

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

## قبضة مالکیت و تجدید ساختار

# Take-over & Restructuring

حسین عبده تبریزی  
میشم رادپور



آبان ماه ۱۳۸۹ - تهران  
سمینار آموزشی برای مدیران گروه مینا

## روش‌های مختلف رشد بنگاه

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

# واژگان



## تعاریف

### قبضه مالکیت

- خرید اجباری یک شرکت توسط شرکت دیگر (غالباً شرکت بزرگ تر) که معمولاً به تشکیل هلدینگ جدید می انجامد.

### ادغام

- یکی شدن و یکپارچه شدن دو شرکت بر اساس توافق داوطلبانه.

# انواع ادغام یا قبضہ مالکیت

افقی

عمودی

متنوع

## شیوه‌های قبضه مالکیت



دوستانه



خصمانه



## قبضه 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 قبضه مالکیت



# انواع هم‌افزایی

عملیاتی

مالی

مالیاتی

## مسائل مرتبط با هم افزایی

- پیش بینی هم افزایی های احتمالی آتی
- بررسی نحوه حصول هم افزایی
- برآورد هزینه های حصول هم افزایی
- ارزیابی دوره تداوم هم افزایی

# انگیزه‌های ادغام و قبضه مالکیت

افزایش قدرت بازار

کاهش دامنه ریسک

گریز از رقابت

سرعت دادن به بازار

استفاده از مزیت‌های بازده به مقیاس

# انگیزه‌های ادغام و قبضه مالکیت

بهبود ساختار مالی شرکت

خرید زیر قیمت شرکت‌ها

فرار از مالیات

خلق غول‌ها و امپراتوری‌ها اقتصادی

# 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

+

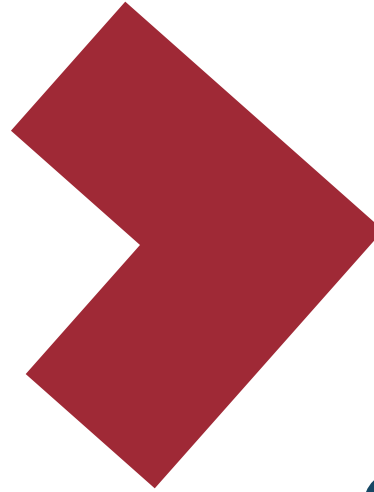
صرف معامله عمده

## 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 معاملۀ  
عمده



# استراتژی تصاحب در مقابل رشد ارگانیک



# نحوه خرید



## پرداخت نقدی در مقابل معاوضه سهام

### پرداخت نقدی

- شرکت خریدار کل ریسک حاصل از تملک را متحمل می شود.

### معاوضه سهام

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

## مثال پرداخت نقدی در مقابل معاوضه 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	
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 قبضه 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.
- به شرکت ثالث پناهنده می‌شوند.
- سهام شرکت را به خریدار قابل اعتماد می‌فروشند.

## پیشنهاد مایکروسافت به یاهو

۱  
فوریہ  
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 عمده همراه شد.



## پیشنهاد مایکروسافت به یاهو

۴ فوریه ۲۰۰۸

- مدیر عامل یاهو به سهامداران خود اعلام می کند که آن ها در فروش سهام خود به مایکروسافت مختارند.

۱۱ فوریه ۲۰۰۸

- هیأت مدیره یاهو رسماً پیشنهاد مایکروسافت را رد می کند.

۱۸ مارس ۲۰۰۸

- در رد پیشنهاد مایکروسافت، یاهو صورت سود و زیان خوشبینانه ای برای ۲ سال آینده پیش بینی می کند.

۵ آوریل ۲۰۰۸

- مدیر عامل مایکروسافت برای قبول پیشنهاد، ۳ هفته به یاهو مهلت می دهد. او تصریح می کند 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.

## مهمترین تصاحب‌های ۲۰۱۰ در ایالات متحده

Acquiring Company	Acquired Company	Deal Value
Diamond Foods, Inc.	Kettle Foods	\$615 M
Cadence Design Systems	Denali Software, Inc.	\$315 M
Harmonic Inc.	Omneon, Inc.	\$274 M
Wal-Mart Stores, Inc.	VUDU, Inc.	undisclosed
IBM	Cast Iron Systems, Inc.	undisclosed

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

## مهمترین تصاحب‌های ۲۰۰۹ در ایالات متحده

Acquiring Company	Acquired Company	Deal Value
Cisco Systems, Inc.	Starent Networks, Corp.	\$2.9 B
EMC Corporation	Data Domain, Inc.	\$2.4 B
Agilent Technologies Inc.	Varian Inc.	\$1.5 B
Amazon.com, Inc.	Zappos.com, Inc.	\$847 M
Twitter, Inc.	Mixer Labs, Inc.	undisclosed

52 acquisitions in 2009 valued in excess of \$17 billion.

# آیا ادغام و قبضه مالکیت خلق ارزش می کند؟

نظریه خلق ارزش

نظریه انتقال ارزش

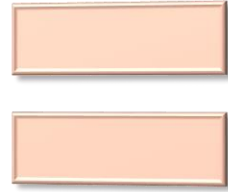
## نظریه‌های انتقال ارزش

دیدگاه مالیاتی

انتقال دستمزد  
یا ثروت  
کارکنان

ارزیابی کمتر از  
قیمت واقعی یا  
مزیت اطلاعات

## افزایش قدرت بازار



# کاهش دامنهٔ ریسک

قبضهٔ مالکیت شرکت‌های  
تولیدکنندهٔ مواد اولیه

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

قبضهٔ مالکیت شرکت‌های  
رقیب

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

ریسک ناشی از تغییر  
تکنولوژی کاهش می‌یابد.

قبضهٔ 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.
- هزینه فرصت تولید محصول جدید می‌تواند زیاد باشد.
- چرخه بازده 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

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

## 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 قبضه مالکیت

مسائل تلفیق و یکپارچگی

ارزیابی ناکافی هدف

بدهی قابل ملاحظه

عدم امکان تحقق هم افزایی

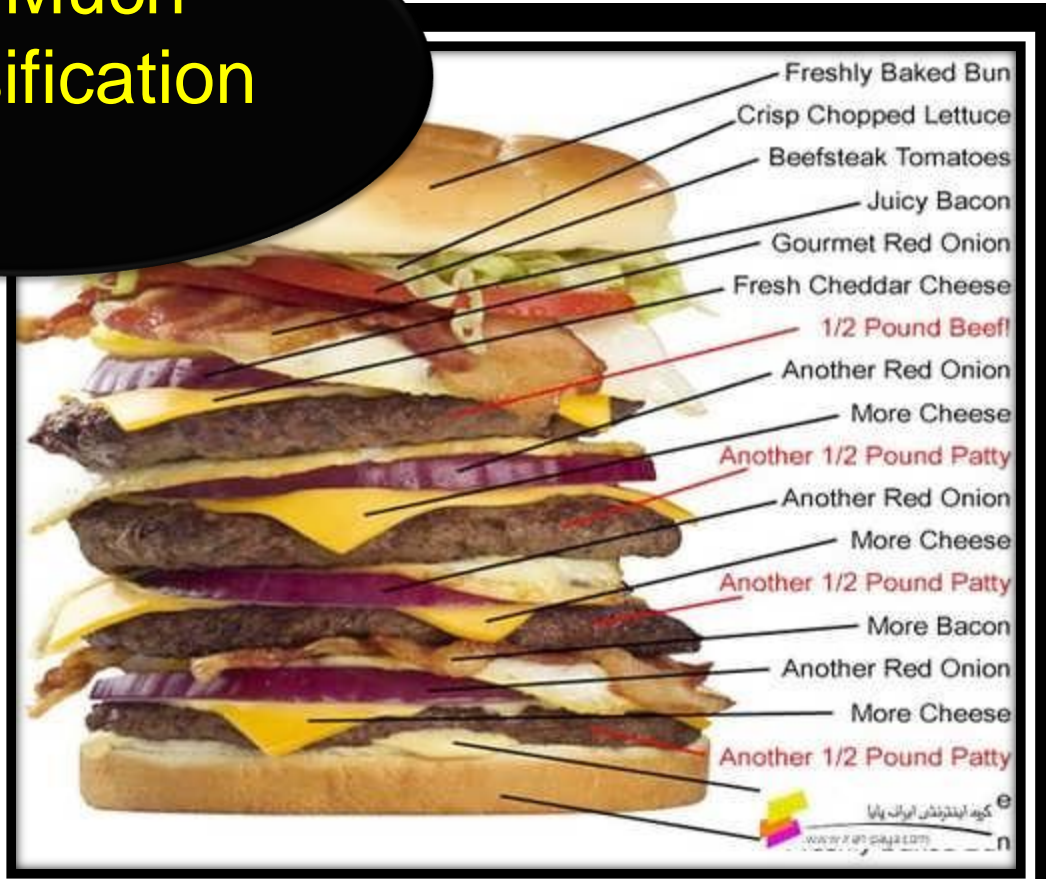
تنوع سازی زیادی

ابعاد خیلی بزرگ

به سر زبان افتادن در نتیجه قبضه مالکیت

# متنوع سازی زیادی

Too Much  
Diversification



# مسائل تلفیق و یکپارچگی



## دلایل عمدۀ شکست قبضۀ مالکیت

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

## قوانین مرتبط با تصاحب

- قانون تجارت
- قانون ثبت شرکتها
- قوانین و مقررات بورس
- قوانین ضدانحصار
- استانداردهای حسابداری
- سایر قوانین

## 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