

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

قبضه‌ی مالکیت و تجدید ساختار

Take-over & Restructuring

حسین عبده تبریزی
میشم رادپور



این اسلاید نخستین بار در سال ۸۹ برای مدیران شرکت مهنا ارائه شد. ویراست جدید این متن در اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۵ برای ارائه در کلاس مباحث منتخب در مالی دانشگاه شریف تهیه شده است.

روش‌های مختلف رشد بنگاه

- رشد ارگانیک
- تحت لیسانس
- مشارکت عملی (joint venture)
- قبضه‌ی مالکیت
- ادغام

واژگان



تعاریف

قبضہ مالکیت

- خرید اجباری ہر شرکت توسط شرکت دیگر (غالباً شرکت بزرگ تر) کہ معمولاً بہ تشکیل ہلدینگ جدید می انجامد.

ادغام

- یکی شدن و یکپارچہ شدن دو شرکت بر اساس توافق داوطلبانہ.

انواع ادغام یا قبضہی مالکیت

افقی

عمودی

متنوع

شیوه‌های قبضه‌ی مالکیت



دوستانه



خصمانه



قبضه‌ی مالکیت توسط خودی‌ها

خرید شرکت‌ها
توسط مدیران

MBO

خرید شرکت‌ها
توسط کارکنان

EBO

خرید غالباً با اهرم صورت می‌گیرد. (LBO)

مهم‌ترین دلیل بنگاه برای ادغام و قبضه‌ی مالکیت



انواع هم‌افزایی

عملیاتی

مالی

مالیاتی

مسائل مرتبط با هم‌افزایی

- پیش‌بینی هم‌افزایی‌های احتمالی آتی
- بررسی نحوه‌ی حصول هم‌افزایی
- برآورد هزینه‌های حصول هم‌افزایی
- ارزیابی دوره‌ی تداوم هم‌افزایی

انگیزه‌های ادغام و قبضه‌ی مالکیت

افزایش قدرت بازار

کاهش دامنه‌ی ریسک

گریز از رقابت

سرعت دادن به بازار

استفاده از مزیت‌های بازده به مقیاس

انگیزه‌های ادغام و قبضه‌ی مالکیت

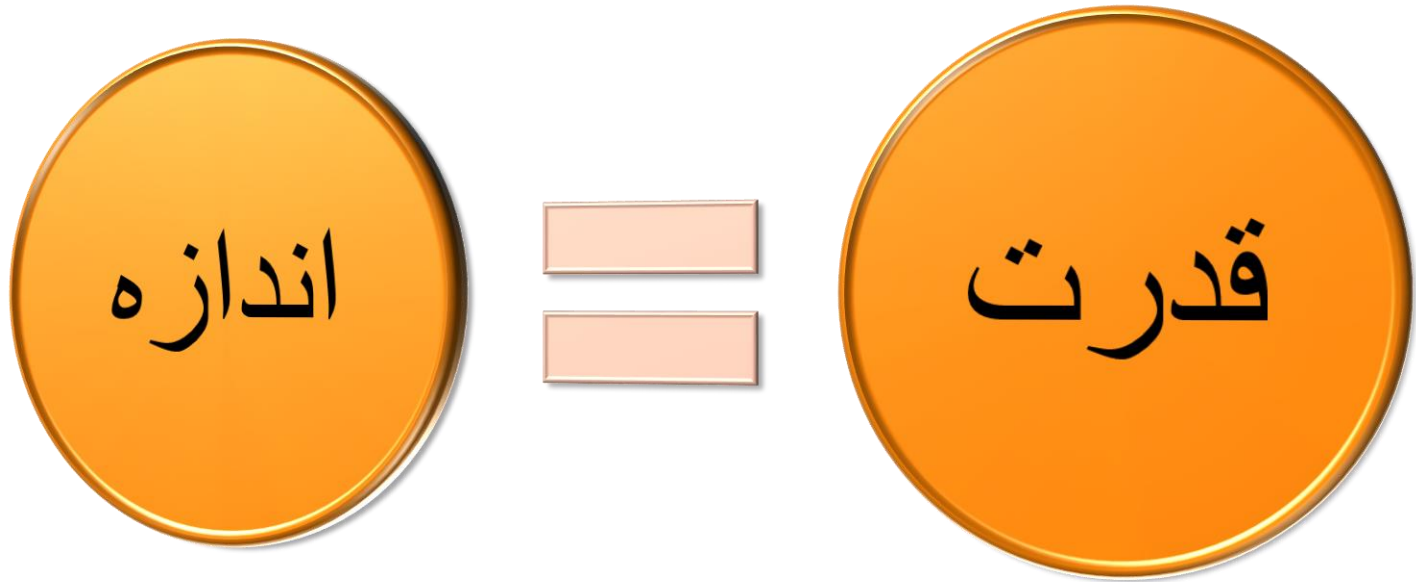
بهبود ساختار مالی شرکت

خرید زیر قیمت شرکت‌ها

فرار از مالیات

خلق غول‌ها و امپراتوری‌ها اقتصادی

افزایش قدرت بازار



کاهش دامنه‌ی ریسک

قبضه‌ی مالکیت شرکت‌های
تولیدکننده‌ی مواد اولیه

ریسک عدم تامین به موقع و
به قیمت مناسب مواد اولیه
شرکت کاهش می‌یابد.

قبضه‌ی مالکیت شرکت‌های
رقیب

ریسک ناشی از کاهش قیمت
محصول توسط شرکت‌های
رقیب کاهش می‌یابد.

ریسک ناشی از تغییر
تکنولوژی کاهش می‌یابد.

قبضه‌ی مالکیت شرکت‌هایی
که از محصولات شرکت
استفاده می‌کنند.

ریسک ناشی از عدم خرید
محصولات شرکت مهار
می‌شود.

افزایش سرعت بازار

موانع تولید محصول جدید

- بیشتر نوآوری‌ها ناموفق‌اند.
- هزینه‌ی فرصت تولید محصول جدید می‌تواند زیاد باشد.
- چرخه‌ی بازدهی سرمایه‌گذاری طولانی است.
- تولید محصول جدید پرهزینه است و وقت می‌برد.
- بیشتر صنایع درقبال تقلید قدرت دفاعی ندارد.

مزایای تولید محصول جدید از طریق شرکت قبضه‌شده

- قبضه‌ی مالکیت سریع‌تر از تولید محصول جدید است.
- قبضه‌ی مالکیت جایگزینی برای نوآوری است.
- تجربه‌ی بازار شرکت قبضه‌شده ریسک را کاهش می‌دهد.
- قبضه‌ی مالکیت، قبضه‌ی استعداد، دانش، و محصول جدید است.

مدل ارزشگذاری هم‌افزایی در تصاحب

ارزش (آنچه به دست
می‌آید)

ارزش ذاتی شرکت هدف

+

ارزش فعلی هم‌افزایی



قیمت (آنچه از دست
می‌رود)

قیمت بازار شرکت هدف

+

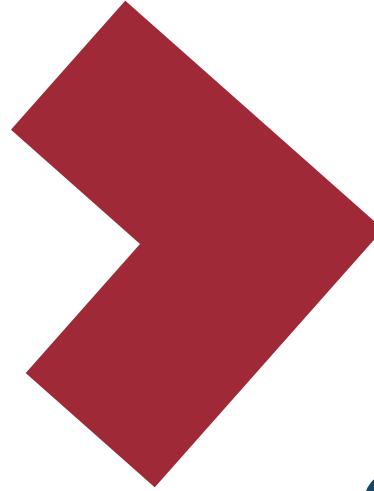
صرف معاملاتی عمده

مثال مدل ارزشگذاری هم‌افزایی

value		price	
intrinsic value of target	900	Market value of target	800
NPV of synergies	400	Premium paid	240
Gross value of acquired assets	1300	Total price paid	1040
value to shareholders of the acquirer : 260			
numbers in \$ million			

تصاحب چه زمانی توجیه دارد؟

ارزش حاصل
از هم افزایی‌ها



صرف
معامله‌ی عمده

استراتژی تصاحب در مقابل رشد ارگانیک



نحوہی خرید



پرداخت نقدی در مقابل معاوضه‌ی سهام

پرداخت نقدی

- شرکت خریدار کل ریسک حاصل از تملک را متحمل می‌شود.

معاوضه‌ی سهام

- شرکت خریدار و هدف در ریسک حاصل از تملک شریک می‌شوند.

مثال پرداخت نقدی در مقابل معاوضه‌ی سهام

		value to shareholders after a transaction, \$ million	
		Downside Scenario Synergies=100	Upside Scenario Synergies=200
		Fair market value before the deal	
		Acquirer: 1000	
		Target: 500	
		Price paid (30% premium): 650	
		Downside Scenario Synergies=100	
		Upside Scenario Synergies=200	
consideration in cash	Acquirer shareholders	950	1050
	Target shareholders	650	650
	Acquirer value creation (destruction)	-50	50
consideration in stock	Acquirer shareholders	970	1030
	Target shareholders	630	670
	Acquirer value creation (destruction)	-30	30

فرآیند ادغام و قبضه‌ی مالکیت



مذاکره

نکات مهم در مذاکره

- اتخاذ استراتژی مذاکره
- تصمیم‌گیری بر سر حداکثر قیمت و پایبندی به آن در مذاکرات
- شناخت پیش‌زمینه‌ها و مشوق‌های طرف دیگر مذاکره
- برآورد قیمتی که شرکت سوم ممکن است پرداخت کند

دفاع در برابر هجوم

مدیران در برابر هجوم دیگر شرکت‌ها:

- سهامداران را به حفظ سهام خود تشویق می‌کنند.
- سهام شرکت را به خریدار قابل اعتماد خود می‌فروشند.
- به شرکت ثالثی پناهنده می‌شوند با این امید که شاید مدیر باقی بمانند.

پیشنهاد مایکروسافت به یاهو

۱
فوری
۲۰۰۸

- مایکروسافت رسماً اعلام می کند که قصد دارد تمامی سهام یاهو را بخرد. در این تاریخ پیشنهاد خرید یاهو به ارزش هر سهم ۳۱ دلار و به ارزش کل ۴۴/۶ میلیارد دلار برای شرکت یاهو ارسال می شود. این طرح به سهامداران یاهو اختیار می دهد بین پرداخت نقدی و یا تعداد ثابتی از سهام مایکروسافت گزینه ای را انتخاب کنند. این پیشنهاد خرید نسبت به قیمت پایانی معاملات روز قبل سهام یاهو، با ۶۲ درصد صرف معامله ی عمده همراه شد.

پیشنهاد مایکروسافت به یاهو

۴ فوریه‌ی ۲۰۰۸

- مدیر عامل یاهو به سهامداران خود اعلام می‌کند که آن‌ها در فروش سهام خود به مایکروسافت مختارند.

۱۱ فوریه‌ی ۲۰۰۸

- هیأت مدیره‌ی یاهو رسماً پیشنهاد مایکروسافت را رد می‌کند.

۱۸ مارس ۲۰۰۸

- در رد پیشنهاد مایکروسافت، یاهو صورت سود و زیان خوشبینانه‌ای برای ۲ سال آینده پیش‌بینی می‌کند.

۵ آوریل ۲۰۰۸

- مدیرعامل مایکروسافت برای قبول پیشنهاد، ۳ هفته به یاهو مهلت می‌دهد. او تصریح می‌کند که در غیر این صورت تصاحب خصمانه خواهد بود.

پیشنهاد مایکروسافت به یاهو

۲۶ آوریل ۲۰۰۸

- مهلت یاهو به اتمام می‌رسد و هر دو شرکت ساکت می‌مانند.

۱ مه ۲۰۰۸

- مدیرعامل مایکروسافت اعلام می‌کند که حاضر نیست پیشیزی بالاتر برای سهام یاهو بپردازد.

۳ مه ۲۰۰۸

- مایکروسافت قیمت پیشنهادی خرید را تا ۳۳ دلار برای هر سهم بالا می‌برد، اما یاهو اعلام می‌کند هیأت مدیره به رقمی کمتر از ۳۷ دلار رضایت نمی‌دهد. مایکروسافت پیشنهاد خرید یاهو را ملغی اعلام می‌کند.

رند قیمتی سهام یاهو هنگام پیشنهاد مایکروسافت

Yahoo! Inc. (YHOO) ★ Watchlist

37.44 +0.26(+0.70%) NASDAQ - As of 4:00PM EDT



روند بلندمدت قیمت سهام یاهو

Yahoo! Inc. (YHOO) ★ Watchlist

37.44 +0.26(+0.70%) NASDAQ - As of 4:00PM EDT



مهمترین تصاحب‌های ۲۰۱۵

Acquiring Company	Acquired Company	Deal Value	Industry
Charter Communications (CHTR)	Time Warner Cable (TWC)	\$78.7 billion	Telecommunications
Avago Tech (AVGO)	Broadcom (BRCM)	\$31 billion	Semiconductor
AbbVie (ABBV)	Pharmacyclics (PCYC)	\$21 billion	Pharmaceutical
Pfizer (PFE)	Hospira (HSP)	\$17 billion	Pharmaceutical
Intel (INTC)	Altera (ALTR)	\$16.7 billion	Microchip

53 acquisitions in 2010 valued in excess of \$5 billion.

بزرگ ترین تصاحب‌های تمام تاریخ

Acquiring Company	Acquired Company	Deal Value	Industry
Vodafone	Mannesman	\$180.95 billion	Telecommunications
AOL	Time Warner	\$164 billion	Mass Media
Verizon	Verizon Wireless	\$130 billion	Telecommunications
Pfizer (PFE)	Warner-Lambert Co.	\$90 billion	Pharmaceutical
AT&T	BellSouth	\$86 billion	Telecommunications

آیا ادغام و قبضه‌ی مالکیت خلق ارزش می‌کند؟

نظریه‌ی خلق ارزش

نظریه‌ی انتقال ارزش

نظریه‌های انتقال ارزش

دیدگاه مالیاتی

انتقال دستمزد
یا ثروت
کارکنان

ارزیابی کمتر از
قیمت واقعی یا
مزیت اطلاعات

سؤال مهم

وقتی شرکت A اعلام می کند که قصد قبضه مالکیت شرکت B را دارد، چه اتفاقی در موارد زیر می افتد:

قیمت سهام شرکت B ؟

قیمت سهام شرکت A ؟

مسائل و مشکلات قبضه‌ی مالکیت

مسائل تلفیق و یکپارچگی

ارزیابی ناکافی هدف

بدهی قابل ملاحظه

عدم امکان تحقق هم‌افزایی

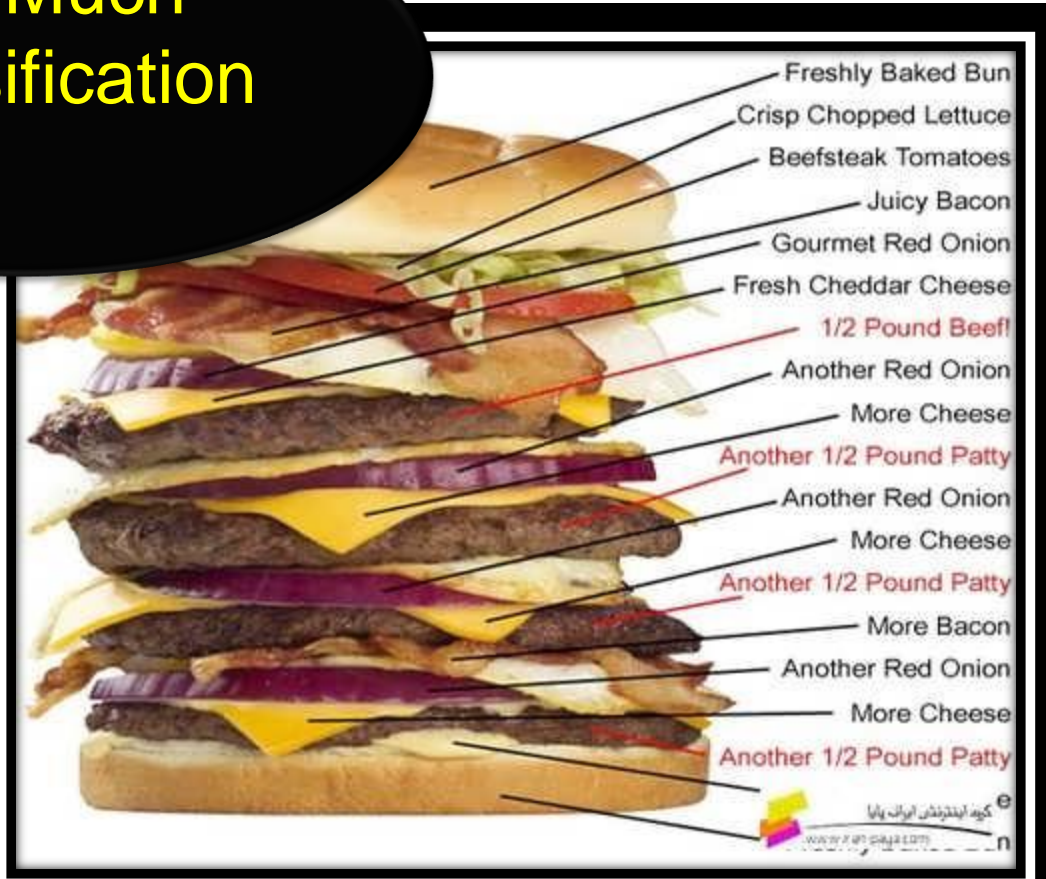
تنوع‌سازی زیادی

ابعاد خیلی بزرگ

به سر زبان افتادن در نتیجه‌ی قبضه‌ی مالکیت

متنوع سازی زیادی

Too Much
Diversification



مسائل تلفیق و یکپارچگی



دلایل عمدہی شکست قبضہی مالکیت

- اتخاذ استراتژی غلط
- بر آورد بالای ارزش ہم افزایی ها
- برابر انگاشتن بزرگ شدن (اندازه) با خلق ارزش
- پرداخت صرف تصاحب بسیار زیاد (مسألهی مصیبت برنده)
- کم اهمیت دانستن یکپارچه سازی پس از قبضہی مالکیت

قوانین مرتبط با تصاحب

- قانون تجارت
- قانون ثبت شرکتها
- قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور
- قوانین ضد انحصار

تجدید ساختار

هدف

کاهش هزینه‌ها

افزایش کارایی و
بهره‌وری

کوچک‌سازی

کاهش تعداد کارکنان از
طریق بازخرید اجباری
یا داوطلبانه

تجدید ساختار

جداسازی

واگذاری یا جداسازی واحدهای تابعه



هدف

تقلیل تنوع کاری در شرکت

حرکت از تنوع سازی نامربوط به سمت تنوع سازی
مربوط

باتشكر