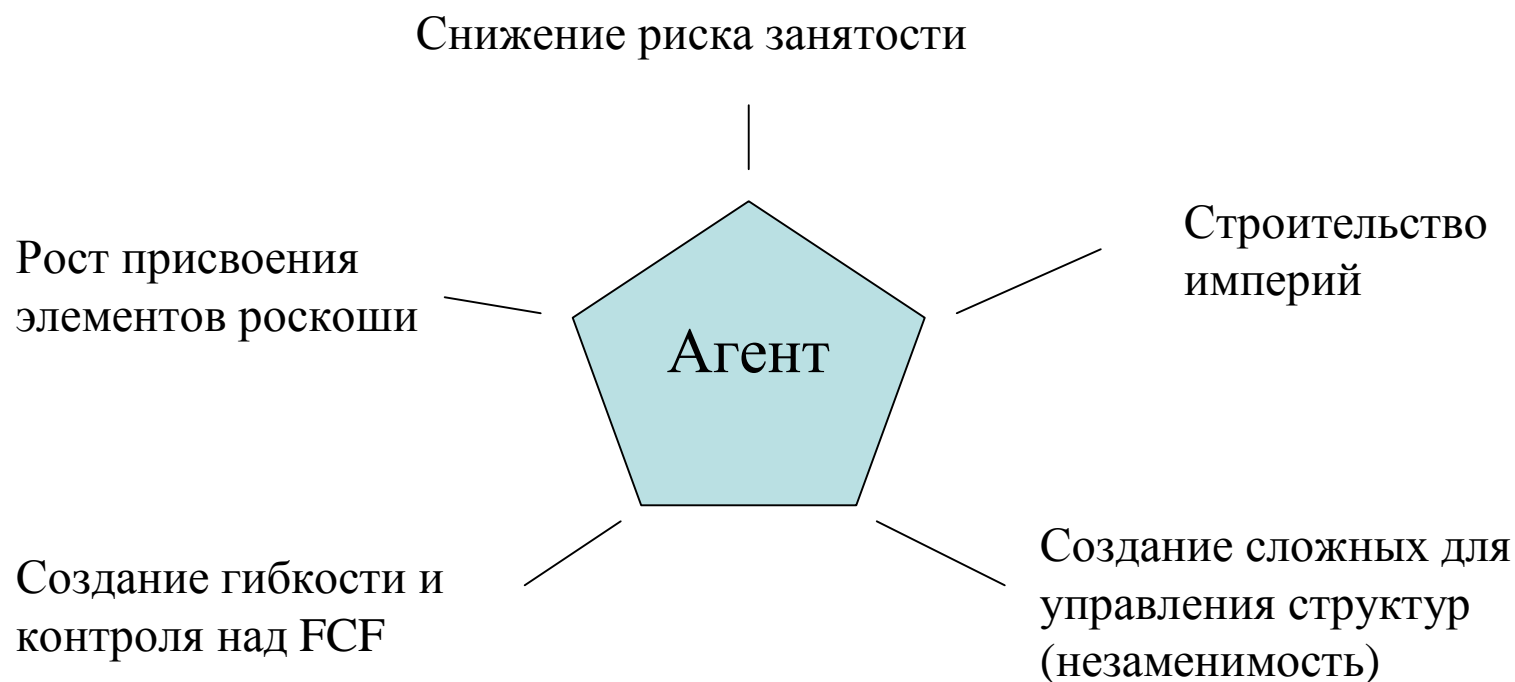
компания-покупатель склонна переплатить за компанию-мишень вследствие избыточного оптимизма по поводу оценки перспектив совместной деятельности

13. «Вирус гордыни» и премии



14. Агентская проблема и создание объединений

Осуществление специфических личных интересов высшего менеджмента



15. Характеристики компании- мишени и мотивы объединения

Если,

то мишень

Эффективность

Недооценена, курс ниже инвестиционной стоимости

Диверсификация

В отрасли, которая существенно отличается

Операционная синергия

Имеет потенциал снижения затрат, или свойства дополняемости, или существенные возможности создания новых продуктов, рынков

Финансовая синергия

«

Компания с возможностями роста либо из группы коров»; асинхронного цикла

Агентские

Компании- символы

16. Мотивы слияний и поглощений

Объективные мотивы

Синергия:

- Ø **Налоговые льготы**
- Ø **Экономия за счет масштабов деятельности**
- Ø **Экономия за счет вертикальной интеграции**
- Ø **Комбинирование взаимодополняющих ресурсов**

Устранение неэффективности

Сомнительные мотивы

- Ø **Диверсификация бизнеса компании**
- Ø **Личные мотивы управляющих**
- Ø **Снижение затрат на финансирование**
- Ø **Возможность использования избыточных ресурсов**

17. Типология мотивов приобретений и поглощений

Мотивы	Совокупный выигрыш	Выигрыш В	Выигрыш А
Эффективность, Синергии	+	+	+
Гордыня (вирус)	0	+	-
Агентская проблема	-	+	-

Рост размера компании



Рост стоимости компании

18. Понятие эффективности: три точки зрения



19. Концепция оценки эффективности

$$\Delta V = V_{AB} - V_A - V_B$$

V_{AB}

Стоимость объединенной компании

V_A

Стоимость компании-инициатора «как есть»

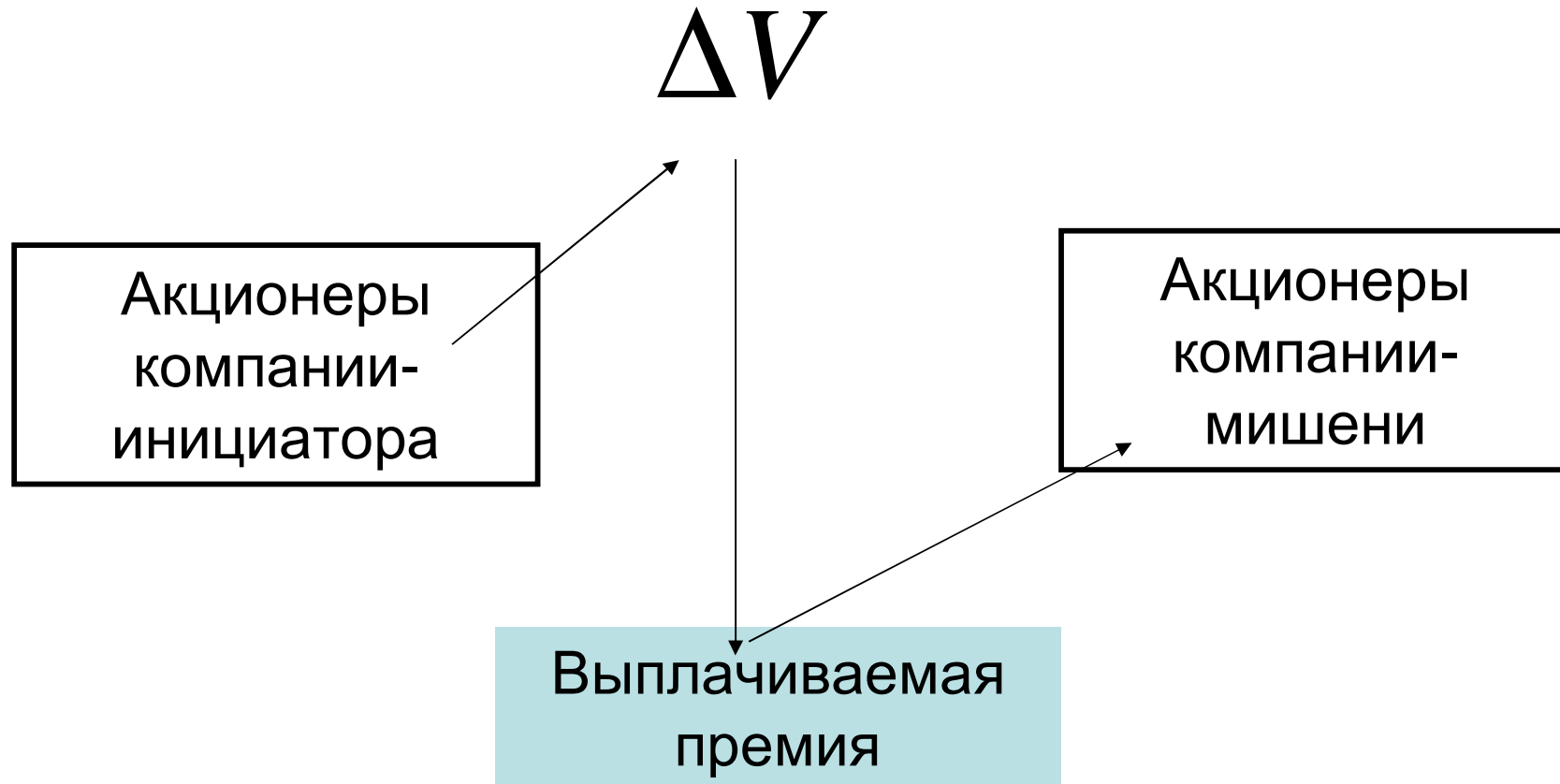
V_B

Стоимость компании-мишени «как есть»

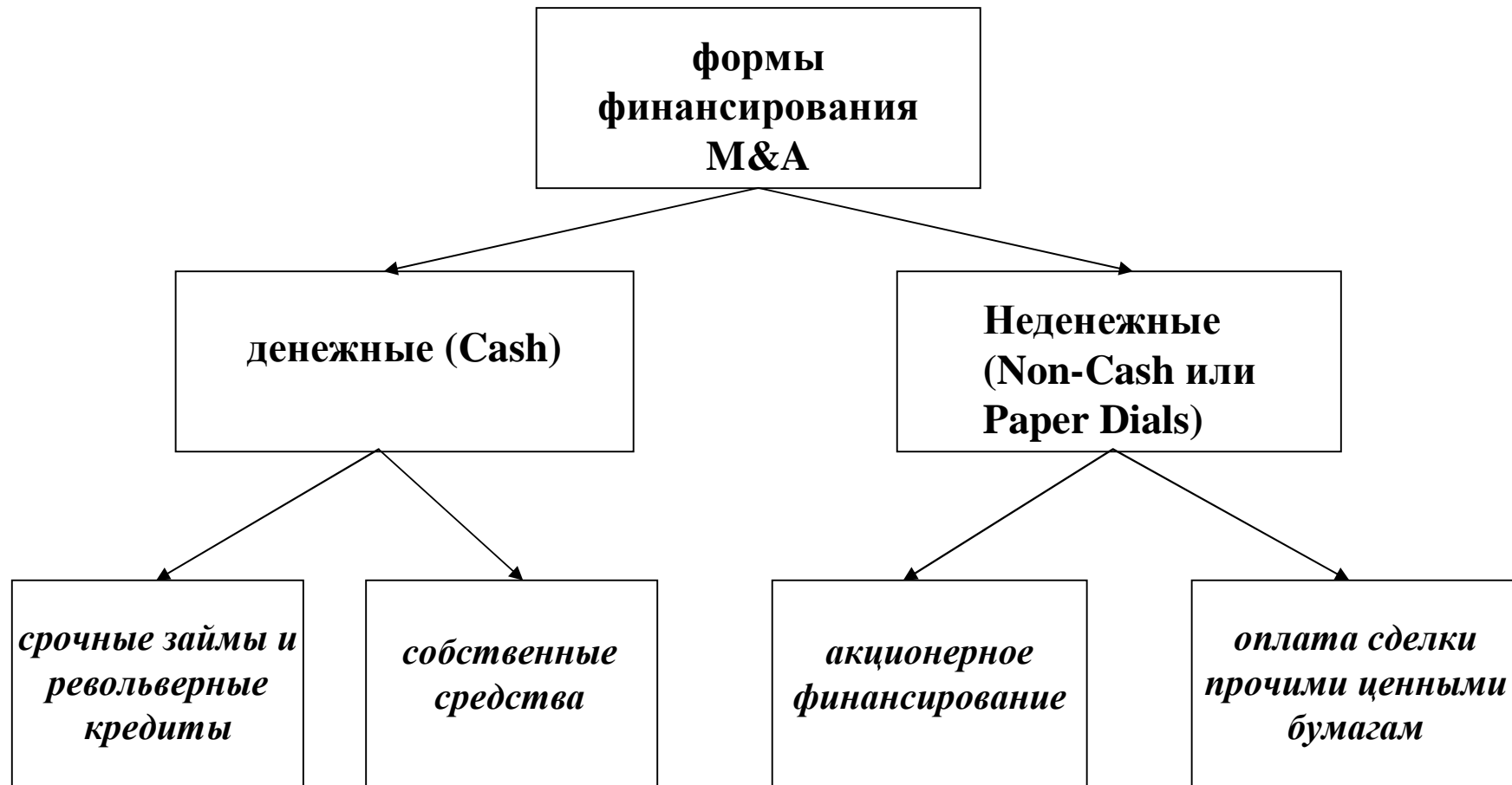
ΔV

Выигрыш с точки зрения стоимостного подхода

20. Концепция оценки эффективности: распределение выигрыша



21. Основные формы финансирования M&A



*На практике чаще всего встречается
комбинированное финансирование*

22. Оценка эффективности: пропорция обмена

$$V \text{ на долю (акцию)} = \frac{V \text{ инвестиционная}}{\text{Количество долей (акций)}}$$

$$\text{Коэффициент Обмена (m)} = \frac{V \text{ на долю (акцию) инициатора}}{V \text{ на долю (акцию) мишени}}$$

23. Эффективность в случае обмена акциями

$$X = \frac{\text{Дополнительные доли}}{\text{Существующие доли} + \text{Дополнительные доли}}$$

Выигрыш владельцев компании инициатора

$$= X * V_{AB} - V_B$$

24. Создают ли слияния и поглощения стоимость для акционеров?

Акционеры могут выиграть :

Q от непосредственного перераспределения стоимости

- Между акционерами разных компаний
- Между бывшими и будущими акционерами одной компании:
- Между акционерами и кредиторами (LBO)

Q от действительно созданной стоимости

- Экономия на масштабе
- Загрузка избыточных мощностей
- Снижение транзакционных издержек на привлечение капитала
- Распространение эффективного менеджмента на территорию неэффективного

25. Создание стоимости для акционеров поглощающей компании,

NPV
поглощения

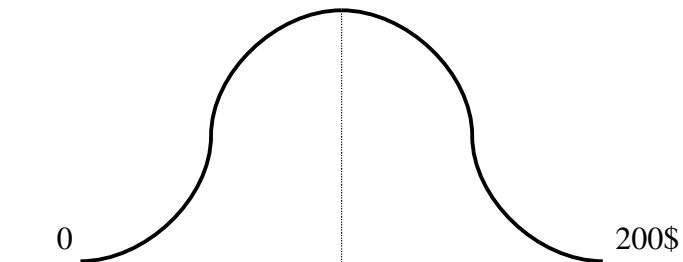
$$= \text{Синергия} - \text{Премия к рыночной цене поглощаемой компании} > 0$$

$$\text{Синергия} > \text{Премии к рыночной цене}$$

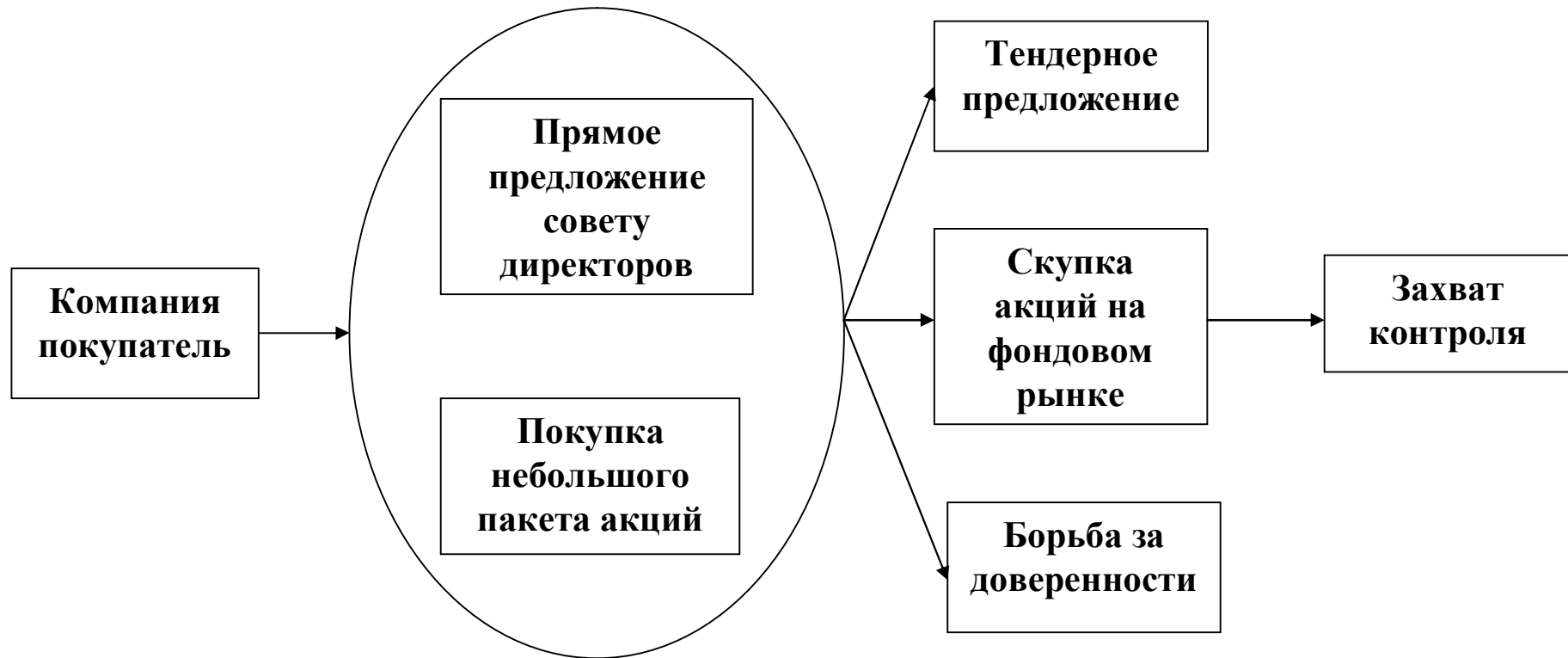
Ожидаемая величина

100\$

Фиксированная величина,
уплачиваемая сейчас



26. Механизм враждебного поглощения



27. Защитные меры

предварительная
защита

Ø «отравленные пилюли» (poisoned pills);
Ø изменение устава компании (corporate charter amendments);
Ø «компенсационные парашюты» (severance parachutes)

последующая
защита

Ø «гринмейл» (green mail) и «соглашение о бездействии» (standstill agreement);
Ø выкуп акций;
Ø рекапитализация (recapitalization);
Ø реструктуризация активов;
Ø приглашение «белого рыцаря» (white knight) или «белого сквайра» (white squire);
Ø судебная тяжба (litigation);
Ø «защита Пэк-Мена» (Pac-Man defense)