

# 23

## Корпоративная реструктуризация

### Содержание

---

- **Источники создания стоимости компании**
  - Увеличение объема продаж и экономия производственных затрат
  - Улучшение управления корпорацией
  - Информационный эффект
  - Перераспределение выгоды от реструктуризации
  - Налоговый фактор
  - Выгоды от финансового “рычага”
  - Гипотеза о самонадеянности
  - Личный интерес высших менеджеров
- **Стратегическое поглощение**
  - Влияние EPS
  - Влияние на рыночную стоимость акции
  - Слияния и приобретения: факты
  - Нововведения в слияниях и поглощениях
- **Поглощения и планирование долгосрочных инвестиций**
  - Свободные денежные потоки и их оценка
  - Неденежные расчеты и принятие на себя обязательств поглощаемой фирмы
  - Оценка денежных потоков
  - Сравнение подходов на основе оценки денежных потоков и коэффициента EPS
- **Технология слияния**
  - Покупка активов или обыкновенных акций
  - Налогообложение сделки
  - Особенности бухгалтерского учета объединения компаний
- **Поглощения, предложения о приобретении и механизмы защиты**
  - Поправки против поглощений и другие способы защиты
  - Практика использования механизмов защиты от поглощения
- **Стратегические союзы**
  - Совместные предприятия
  - Виртуальные корпорации

- **Продажа активов компании**
  - Добровольная ликвидация корпорации
  - Частичная распродажа активов
  - Передача части активов корпорации (отпечкование)
  - Выделение части собственного капитала
  - Факты, касающиеся распродажи активов
- **Реструктуризация собственности**
  - Приватизация
  - Мотивы
  - Факты, касающиеся приватизации
- **Выкуп компании за счет заемных средств**
  - Детальная иллюстрация
  - Организация долгового финансирования
- **Резюме**
- **Приложение. Финансовые трудности: варианты решения проблемы**
  - Добровольные соглашения
  - Судопроизводство по делам о банкротстве
  - Ликвидация
  - Реорганизация
  - Урегулирование финансовых проблем путем переговоров
- **Вопросы**
- **Задачи для самопроверки**
- **Задачи**
- **Задачи к приложению**
- **Решения задач для самопроверки**
- **Рекомендуемая литература**

## Цели

---

### После изучения материала главы 23 вы должны уметь:

- объяснить, почему компания может принять решение о проведении корпоративной реструктуризации;
- понимать и вычислять влияние слияния на прибыль и рыночную стоимость компаний, участвующих в слияниях;
- описать, какие выгоды от слияния получают акционеры компании-покупателя и акционеры приобретаемой компании (если они действительно получают какие-то выгоды);
- проанализировать предлагаемый вариант слияния как задачу планирования долгосрочных инвестиций;
- описать процесс слияния с самого его начала до завершения;
- описать разные способы защиты от нежелательного поглощения другой компанией;
- обсудить стратегические альянсы и понимать, каким образом использование аутсорсинга способствует формированию виртуальных корпораций;
- объяснить, что подразумевается под "изъятием капиталовложений" и каким образом оно может осуществляться на практике;
- понимать, что подразумевается под "приватизацией" и какие факторы могут заставить руководство компании провести ее приватизацию;
- пояснить, что подразумевается под выкупом контрольного пакета акций за счет заемных средств и с каким риском это связано.

*Если вы хотите приобрести друга при слиянии компаний —  
лучше купите собаку.*

Карл Исаин

**З**алогом успеха и жизнеспособности многих компаний являются их развитие и рост масштабов бизнеса. Без этого трудно достичь поставленной цели и привлечь первоклассных руководителей. Рост может быть внутренним или внешним. До настоящего времени мы рассматривали только внутренний рост: фирма приобретает определенные активы, финансируя эти покупки за счет реинвестирования прибыли или внешних источников. Однако возможен и внешний рост фирмы за счет приобретения ею другой компании. В принципе, такого рода рост мало отличается от роста за счет покупки определенных активов. В любом случае необходимы первоначальные расходы, которые в будущем, вероятно, окупятся.

*Корпоративная реструктуризация* (corporate restructuring) бизнеса помимо слияний охватывает много мероприятий. К ней относится почти любое изменение структуры капитала, операций или собственности, т.е. изменение нормального хода деловых операций компании. В качестве примера корпоративной реструктуризации можно привести стратегические альянсы, продажу части или всей компании, создание дочерней фирмы (отпочкование), а также приобретение компании за счет заемных средств (LBO). Цель слияния, как и других форм реструктуризации, заключается в росте стоимости компании.

## Источники создания стоимости компании

Существует несколько причин, по которым компании осуществляют корпоративную реструктуризацию. В основе любого стремления к реструктуризации лежит рост богатства акционеров (что проявляется в росте стоимости компании. — *Примеч. ред.*), лейтмотив всей книги. В этом разделе мы рассмотрим различные причины реструктуризации, но помните, что все они должны рассматриваться в комплексе.

### Увеличение объема продаж и экономия производственных затрат

Главной причиной некоторых поглощений является стремление увеличить объем продаж. Получив дополнительную часть рынка, фирма способна непрерывно увеличивать объем продаж и таким образом добиться господства на рынке. Кроме того, можно получить маркетинговые и стратегические преимущества. Поглощение может способствовать техническому прогрессу в производстве изделий или заполнить пробел в выпуске товаров, увеличив объем продаж. Однако чтобы стать ценным, поглощение и соответственно увеличение объема продаж должны быть эффективными (в смысле затрат).

Часто путем объединения компаний можно достичь экономии производственных затрат. Это означает исключение дублирующих производственных функций за счет объединения родственных структурных подразделений: отделов маркетинга, бухгалтерии, снабжения и других сфер производственной деятельности, а также уменьшения количества торговых агентов. Главной целью **слияния (поглощения)** (merger) железнодорожных компаний является экономия расходов по эксплуатации железных дорог за счет устранения дублирования производственных мощностей и маршрутов. При слиянии промышленных компаний *поглощаемая* (acquired) фирма, которая выпускает продукцию, дополняющую ассортимент изделий на существующей производственной линии, может расширить номенклатуру товаров и увеличить общий спрос на продукцию *поглощающей* (acquiring) компании. Реализация такой экономии известна под названием **синергия** и выражается в том, что стоимость объединенной компании больше суммы стоимостей ее отдельных частей, т.е. выражаясь фигурально:  $2 + 2 = 5$ .

**Слияние (merger)**

Объединение двух или более компаний, при котором только одна фирма продолжает действовать как юридическое лицо.

**Синергия (synergy)**

Экономия, реализуемая при слиянии, когда стоимость производственных активов объединенной фирмы оказывается выше, чем простая сумма их активов.

В дополнение к производственной экономии при слиянии двух компаний возможна **экономия на масштабе производства** (economies of scale). Экономия на масштабе производства наблюдается, когда с ростом объема производства в среднем снижаются издержки. Обычно экономию на масштабе рассматривают для производственной деятельности (в промышленности) и игнорируют в сфере маркетинга, снабжении, дистрибуции (распределения), бухгалтерской и даже финансовой деятельности. Идея состоит в том, чтобы увеличить объем производства за счет более эффективного использования ресурсов, т.е. сконцентрировать больший объем операций на тех же производственных мощностях, с тем же количеством работников, с той же системой распределения и т.д. Экономия на масштабе имеет свои ограничения. Наращивание объемов производства свыше определенного предела может вызвать проблем больше, чем решить, и эффективность компании может снизиться. Экономисты говорят об “оггибающей кривой” (т.е. об U-образной кривой средней стоимости, или средних издержек), где экономия на масштабе производства возможна только до некоторой оптимальной точки, после которой наблюдается отрицательный эффект масштаба.

**Экономия на масштабе производства (economies of scale)**

Преимущества больших масштабов производства, когда в результате роста объемов производства в среднем уменьшается себестоимость единицы продукции

Экономию лучше всего можно реализовать при *горизонтальном слиянии* (horizontal merger), когда объединяются две компании, занимающиеся аналогичным бизнесом. Экономия, достигнутая таким способом, первоначально является следствием устранения дублирования производственных мощностей и

предложением более широкой производственной специализации в надежде на увеличение общего спроса. *Вертикальное слияние* (vertical merger), при котором компания объединяется со своим потребителем продукции или поставщиком сырья, может также привести к экономии затрат. Этот тип слияния предоставляет компании больший контроль над снабжением и сбытом продукции. При создании конгломерата (conglomerate merger) за счет слияния компаний с разнородными видами деятельности нельзя достичь большой экономии производственных затрат.

В случае *продажи активов*, например продажи подразделения компании (sell-off) или создания самостоятельного подразделения, *отпочкования* (spin-off), может наблюдаться *обратная синергия* (reverse synergy), при которой  $4 - 2 = 3$ . Иными словами, подразделение, от которого *избавляется* (divesting) компания, может принести выгоду какой-либо другой фирме, генерируя для нее денежные потоки и создавая положительную NPV. В результате заинтересованная фирма может пожелать заплатить за это подразделение цену выше ее текущей стоимости для вас. В некоторых ситуациях какое-либо подразделение компании может быть хронически убыточным, и настоящий владелец не испытывает желания вкладывать в него средства, чтобы сделать его рентабельным.

Другой причиной продажи активов является желание компании изменить бизнес-стратегию. Периодически большинство компаний пересматривает свои долгосрочные планы, пытаясь ответить на вечные вопросы: какими видами бизнеса им следует заниматься? Стратегическое управление опирается на анализ факторов внутренней (производственные мощности и персонал) и внешней (потребители и конкуренты) среды компании. Рынок, так же как и конкурентное преимущество компании на нем, постоянно меняется с течением времени и иногда очень быстро. Появляются новые рынки, а также новые возможности внутри самой фирмы. То, что однажды было хорошо, в дальнейшем может вообще не подойти. В результате приходят к решению отделить от компании определенную сферу деятельности. В случае поглощения другой компании не все приобретаемые ее части могут соответствовать стратегическим планам поглощающей фирмы, поэтому она приходит к решению об отделении одного или более подразделений. Стратегическая перестройка — наиболее часто упоминаемая причина, которую приводят руководители компании для оправдания распродажи активов.

## Улучшение управления корпорацией

Некоторыми компаниями управляют неэффективно, в результате чего их прибыльность ниже их возможностей. Если реструктуризация может обеспечить лучшее управление, то уже по этой причине она целесообразна. Несмотря на то что компания может сама изменить структуру управления, реальная ситуация иногда складывается так, что для принятия решения о реструктуризации необходимо нечто чрезвычайное. Такая постановка вопроса предполагает, что малорентабельные компании — это готовые кандидаты на поглощение, и, казалось бы, эта мотивация не лишена оснований. Однако для получения существенно более высокой прибыли в результате улучшения управления фирма должна обладать определенным потенциалом. Существуют продукты и компании, которые сами по себе имеют низкий потенциал и низкую эффективность, и это никоим образом не связано с эффективностью управления.

## **Информационный эффект**

Изменение стоимости акций может наблюдаться также, если в результате реструктуризации корпорации на фондовый рынок поступает новая информация. Понятие информационного эффекта подразумевает наличие асимметричной (неравной) информации, которой обладает менеджмент корпорации (или поглощающей компании) и остальные участники рынка акций. Если акции фирмы являются недооцененными, то объявление о мерах по ее реструктуризации может вызвать позитивный сигнал, который обусловит рост цен на акции. Дело в том, что факт слияния предоставляет информацию о рентабельности компании, которую иным способом сообщить невозможно. Этот довод обсуждается в другом разделе книги, но в двух словах это сводится к следующему: “конкретные действия говорят громче самих слов”.

Объявление об отделении подразделения компании может послужить сигналом об изменениях инвестиционной стратегии или операционной эффективности, что, в свою очередь, может положительно повлиять на курс акций. С другой стороны, если это объявление понимают как продажу наиболее ликвидной дочерней компании, предпринятую с целью избежать дефолта материнской фирмы, то сигнал о реструктуризации будет нести негативные последствия. Действительно ли акции компании являются недооцененными или переоцененными — вопрос спорный. Как правило, менеджмент компании считает, что фирма недооценена, и в определенных случаях он действительно обладает информацией, которая неточно отражена в рыночной цене ее акций. Однако существуют и иные эффективные способы донести до участников рынка информацию о стоимости акций компании, помимо ее необратимой реструктуризации.

## **Перераспределение выгоды от реструктуризации**

Благосостояние акционера может измениться в результате перераспределения выгоды, т.е. перехода богатства (wealth) от акционеров к держателям облигаций, и наоборот. Если слияние понижает относительную неустойчивость денежных поступлений компании, то, например, владельцы облигаций получают выгоду, так как рынок облигаций более требователен к кредитоспособности. В результате, при прочих равных условиях, рыночная стоимость их облигаций должна увеличиться. Если общая стоимость компании не меняется каким-либо другим способом, то они получают прибыль за счет акционеров.

И наоборот, если компания продает свои активы, то будет наблюдаться перераспределение выгоды от держателей долговых обязательств к владельцам акций. Такая сделка, уменьшающая доходные активы фирмы, снижает вероятность погашения долговых обязательств, что повлечет падение их рыночной стоимости. Поэтому стоимость акций будет увеличиваться при условии, что общая стоимость фирмы остается неизменной. По существу, владельцы акций присваивают часть активов предприятия, тем самым снижая его стоимость как долгового обеспечения.

В заключение можно сказать, что любое действие, аналогичное слиянию, уменьшает рискованность денежных поступлений компании, может привести к переходу выгоды от владельцев акций к держателям облигаций. Однако та-

кая реструктуризация, как продажа активов или увеличение финансового “рычага”, может привести к перемещению богатства от держателей долговых обязательств к акционерам.

## Налоговый фактор

Мотивацией некоторых слияний является использование возможностей, предоставляемых правилами налогообложения. Если компания неприбыльна, у нее имеются накопленные налоговые убытки и возможность перенести их вперед, то вряд ли она сможет воспользоваться этим и снизить свои налоги (ввиду отсутствия прибыли)<sup>1</sup>. Благодаря слиянию с рентабельной компанией фирма, испытывающая затруднения, может более эффективно использовать предоставленную ей налоговую льготу. Однако существуют ограничения, которые лимитируют использование данной льготы определенным процентом от обоснованной рыночной стоимости приобретаемой компании. Тем не менее таким путем можно получить выигрыш за счет оптимизации налогообложения, чего не достигается каждой компанией отдельно.

## Выгоды от финансового “рычага”

Стоимость компании можно также увеличить с помощью финансового “рычага”. Часто при корпоративной реструктуризации финансовый “рычаг” возрастает. При этом рост богатства акционеров осуществляется способами, описанными в главе 17. Здесь следует найти баланс между следующими факторами: налогом на прибыль корпорации, подоходным налогом, банкротством компании, проблемой “комитент–комиссионер”, а также другими эффектами. Поскольку оценка влияния перечисленных выше факторов была дана в предыдущей главе, мы не будем повторяться. Однако запомните, что стоимость компании может измениться просто вследствие того, что мероприятия по реструктуризации привели к изменению финансового “рычага”.

## Гипотеза о самонадеянности

Ричард Ролл утверждает, что поглощения компаний часто объясняются действиями покупателей, убежденных в том, что все их поступки правильны, а предусмотрительность безупречна<sup>2</sup>. *Самонадеянными* (hubris) называют чрезмерно гордых и самоуверенных людей. Говорят, что самонадеянные люди ведут себя неразумно и впадают в “охотничий азарт”. Им кажется, что добыча должна быть захвачена любой ценой. В результате они платят слишком высокую цену за достижение своих целей. Гипотеза о самонадеянности утверждает,

---

<sup>1</sup> Обычно перенос убытка при уплате налога совершается на два года назад и на 20 лет вперед, чтобы скорректировать облагаемую налогом прибыль этих лет. Любой зачет налогового убытка сначала применяют к самому раннему из предыдущих лет, а затем к следующему году. Если убытки не полностью компенсируются прибылью двух предшествующих лет, то остаток переносится вперед, последовательно снижая будущие прибыли и налоги в каждом из последующих 20 лет.

<sup>2</sup> Richard Roll, “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, Journal of Business 59 (April 1986), p. 197–216.

что чрезмерная премия, заплаченная за компанию подобного рода покупателями, выгодна владельцам акций поглощаемой компании, но акционеры поглощающей компании страдают из-за снижения своего благосостояния.

### **Личный интерес высших менеджеров**

Любая переплата, совершенная поглощаемой фирмой, может быть не столько результатом самонадеянности, сколько вытекать из преследования ее менеджерами своих личных интересов и целей, а не из заботы о максимизации благосостояния акционеров. Иногда менеджеры “гонятся за ростом”. Например, переход компании в разряд более крупных они рассматривают как повышение престижа. Или целью менеджеров может быть диверсификация, поскольку благодаря инвестициям в не связанные между собой виды экономической деятельности фирма распределяет риск и работа менеджеров становится более спокойной.

Когда руководители рассматривают вопрос о продаже компании, могут сыграть роль и личные причины. Лица, контролирующие частную компанию, могут пожелать, чтобы их фирма была поглощена другой компанией, имеющей устойчивый рынок своих акций. Учитывая налог на наследство, эти лица могут захотеть владеть акциями, которые являются ходовыми на рынке и для которых возможна котировка по рыночной цене. Может быть, владельцы частной компании вложили в свой бизнес слишком значительные средства. Благодаря слиянию с публичной компанией владельцы частной фирмы заметно повышают ликвидность ее акций, что позволяет им продать часть своих акций и, следовательно, диверсифицировать свои инвестиции.

Помня об этих причинах, давайте рассмотрим различные формы реструктуризации корпораций. Мы начнем со слияний, а затем перейдем к продаже активов и изменениям в структуре собственности.

## **Стратегическое поглощение**

*Стратегическое поглощение* (strategic acquisition) имеет место тогда, когда одна компания приобретает другую в ходе реализации своих корпоративных стратегических решений. Целью покупки является экономия издержек. Например, пивоваренная компания, нуждающаяся в дополнительных производственных мощностях, может приобрести другую пивоваренную компанию, у которой избыток мощностей. Или, например, покупаемая компания может обеспечить увеличение прибыли за счет расширения товарного ассортимента или доли рынка. Суть в том, что в основе объединения двух компаний лежит стратегическая причина.

И наоборот, речь идет о *финансовом приобретении* или *поглощении* (financial acquisition), когда компания, у которой покупаются активы (например, *Kohlberg, Kravis and Roberts (KKR)*), сама является покупателем. В этом случае мотивацией выступают распродажа активов, уменьшение затрат и более эффективное управление оставшейся частью компании. Возможно, что эти действия приведут к созданию избыточной покупной цены. Однако это поглощение не является стратегическим, поскольку приобретенной компанией управляют как независимой, автономной единицей. Финансовое поглощение неизменно связано с де-



нежными расчетами, и платежи акционерам за проданные ими акции производят главным образом за счет долговых обязательств. Тип поглощения, известный как *покупка с помощью заемных средств* (leveraged buyout, LBO), будет подробнее описан далее в этой главе.

Здесь же мы акцент переместим на стратегические приобретения, в частности, на осуществляемые за счет обыкновенных акций в противоположность денежным расчетам. Если покупку производят за счет обыкновенных акций, то следует учитывать “коэффициент обмена”, показывающий относительные веса каждой из двух компаний в отношении определенных ключевых переменных. В этом разделе мы рассматриваем два коэффициента обмена: в отношении прибыли на акцию и в отношении рыночной цены акций двух объединяющихся компаний.

## Влияние EPS

При оценке возможного приобретения поглощающая фирма рассматривает влияние, которое окажет слияние на ее коэффициент EPS. Компания *A* рассматривает поглощение путем покупки обыкновенных акций компании *B*. Финансовые данные потенциального поглощения на данный момент представлены ниже.

	Компания А	Компания В
Текущая прибыль (млн. долл.)	20	5
Количество выпущенных акций (млн. шт.)	5	2
Прибыль на акцию (EPS) (долл.)	4,00	2,50
Цена акции (долл.)	64	30
Коэффициент P/E	16	12

Компания *B* согласилась на предложение компании *A* заплатить ей по 35 долл. за одну акцию. В этом случае *коэффициент обмена* (exchange ratio) будет равен 35 долл./64 долл., т.е. примерно 0,547 акции компании *A* за каждую акцию компании *B*. В итоге компании *A* для приобретения компании *B* необходимо выпустить 1093 акций. Приняв, что прибыль объединяемых компаний после слияния не изменилась, получим значение EPS для оставшейся компании.

	Оставшаяся компания А
Общая прибыль (млн. долл.)	25
Количество выпущенных акций (шт.)	6 093 750
EPS (долл.)	4,10

Таким образом, в результате слияния компания *A* немедленно получила повышение коэффициента EPS. Однако для бывших акционеров компании *B* EPS снизился. За каждую акцию своей фирмы акционеры фирмы *B* получили 0,547 акции фирмы *A*. Поэтому после слияния прибыль на акцию относительно каждой акции компании *B* (которой они ранее владели) составила:  $(0,547)(4,10 \text{ долл.})$ , т.е. 2,24 долл. (до слияния она равнялась 2,50 долл.).

Предположим, что компания *B* согласовала цену продажи акции в размере 45 долл. против 35 долл. за акцию. В данном случае коэффициент обмена будет равен 45долл./35 долл., т.е. около 1,286 акции компании *A* за каждую акцию компании *B*. В результате необходимо выпустить 1 406 250 акций, и соответственно прибыль на акцию будет равна значению в представленной ниже таблице.

<b>Оставшаяся компания А</b>	
Итоговая прибыль (млн. долл.)	25
Количество выпущенных акций (шт.)	6 406 250
EPS (долл.)	3,90

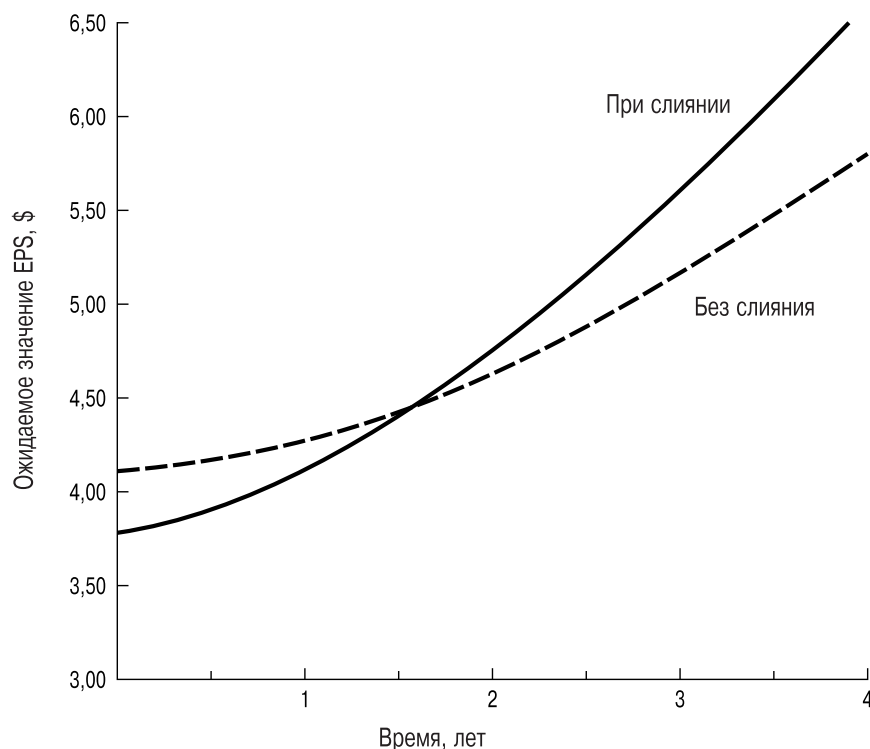
В этом случае имеет место уменьшение коэффициента EPS компании *A*, вызванное поглощением компании *B*<sup>3</sup>. Уменьшение прибыли на акцию будет наблюдаться всякий раз, когда коэффициент P/E (отношение текущей рыночной цены акции к прибыли после уплаты налогов) для поглощаемой компании превышает коэффициент P/E для поглощающей компании. Для нашего примера в первом случае P/E равен 35 долл./2,50, т.е. 14. Во втором случае он равен 45 долл./2,50, т.е. 18. Поскольку P/E для компании *A* равен 16, то в первом случае наблюдается рост этого коэффициента, а во втором — понижение.

Таким образом, для оставшейся фирмы возможно как увеличение, так и снижение коэффициента P/E по сравнению с первоначальным значением. Величина увеличения или снижения является функцией, во-первых, отношения коэффициентов P/E (обеих фирм) перед слиянием и, во-вторых, относительного размера обеих фирм до слияния, выражаемого через итоговую прибыль. Чем выше коэффициент P/E поглощающей компании по отношению к поглощаемой и чем выше прибыль последней относительно прибыли первой, тем большее увеличение прибыли на акцию будет наблюдаться для поглощающей компании.

**Будущая прибыль** (future earnings). Если бы решение о приобретении другой компании принималось только на основании первоначального воздействия слияния на EPS, то следующее уменьшение прибыли на акцию удерживало бы любую компанию от покупки другой фирмы. Однако такой тип анализа не учитывает возможность будущего роста прибыли вследствие слияния. Этот рост может быть результатом прогнозируемого роста прибыли приобретаемой компании как независимого хозяйственного субъекта, так и любых синергетических эффектов, возникающих вследствие слияния двух компаний.

Удобно представить прогнозируемые значения будущих коэффициентов EPS (с учетом и без учета слияния) графически. На рис. 23.1 показана прибыль на одну акцию для поглощающей фирмы при гипотетическом слиянии.

<sup>3</sup> Бывшие акционеры компании *B* увеличат свою прибыль в расчете на одну акцию. Прибыль на акцию после слияния будет равна 2,74 долл.



**Рис. 23.1.** Прогнозируемое значение EPS для поглощающей фирмы с учетом и без учета слияния

График показывает, сколько времени необходимо для устранения падения значения и начала его роста. В рассматриваемом примере этот период равен полутора годам. Прибыль на акцию вначале падает на 0,30 долл., но это падение прекращается в середине второго года. Чем продолжительнее период падения EPS, тем меньше желания у поглощающей компании приобрести другую фирму. Некоторые компании устанавливают потолок (в годах) на допустимую продолжительность снижения EPS.

### Влияние на рыночную стоимость акции

При проведении переговоров о приобретении основной акцент делается на коэффициенте обмена на основе рыночных цен акций. Меновое отношение рыночных цены определяют по формуле

$$\frac{\left[ \begin{array}{l} \text{Рыночная цена одной} \\ \text{акции поглощающей} \\ \text{компании} \end{array} \right] \times \left[ \begin{array}{l} \text{Количество акций, предложенных} \\ \text{поглощающей компанией за каждую} \\ \text{акцию поглощаемой компании} \end{array} \right]}{\left[ \begin{array}{l} \text{Рыночная цена одной акции поглощаемой} \\ \text{компании} \end{array} \right]} \quad (23.1)$$

Если рыночная цена одной акции поглощающей компании составляет 60 долл., а цена одной акции покупаемой компании — 30 долл. и поглощающая компания предлагает 0,5 акции за каждую акцию покупаемой компании, то величина коэффициента обмена на основе рыночных цен будет следующей:

$$\frac{\$60 \times 0,5}{\$30} = 1,00 .$$

Другими словами, с учетом рыночных цен обыкновенные акции двух компаний будут обмениваться в соотношении 1 к 1. Если рыночная цена остающейся компании относительно устойчива и составляет 60 долл. за акцию, то акционеры обеих компаний ничего не теряют и не приобретают в результате слияния с точки зрения рыночной стоимости акций. Однако поглощаемая компания считает, что коэффициент обмена 1 к 1 непривлекателен для нее. Поглощающая компания обычно вынуждена предлагать цену, превышающую текущую рыночную цену одной акции компании, которую она собирается поглотить. Поэтому вместо 0,5 акции поглощающей компании следует предложить 0,667 за акцию, т.е. текущая рыночная стоимость за акцию составит 40 долл.

**Использование существующего варианта расчета EPS при расчете нового варианта.** В отсутствие эффектов синергии, улучшенного управления или недооценки акций покупаемой компании на неэффективном рынке нецелесообразно, с точки зрения интересов акционеров компании-покупателя, предлагать цену выше текущей рыночной цены акции покупаемой. Однако акционеры поглощающей компании увеличили бы свое состояние, если бы коэффициент Р/Е их компании был выше, чем у покупаемой компании, и если бы оставшаяся фирма смогла бы поддерживать такой же высокий коэффициент Р/Е, и после слияния. Предположим, что покупаемая компания имеет коэффициент Р/Е, равный 10. У поглощающей же компании этот коэффициент равен 18. Допустим, имеется следующая финансовая информация.

	Поглощающая компания	Поглощаемая компания
Текущая прибыль (млн. долл.)	20	6
Количество выпущенных акций (млн. шт.)	6	2
EPS (долл.)	3,33	3,00
Рыночная цена акции (долл.)	60,00	30,00
Коэффициент Р/Е	18	10

В случае предложения 0,667 акции поглощающей компании за каждую акцию покупаемой компании (т.е. акционеры получают  $0,667 \times 60$  долл. = 40 долл. за акцию) коэффициент обмена на основе рыночных цен для покупаемой компании будет следующим:

$$\frac{\$60 \times 0,667}{\$30} = 1,33 .$$

Акционерам покупаемой компании предлагают 40 долл. за каждую акцию. Очевидно, что им выгодно поглощение с точки зрения рыночной цены, поскольку раньше их акции стоили 30 долл. за штуку. В целом 1 333 333 акции остающейся компании (т.е.  $0,667 \times 2\,000\,000$  акций покупаемой компании) должны быть выпущены для акционеров поглощаемой фирмы. Акционерам поглощающей компании также выгодно слияние, если коэффициент Р/Е выживающей компании останется равным 18. Рыночная цена одной акции выживающей компании после поглощения, при прочих равных условиях, будет следующей.

	Выживающая компания
Итоговая прибыль (млн. долл.)	26
Количество выпущенных акций (шт.)	7 333 333
EPS (долл.)	3,55
Коэффициент Р/Е	18
Рыночная цена акции (долл.)	63,90

Причина этой обоюдной выгоды акционеров представляется в некотором смысле магической и кроется в разнице коэффициентов Р/Е.

Таким образом, компании с более высоким коэффициентом Р/Е с большой долей вероятности могут поглотить компанию с меньшим коэффициентом Р/Е и получить мгновенное увеличение прибыли на акцию, несмотря на то что они платят премию в соответствии с рыночным значением коэффициента обмена. Ключевым фактором является изменение коэффициента Р/Е оставшейся *после слияния* (after the merger) компании. Если его значение не изменится, то рыночная цена акций вырастет. В результате поглощающая компания сможет показать стабильный рост EPS, если таким способом за определенное время она поглотит значительное количество компаний. Этот рост нельзя расценивать как результат операционной экономии или роста бизнеса компании, это всего лишь следствие расчета прибыли на одну акцию путем “использования предыдущего значения для расчета последующего”. Если рынок оценит такое иллюзорное повышение прибыли на одну акцию, то компания, вероятно, сможет повысить стоимость акций лишь за счет поглощений.

Маловероятно, что на достаточно эффективных рынках капитала рынок удержит постоянное значение коэффициента Р/Е для компании, которая не может проявить потенциал роста иными способами, кроме как поглощением компаний с более низкими данными коэффициентами. Поглощающая фирма должна быть способна управлять поглощаемыми компаниями и продемонстрировать определенный эффект синергии, если стремится получить продолжительный эффект от поглощений. Если рынок относительно совершенен и эффекта синергии не ожидается, то коэффициент Р/Е остающейся фирмы будет приблизительно равен средневзвешенному коэффициентов Р/Е двух фирм до слияния. В такой ситуации поглощение компаний с более низкими коэффициентами Р/Е не приведет к увеличению благосостояния акционеров. Для поглощающей компании цена акций фактически будет падать, если коэффициент обмена будет больше 1,00. Однако если ожидается эффект синергии и/или улучшение управления, то благодаря слиянию состояние акционеров может увеличиться.

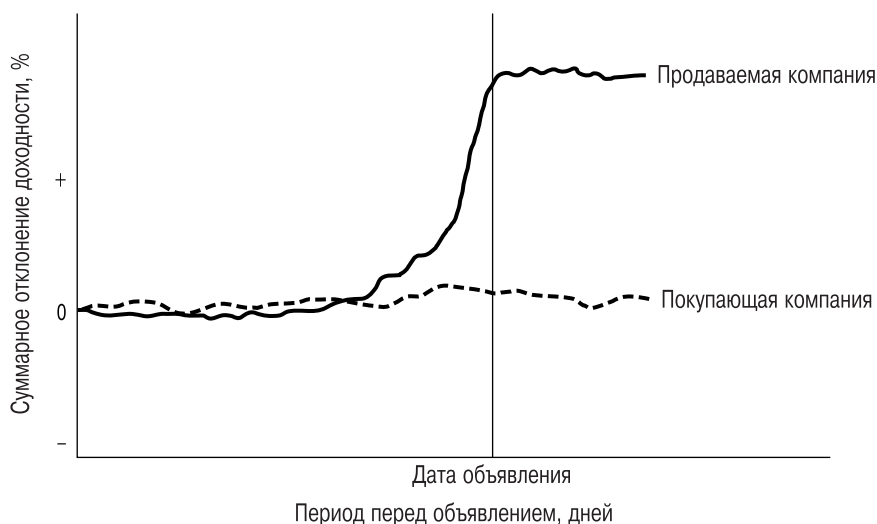
## Слияния и приобретения: факты

В последние годы выполнен ряд эмпирических исследований, связанных с поглощениями, которые дали массу информации. Однако из-за различия в выборках, периодах выборок и методах исследования оценочные заключения достаточно неопределенны. Тем не менее некоторые выводы можно сделать.

Результаты изучения успешного или полного **поглощения** (takeover) показывают, что акционеры продаваемой компании до начала процесса поглощения получают заметный прирост своего состояния с точки зрения рыночной стоимости своих активов. Прирост стоимости акций обусловлен премией, выплачиваемой поглощающей компанией. Размер премии в среднем достигает приблизительно 30%, хотя бывают случаи выплат очень высоких премий, например 80%. Рыночная цена акций поглощаемой компании имеет тенденцию к росту, поскольку информация о потенциальном поглощении становится доступной или распространяются слухи о возможном поглощении. Обычно повышение цен на акции начинается до объявления о поглощении, иногда за месяц. Наблюдаемая тенденция доходности акций показана на рис. 23.2.

### Поглощение (takeover)

Приобретение другой компании, которое может (с точки зрения управляющего персоналом поглощаемой фирмы) принимать форму дружественного и недружественного слияния.



**Рис. 23.2.** Значения показателей доходности акций (определяются как разность между действительными и предсказанными) незадолго до даты объявления об успешном слиянии

Что касается покупающей или поглощающей компаний, то здесь ситуация менее ясна. Во всех случаях успешного поглощения премия выплачивается обязательно, и ее оправданием должны служить ожидаемые синергия и/или более эффективное управление ресурсами поглощаемой компании. Вопрос

стоит следующим образом: существует ли вероятность того, что синергия и/или более эффективное управление приведут к увеличению стоимости акций, достаточному для компенсации премии. Фактические исследования дают на этот вопрос противоречивые ответы. Некоторые исследования показывают, что акционеры поглощающей фирмы получают небольшое увеличение цены акций. Другие исследования вообще не обнаруживают никакого влияния на курс акций компании-покупателя, что и показано на рис. 23.2. Некоторые исследователи до сих пор считают, что акционеры поглощающей компании понесут убытки при прочих неизменных факторах. В год, следующий за поглощением, убытки особенно вероятны.

Конечно, происходящее можно объяснить слишком высоким премиальным платежом поглощающей компании, что вполне согласуется с гипотезой о самонадеянности, предсказывающей уменьшение после сделки стоимости поглощающей фирмы. Другими словами, эффекта от потенциальной синергии и улучшения управления недостаточно для компенсации премиальных платежей. В ряде случаев азарт при торговле в отношении акций приводит к тому, что принятие разумного решения становится невозможным. При некоторых поглощениях борьба за приз настолько важна, что премию поднимают выше величины, которую можно оправдать синергией и/или улучшением управления. Частично это противоборство поддерживают инвестиционные банки, доход которых непосредственно зависит от суммы сделки.

Озабоченность вызывает и то, что многие покупатели позже продают активы поглощенной ими компании. Наиболее характерно это для покупки компании, бизнес которой не связан с деятельностью покупателя, и реже встречается при приобретении фирмы с аналогичным видом деятельности. Неизменная причина продажи вновь приобретенных активов состоит в том, что поглощенная компания не оправдала ожиданий. Часто ситуация оборачивается убытками. Итак, главным остается вопрос: почему покупатель так стремится купить другую компанию и платит за это так много? В равной степени нет ответа и на такой вопрос: почему компании приобретают неоднотипные, в плане бизнеса, фирмы. В среднем акционеры покупающей компании несут убытки при поглощении “конгломератного” типа. Выплаченная премия просто не покрывается ограниченным синергетическим эффектом. Иногда поглощающей компании везет — она получает действительно недооцененную фирму, но это случается редко. Поэтому целесообразнее приобретать фирмы с аналогичным видом деятельности.

И в заключение можно сказать, что противоречивы также данные, касающиеся доходов акционеров поглощающей компании. Трудно обобщить все ситуации, возникающие при слиянии. Ясно, что одни поглощения благодаря синергии и улучшению управления успешны, в то время как другие — неудачны. Ключевой момент в деятельности финансового менеджера состоит в тщательном изучении каждой конкретной ситуации, поскольку отдельный случай нельзя распространить на все ситуации и, следовательно, осуществить все поглощения в равной степени удачными. В совокупности при поглощении для акционеров поглощаемой и поглощающей компаний наблюдается увеличение благосостояния. В основном это обусловлено премией, выплачиваемой акционерам поглощаемой компании.

## Нововведения в слияниях и поглощениях

Благодаря растущей популярности стратегии слияния и поглощения компании ряда отраслей промышленности преобразованы в союзы компаний; такой процесс известен под названием **укрупнения** (roll-up). Тенденция к укрупнению наблюдается внутри фрагментированных отраслей экономики как способ объединения и получения экономии на масштабах. Укрупнение обычно затрагивает такие компании, как фирмы по аренде оборудования, цветочные магазины, туристические агентства и автомобильных дилеров.

### Укрупнение (roll-up)

Объединение множества мелких компаний одной и той же отрасли экономики в одну крупную компанию.

**Сделки по укрупнению.** Суть укрупнения состоит в быстром создании большой компании путем объединения множества малых и средних по размерам фирм. В результате укрупнения менеджеры надеются снизить себестоимость за счет увеличения объема поставок и снижения затрат на содержание централизованной администрации. Поглощения ведутся по определенной схеме, что необходимо для предоставления владельцам продаваемых компаний денег или акций. Обычно владельцы небольших независимых компаний после продажи остаются в новой компании в качестве управляющих. Если новая компания является частной, то она нередко использует укрупнение как способ ускорения своего роста, чтобы впоследствии быстрее выйти на вторичный рынок и стать публичной компанией с помощью **первоначального публичного размещения акций** (initial public offering, IPO).

### Первоначальное публичное размещение акций (initial public offering, IPO)

Первое предложение компанией своих обыкновенных акций к открытой продаже.

## Отраслевое укрупнение продолжается

Превращение малых компаний в крупную компанию с помощью поглощений не привлекает столь широкого внимания, как крупные финансовые сделки, которые заполнили деловую прессу, но все же эта инвестиционная стратегия быстро меняет лицо всех отраслей промышленности и приносит колоссальную прибыль новым компаниям. В большинстве случаев финансисты руководят всем процессом — начиная с отбора претендентов на поглощение и заканчивая быстрой интеграцией поглощенных компаний.

### Ключевые элементы

Согласно утверждению Раджеша У. Котари, главы *GMA Capital* в Фармингтон-Хиллз, штат Мичиган, существует ряд ключевых элементов, общих для всех видов укрупнений. Большинство укрупнений происходит в отраслях со множеством малых игроков. Укрупнение сводит таких конкурентов вместе под один “зонтик” и приводит к сильной централизации административного процесса путем создания одного главного органа управления. Котари отмечает, что “укрупнение выполняет две важные задачи: уменьшает расходы всех подразделений, повышая рентабельность объединенной



компании, и позволяет отдельным компаниям сконцентрировать свои усилия на базовой деятельности, например на производстве, дизайне или продажах”.

Котари говорит, что владелец поглощаемой компании, как правило, остается в фирме для обеспечения ее дальнейшей деятельности, но при этом его функции как администратора упрощаются. “Владелец получает деньги и акции новой компании наряду с хорошо разработанным планом выхода на рынок ценных бумаг (IPO), — отмечает Котари. — Укрупнение приветствуется владельцами фирм, которые понимают, что лучше иметь маленький кусочек большого пирога, чем весь, но маленький пирог”.

По словам Котари, рост количества укрупнений стал возможен благодаря следующим четырем факторам.

1. Увеличившаяся доступность капитала вследствие объединения банковского и венчурного капиталов облегчила финансирование укрупнений.
2. На фондовом рынке наблюдается растущий спрос на впервые размещаемые акции, стоимость которых продолжает идти вверх, следуя тенденции всего рынка.
3. Прошлый успех многих укрупнений обеспечил систему, которой следуют теперь и другие.

Крепнущий дух предпринимательства толкает многих руководителей компаний расширять свой бизнес с помощью новых методов. Котари объясняет: “Укрупнение предлагает способ, которого не было еще 10 лет назад и который позволяет энергичным топ-менеджерам в течение трех лет привести небольшую фирму (стоимостью 30 млн. долл.) к IPO”.

*Источник.* Адаптировано по Fay Hansen, “Buy, Build and Improve”, *Business Finance* (May 1999), p. 23–24. ([www.businessfinancemag.com](http://www.businessfinancemag.com)) © Duke Communications International, 1999. Использовано с разрешения. Все права защищены.

Тактика окончательного объединения для ускоренного роста и движения к созданию публичной компании требует сочетания укрупнения с IPO, т.е. **ИРО-укрупнения (укрупнение с первоначальным публичным выпуском новых акций)** (IPO roll-up). При этом частные фирмы из одной и той же отрасли экономики одновременно сливаются в одну компанию. К моменту слияния компания выходит на рынок акций. Про вновь образованную компанию иногда говорят: “Вот это, да!”, что подразумевает: “Многомиллионная публичная компания возникла ниоткуда — как по волшебству!”

#### **Укрупнение с первоначальным публичным предложением (IPO roll-up)**

Первоначальное публичное предложение (IPO) акций независимых компаний, представляющих одну отрасль экономики, которые сливаются в одну компанию с предложением своих акций. Средства от IPO используют для финансирования поглощения объединяющихся компаний.

## **Поглощения и планирование долгосрочных инвестиций**

С точки зрения покупающей корпорации поглощения можно рассматривать как один из аспектов процесса планирования долгосрочных инвестиций. В принципе, будущее поглощение можно оценить способом, используемым для оценки любого инвестиционного проекта. Существуют первоначальные

затраты и будущая ожидаемая выгода. В зависимости от вида предстоящих расходов — деньги или обыкновенные акции — фирме следует попытаться оптимально распределить капитал, чтобы увеличение благосостояния акционеров наблюдалось продолжительное время. Однако, в отличие от традиционного инвестиционного проектирования, первоначальные расходы при поглощении могут быть более неопределенными. Фактически эти расходы являются предметом переговоров (торга). Кроме того, если принять, что поглощающая компания стремится сохранить существующую структуру капитала в течение длительного периода времени, то стоит оценивать ожидаемое поглощение без ссылки на способ его финансирования.

### **Свободные денежные потоки и их оценка**

При оценке ожидаемого поглощения покупающая компания должна оценить будущие потоки денежных средств (после уплаты налогов), которые, как полагают, принесет данное поглощение. Нас интересуют *свободные денежные потоки* (free cash flows). Они представляют собой денежные ресурсы, остающиеся после вычета из ожидаемых доходов любых ожидаемых операционных издержек и капиталовложений, необходимых для получения запланированных доходов. Иными словами, свободные денежные потоки — это излишек денежных средств, остающийся после финансирования всех проектов фирмы, имеющих положительную NPV, рассчитанную с учетом соответствующей ставки дисконтирования.

Оценка свободных денежных потоков должна учитывать любые эффекты синергии, поскольку нас интересует предельное (т.е. приростное. — *Примеч. ред.*) влияние поглощения. Более того, оценку денежных потоков следует выполнять без учета каких-либо финансовых издержек. Задача состоит в том, чтобы вычленив будущую финансовую структуру поглощения из его общей ценности как инвестиции. Нас интересует не будущая чистая прибыль после финансовых издержек, а текущие денежные потоки (за вычетом налогов), которые являются результатом поглощения компании. (Вспомните, что это те же денежные потоки, которые мы изучали при рассмотрении отдельных инвестиционных проектов.) На основе этих рассуждений предположим, что в результате поглощения фирма ожидает получить следующие свободные денежные потоки.

	Среднее значение свободных денежных потоков (по годам)				
	1–5	6–10	11–15	16–20	21–25
Годовые операционные денежные поступления в результате поглощения (после уплаты налогов) (тыс. долл.)	2000	1800	1400	800	200
Чистые инвестиции (тыс. долл.)	600	300	–	–	–
Денежные потоки после уплаты налогов (тыс. долл.)	1400	1500	1400	800	200

Применяемая в этом случае дисконтная ставка будет представлять собой стоимость капитала для поглощаемой фирмы. Если эта ставка (посленалоговая) составляет 15%, то приведенная стоимость будущих свободных денежных потоков будет равна 8 724 000 долл. Если у поглощаемой фирмы нет долгов, то эта цифра означает, что поглощающая компания может заплатить деньгами по максимальному курсу, т.е. 8 724 000 долл. за поглощение, и все еще будет действовать в интересах акционеров компании. Фактически уплаченная цена будет результатом переговоров. Однако приведенная стоимость ожидаемого поглощения должна представлять для поглощающей компании верхнюю границу. Любая цена ниже этой цифры приведет к эффективным инвестициям (для поглощающей компании). Вследствие поглощения рыночная цена одной акции в долгосрочном периоде должна увеличиться. Если уплаченная цена превышает приведенную стоимость поглощения, то это свидетельствует о неоптимальном размещении капитала.

### **Неденежные расчеты и принятие на себя обязательств поглощаемой фирмы**

А что, если приобретение другой компании было осуществлено не за деньги, а каким-либо иным способом? С акционерами поглощаемой компании можно рассчитываться обыкновенными акциями, привилегированными акциями, облигациями, деньгами или комбинацией этих элементов. Более того, во многих случаях покупатель принимает на себя обязательства поглощаемой им компании. Осложняет ли это анализ поглощения? Конечно. Но мы должны следить за тем, чтобы соблюдались принятые нами подходы к определению стоимости дополнительных денежных потоков (поступлений) в результате поглощения. Полученная нами цифра приведенной стоимости дополнительных поступлений от поглощения, равная 8 724 000 долл., представляет максимальную цену, которую следует уплатить в денежной форме. Если при поглощении, кроме денег, используют ценные бумаги, то их рыночную стоимость следует преобразовать в денежный эквивалент. Если поглощающая компания принимает на себя обязательства поглощаемой, то они также должны быть конвертированы в денежный эквивалент и вычтены из цены сделки. Таким образом, приведенная стоимость дополнительных денежных потоков (уменьшенная на рыночную стоимость любых долговых обязательств, признанных при поглощении) устанавливает верхний предел суммы, которую можно предложить за поглощаемую фирму. Следовательно, мы можем отделить инвестиционную ценность поглощения от способа его финансирования.

### **Оценка денежных потоков**

При поглощении возникают обычные проблемы оценки будущих потоков денежных средств. Однако этот процесс немного легче, чем планирование инвестиций, поскольку поглощаемая фирма представляет собой действующее предприятие. Поглощающая компания приобретает не просто активы, а нечто большее: опыт, организацию и достигнутую производительность. Оценки продаж и затрат основываются на прошлых результатах, следовательно, они будут точнее,

чем оценки затрат и результатов для нового инвестиционного предложения. Чем меньше неопределенности содержат в себе оценки, тем ниже будет дисперсия ожидаемых доходов и меньше риск — при прочих равных условиях. Однако дополнительная проблема возникает, если поглощение должно быть интегрировано в поглощаемую компанию. В такой ситуации поглощение нельзя оценивать как отдельную операцию. Следует учитывать и эффекты синергии. Оценить эти эффекты довольно трудно, особенно если в результате поглощения образовалась сложно структурированная организация.

### **Сравнение подходов на основе оценки денежных потоков и коэффициента EPS**

Финансовый анализ предполагаемого поглощения на основе свободных денежных потоков (доходный подход) отличается от анализа на основе коэффициента EPS. В анализе на основе EPS при условии, что происходит обмен обыкновенных акций на обыкновенные акции, рассчитывают, рост прибыли на одну акцию произойдет немедленно или в будущем. При анализе на основе свободных денежных потоков определяют, превышает ли приведенная стоимость будущих чистых денежных потоков стоимость поглощения.

Вообще, анализ на основе денежных потоков позволяет оценить поглощение в долгосрочном плане, а в случае анализа на основе прибыли на одну акцию акцент делается на краткосрочном периоде. Если ожидаемое поглощение оценивают методом, основанным на доходности акции, и эта оценка не показывает положительного роста прибыли на одну акцию в течение нескольких лет, то поглощение обычно исключают. В отличие от этого, при подходе на основе денежных потоков рассматривают дополнительный, вызванный поглощением денежный поток на протяжении многих лет в будущем. Таким образом, подход на основе EPS стремится сместить процесс выбора в пользу компаний с перспективами немедленного роста, но необязательно с долгосрочной перспективой. Ни один из методов не учитывает изменения в деловом риске. Однако эту величину можно включить в любой метод анализа, используя методику, обсуждавшуюся в главе 15.

Помимо риска, встает вопрос, какой же из подходов лучше. Вероятно, лучше всего использовать оба метода. Метод на основе денежных потоков представляется более всеобъемлющим в отношении экономической стоимости поглощения в долгосрочном периоде. Практически трудно представить управляющих, которые проигнорируют влияние поглощения на прибыль на одну акцию, несмотря на выводы подхода на основе денежных потоков. К тому же метод на основе прибыли на одну акцию сам по себе может оказаться недальновидным и помешает оценить перспективу стабильного долгосрочного роста. Поэтому наилучших результатов можно достичь, используя подход на основе денежных потоков *в дополнение* к подходу на основе прибыли на одну акцию.

## **Технология слияния**

**Объединение** (consolidation) часто начинается с переговоров управляющих обеих компаний. Обычно совет директоров компаний утверждает дату слияния на основе переговоров. Покупатель многопланово оценивает компа-

нию, намеченную к приобретению. Соответствующие органы управления согласовывают условия, ратифицируют и утверждают их на общих собраниях акционеров обеих компаний. В зависимости от устава корпорации для утверждения соглашения необходимо определенное большинство, которое обычно составляет две трети от общего количества акций. После утверждения на общем собрании акционеров слияние можно считать состоявшимся, поскольку необходимые документы зарегистрированы с включением положений, на основе которых объединяются компании.

#### **Объединение (consolidation)**

Объединение двух или более фирм с образованием совершенно новой компании. Старые фирмы прекращают свое существование. Хотя технически *слияние (merger)* и *объединение (consolidation)* различаются между собой, термины *слияние (остается одна из прежних компаний)* и *объединение* обычно взаимозаменяемы.

Однако остается одно препятствие. Антитрестовское управление Министерства юстиции или Федеральная комиссия по торговле могут возбудить иск с целью блокировки объединения. Чтобы помешать слиянию, правительство в соответствии с разделом 7 **Закона Клейтона (Clayton Act)** должно доказать, что в результате слияния будет иметь место “существенное снижение конкуренции”. Обычно ограничение конкуренции трактовали либо применительно к географической области, например продуктовые магазины в Нью-Орлеане, либо к отрасли промышленности, например производство алюминиевых слитков. Возможна более широкая трактовка, но объединение двух крупных компаний в не связанные между собой направления бизнеса и географические области также иногда вызывает подозрение, по сути, просто из-за размаха объединения. Вследствие расходов на оплату руководства, юридические консультации и других расходов на заработную плату, антитрестовские битвы настолько грандиозны, что большинство компаний хочет быть уверено, что их желание не будет оспорено прежде, чем они начнут объединение.

#### **Закон Клейтона (Clayton Act)**

Принятый в 1914 году федеральный антитрестовский закон, предназначенный для содействия конкуренции. Закон носит антимонопольную направленность, в том числе запрещает расовую дискриминацию, одновременное занятие директорских постов в компаниях-конкурентах одним и тем же лицом, исключительных сделок.

## **Покупка активов или обыкновенных акций**

Компания может быть поглощена либо путем покупки ее активов, либо путем приобретения ее обыкновенных акций. Покупающая компания может приобрести все или часть активов другой фирмы, расплатившись деньгами или собственными обыкновенными акциями. Часто покупатель приобретает только активы другой компании и не принимает на себя ее долговые обязательства.

Когда поглощающая компания приобретает акции поглощаемой, последнюю присоединяют к покупающей компании. Компания, которую поглощают, прекращает свое существование, а оставшаяся компания приобретает все активы и обязательства поглощенной. Как и в случае приобретения активов, средствами выплат акционерам поглощаемой компании могут быть как деньги, так и обыкновенные акции.

## Налогообложение сделки

Если приобретение осуществляют с помощью денег или облигаций, то для продающей компании или ее акционеров сделка является облагаемой налогом на данный момент времени. Это означает, что они должны показать любой капитальный доход или убыток от продажи активов или продажи акций на момент продажи. Если платеж выполняется голосующими привилегированными или обыкновенными акциями, то сделка не является облагаемой налогом на момент продажи. Капитальный доход или убытки оформляются только в случае, если вновь полученные обычные акции будут в конечном счете проданы. Отметим, что комбинация, которая не облагалась бы налогом, должна обязательно иметь бизнес-цель. Другими словами, она не может создаваться только для целей налогообложения. Более того, при приобретении активов поглощение должно включать, по существу, все активы продаваемой компании, и не менее 80% этих активов должны быть оплачены голосующими акциями. При покупке акций покупающая компания сразу же после сделки должна владеть по крайней мере 80% акций продающейся компании.

## Особенности бухгалтерского учета объединения компаний

До опубликования в Соединенных Штатах Америки в 2001 году *Перечня стандартов финансовой отчетности* (Statement of Financial Accounting Standards — SFAS) объединение двух компаний рассматривалось или как **покупка** (purchase), или как **слияние компаний** (pooling of interests). При использовании *метода покупки* все проводки выглядят аналогично ситуации, когда одна компания покупает активы другой компании, т.е. покупатель рассматривает поглощаемую компанию как инвестицию. Если покупатель выплачивает премию сверх балансовой стоимости активов покупаемой компании, то эта премия должна быть отражена в бухгалтерском балансе покупателя. Метод покупки требует, чтобы материальные активы были отражены по обоснованной рыночной стоимости. В результате у покупателя появляется возможность повысить стоимость материальных активов поглощаемой компании при внесении записи в бухгалтерскую документацию. Если сделать такую запись, то и амортизационные отчисления будут выше.

### Метод покупки (purchase method)

Метод отражения в бухгалтерском учете слияния компаний, основанный на *рыночной цене*, уплаченной за поглощаемую компанию.

### Метод слияния компаний (pooling of interests)

Метод отражения в бухгалтерском учете слияния компаний, основанный на чистой балансовой стоимости активов поглощаемой компании. Бухгалтерские балансы двух компаний просто суммируются.

Однако если выплаченная премия превышает балансовую стоимость активов, то разница должна быть отражена в бухгалтерском балансе покупателя как **нема-**

**териальные активы (гудвил, деловая репутация фирмы) (goodwill).** Более того, нематериальные активы должны рассматриваться как будущий доход, т.е. они должны быть признаны доходом. Необходимо оценить срок действия гудвила. В течение этого периода, который не может превышать 40 лет, на гудвил начисляются амортизация для “целей бухгалтерского учета”. Таким образом, учетная прибыль за отчетный период уменьшается на величину амортизационных отчислений. В результате изменений, внесенных в 1993 году в налоговый кодекс, амортизационные отчисления нематериальных активов в “целях налогообложения” обычно подлежат вычету в течение 15 лет для поглощений, совершенных после 10 августа 1993 года. Очевидно, что амортизационные отчисления нематериальных активов раньше не подлежали вычету при налогообложении, что привело к невыгодной ситуации при уплате налогов для фирм, которые приобретали нематериальные активы при покупке активов.

При учете по методу слияния компаний (без переоценки стоимости активов) бухгалтерские балансы двух фирм объединяют, суммируя их активы и пассивы вместе. В результате учетная запись, повышающая стоимость активов и/или нематериальных активов, не отражается при объединении и амортизация нематериальных активов не производится.

**Недавние изменения в ведении бухгалтерского учета.** Поскольку сумма объявленной прибыли выше при ведении бухгалтерского учета методом слияния компаний, чем при методе покупки, многие поглощающие компании предпочитают именно первый метод. Широкое распространение метод слияния компаний получил главным образом в США. В большинстве других стран либо вообще запрещено применение этого метода, либо он имеет определенные ограничения.

В конце 1990-х годов Совет по разработке стандартов финансовой отчетности (Financial Accounting Standards Board – FASB) – профессиональная группа, разрабатывающая правила ведения бухгалтерского учета для американских компаний, – предложил стандарт, который должен заставить компании использовать только метод покупки. Компании резко ополчились против этого предложения, поскольку его принятие приведет к снижению доходов, указываемых в финансовой отчетности, в результате корпоративного слияния (из-за амортизации гудвила). После продолжительных обсуждений FASB выработал компромиссный вариант требований. *SFAS 141* запрещает использование метода слияния в случае слияний и приобретений, разрешая использовать только метод покупки. *SFAS 142* устраняет обязательную периодическую амортизацию гудвила для целей финансовой отчетности, но требует проведения (по крайней мере ежегодного) проверок на предмет сокращения гудвила. Если рыночная стоимость гудвила оказывается меньше его балансовой стоимости, то компания должна признать факт сокращения гудвила путем отнесения на счет прибыли и соответствующего сокращения в балансе (с целью приведения в соответствие с его рыночной стоимостью).

**Новые стандарты бухгалтерского учета оказывают значительное влияние на деятельность компаний**

**Два новых стандарта, опубликованных в прошлом году Советом по выработке стандартов финансовой отчетности (Financial Accounting Standards Board – FASB), оказывают значительное влияние на то, как компании учитывают покупки других компаний и гудвил.**

Стандарт 141 (*“Объединения компаний”*) запрещает использование метода бухгалтерского учета, который называется “метод слияния”, в случае покупки одних компаний другими, разрешая использование только метода покупки. Стандарт 142 (*“Гудвил и другие нематериальные активы”*) изменяет основной способ, посредством которого гудвил и другие нематериальные активы учитываются при покупке компаний.

**Стандарт 141**

В прежние времена результаты объединения компаний могли учитываться с использованием либо метода *слияния* (pooling of interests), либо метода *покупки* (purchase). При использовании метода слияния, по сути, происходило объединение финансовых отчетов двух объектов, в результате чего они рассматривались так, будто всегда представляли собой единое целое. Когда к одним и тем же операциям применялись разные методы, нередко возникала путаница из-за существенных различий в финансовой отчетности, которые являлись следствием использования разных методов учета таких покупок.

При использовании метода покупки компании могут включать в финансовый отчет как нематериальные, так и материальные активы. При использовании такого метода лица, знакомящиеся с финансовой отчетностью (например, инвесторы), получают более точное представление о соотношении нематериальных и материальных активов в покупаемой компании. Это особенно актуально при покупке высокотехнологичных и сервисных компаний, нематериальные активы которых становятся все более важным экономическим ресурсом и занимают все большую долю в стоимости компаний. К тому же, если бы при всех объединениях фирм использовался единый метод, было бы гораздо легче сравнивать финансовые результаты объединенных компаний.

Стандарт 141 распространяется на все слияния компаний, инициированные после 30 июня 2001 года, а также на все слияния компаний, использовавших для составления своей финансовой отчетности метод покупки, если приобретение состоялось не ранее 1 июля 2001 года.

**Стандарт 142**

Этот стандарт, по сути, отменяет практику амортизации гудвила, заменяя ее моделью оценки стоимости, в соответствии с которой гудвил проверяется — по меньшей мере раз в году — на предмет его сокращения. Этот стандарт содержит рекомендации для проверки сокращения гудвила в два этапа: 1) выявление потенциального сокращения и 2) измерение величины сокращения (если таковое имеет место).

Стандарт 142 оказывает наибольшее влияние на компании, указывавшие в своих финансовых отчетах большие объемы гудвила приобретенных ими компаний, после чего их перспективы значительно ухудшались. Если в результате проверки на предмет сокращения гудвила оказывается, что его стоимость в финансовых отчетах снизилась, компания должна сократить его величину до уровня, соответствующего текущей справедливой рыночной стоимости. В течение переходного периода этого года такое сокращение может рассматриваться как одноразовое изменение в бухгалтерском учете, а не как отдельная статья отчета.



Иными словами, Стандарт 142 заставляет компании корректировать стоимость нематериальных активов таким образом, чтобы она отражала текущие экономические реалии. Кроме того, Стандарт 142 касается не только нематериальных активов, являющихся гудвиллом, но и фирменных названий. Положения Стандарта 142 должны применяться ко всем последующим финансовым годам начиная с 15 декабря 2001 года.

*Источник.* “New Accounting Standards are Having a Big Impact on Acquisitions and Goodwill”, *First Tennessee Business Review*, Vol. 12:3 (2002), p. 7. Защищено законом об охране авторских прав © 2002 First Tennessee Bank. Используется с разрешения. Все права защищены.

**Иллюстрация использования методов бухгалтерского учета.** Чтобы проиллюстрировать различия между методами бухгалтерского учета объединения на основе покупки и объединения интересов, давайте рассмотрим типичное поглощение. Компания ABC поглотила компанию XYZ путем обмена ее акций на свои обыкновенные акции стоимостью 2 млн. долл. Компания XYZ до слияния имела облигации на сумму 1 млн. долл. и акции на сумму 1,2 млн. долл. Чистая балансовая стоимость ее активов составляла 2,2 млн. долл. В то же время компания ABC, т.е. покупатель, до слияния владела обыкновенными акциями на сумму 10 млн. долл., облигациями — 5 млн. долл. и, следовательно, чистая балансовая стоимость ее активов равнялась 15 млн. долл. Результаты слияния, просчитанные методами покупки и слияния компаний, приведены ниже.

	Перед слиянием		После слияния	
	Компания ABC	Компания XYZ	Метод покупки	Метод слияния компаний
Чистая стоимость материальных активов, (тыс. долл.)	15 000	2200	17 200	17 200
Стоимость нематериальных активов (тыс. долл.)	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>800</u>	<u>0</u>
Общая стоимость активов (тыс. долл.)	<u>15 000</u>	<u>2200</u>	<u>18 000</u>	<u>17 200</u>
Облигации (тыс. долл.)	<u>5000</u>	<u>1000</u>	<u>6000</u>	<u>6000</u>
Величина акционерного капитала (тыс. долл.)	<u>10 000</u>	<u>1200</u>	<u>12 000</u>	<u>11 200</u>
Суммарная величина обязательств и акционерного капитала (тыс. долл.)	<u>15 000</u>	<u>2200</u>	<u>18 000</u>	<u>17 200</u>

По методу покупки общая стоимость активов поглощенной компании превышает на 800 тыс. долл., что является ценой, уплаченной сверх чистой балансовой стоимости активов поглощенной фирмы. Более того, эту цифру отражают как гудвилл и на нее следует начислять амортизацию вышеописанным способом. По методу слияния компаний общая стоимость активов для остающейся фирмы является просто суммой чистых балансовых стоимостей активов двух компаний до слияния.

До настоящего времени мы допускали, что обоснованная рыночная стоимость активов поглощенной компании была равна ее чистой балансовой стоимости. Во многих ситуациях обоснованная рыночная стоимость активов поглощенной компании превышает чистую балансовую стоимость этих активов. При использовании бухгалтерского учета поглощения по методу покупки материальные активы поглощенной компании записывают по стоимости, превышающей их обоснованную рыночную стоимость. Эта запись с повышением стоимости уменьшает величину нематериальных активов (гудвила). В нашем примере, если бы обоснованная рыночная стоимость активов поглощаемой компании равнялась 2,5 млн. долл. вместо 2,2 млн. долл., чистая стоимость материальных активов остающейся после слияния компании составила бы 17,5 млн. долл. вместо 17,2 млн. долл. Тогда гудвил был бы равен 500 тыс., а не 800 тыс. долл. Если соглашение о покупке подлежит налогообложению, как определено в предыдущем разделе, то остающаяся компания может установить более высокие нормы амортизационных начислений (для целей налогообложения), что, в свою очередь, увеличит денежные потоки. В этом состоит преимущество метода покупки над методом слияния компаний в случае, если целью фирмы является максимизация приведенной стоимости денежных потоков после уплаты налогов. Но поскольку в рамках данного метода целью является максимизация учетной прибыли, метод покупки теряет свою привлекательность, так как он предполагает объявление большей стоимости гудвила.

## Поглощения, предложения о приобретении и механизмы защиты

В наших условных примерах переговоры ограничивались участием менеджмента (управляющих) и совета директоров компаний. Однако поглощающая компания может сделать **предложение о приобретении, тендерное предложение (tender offer)** непосредственно акционерам фирмы, которую она собирается поглотить. *Предложение о приобретении* — это предложение акционерам другой компании купить принадлежащие им акции по фиксированной цене. Чтобы стимулировать продажу, цену покупки обычно устанавливают значительно выше текущей рыночной цены. Предложение о приобретении позволяет поглощающей компании обойти управляющих поглощаемой ею фирмы и вести переговоры с управляющими с позиции силы.

### **Предложение о приобретении, тендерное предложение (tender offer)**

Предложение купить у акционеров компании принадлежащие им акции по определенной цене, нередко с целью получения контроля над компанией. Предложение о приобретении часто исходит от другой компании и обычно по цене выше рыночной.

Тендерное предложение также используют, когда переговоры не ведутся, но одна компания хочет просто поглотить другую. Однако это поглощение не может быть неожиданностью для поглощаемой компании, поскольку Комиссия по ценным бумагам и биржам требует предоставления довольно обширных сведений. При продаже основным инструментом является премия, которую предлагают сверх курса акций. Часто брокерам за продаваемые через них акции допол-

нительно выплачивают привлекательные комиссионные. Предложения о приобретении обычно делаются через финансовую прессу. Также используют прямые рассылки писем почтой акционерам покупаемой компании в случае, если покупатель может получить список акционеров. Хотя компания юридически обязана предоставить такой список, она часто имеет возможность отсрочить рассылку на довольно длительный срок, чтобы помешать покупателю.

Вместо одного предложения о приобретении некоторые покупатели делают **“двухъярусное” предложение о приобретении** (two-tier tender offer). В качестве примера приведем предложение корпорации *CSX Corporation*, сделанное другой корпорацией *Consolidated Rail Corporation (Conrail)* в конце 1990-х годов. При “двухъярусном” предложении первый ярус (уровень) обычно представляет собой приобретение контрольного пакета акций, например 45% выпущенных в обращение акций, если покупатель уже владеет 5%. Предложение о приобретении акций первого “яруса” (первого уровня) более привлекательно в смысле цены и/или формы платежа, чем предложение о приобретении акций второго уровня, т.е. о покупке всех оставшихся акций. Разница в ценах должна повысить вероятность успешного приобретения компании за счет поощрения более ранней продажи акций. “Двухъярусное” предложение о приобретении исключает проблему “безбилетника”, связанную с однократным предложением о приобретении, когда отдельные акционеры имеют стимул держать свои акции в надежде реализовать более выгодное контрпредложение, сделанное кем-либо еще.

**“Двухъярусное” предложение о приобретении (two-tier tender offer)**

Предложение о приобретении, при котором покупатель предлагает лучшую цену первого уровня (например либо повышенную цену, либо оплату деньгами) за определенное максимальное количество акций (или процент акций) и одновременно предлагает купить оставшиеся акции по цене второго уровня (например, по пониженной цене и/или акциями вместо денег).

Покупаемые компании могут использовать ряд защитных механизмов. Менеджмент может попытаться убедить акционеров, что предложение не отвечает их интересам. Часто приводится аргумент, что в долгосрочном плане предложенная цена значительно ниже реальной стоимости фирмы. Но, несмотря на этот довод, акционеры могут решить, что период ожидания слишком длителен, а премия очень привлекательна. Некоторые компании в надежде получить поддержку акционеров повышают денежные дивиденды или объявляют о дроблении акций. В этой ситуации юридические меры применяют, скорее, чтобы воспрепятствовать и помешать покупателю, чем в надежде на успех. Если две фирмы являются конкурентами, то мощным препятствием для покупателя может оказаться иск о нарушении антитрестовского законодательства. Последнее утешение менеджмент покупаемой компании может найти в слиянии с “дружественной” компанией, называемой в этом случае **“белым рыцарем”** (white knight).

**“Белый рыцарь” (white knight)**

Дружественный покупатель, который по приглашению компании, подлежащей покупке, скупает акции у компаний-агрессоров или пускает в ход дружественное контрпредложение, чтобы расстроить первоначальные недружественные предложения о покупке.

## Поправки против поглощений и другие способы защиты

В дополнение к описанным методам защиты некоторые компании применяют и другие методы, которые используют еще до попытки поглощения. Эти методы известны под названием средства против поглощения, или **средства для отпугивания хищников (акул)** (shark repellent). Их разрабатывают, чтобы затруднить нежелательное поглощение. Перед обсуждением таких методов полезно рассмотреть мотивы для их использования. *Гипотеза о защите интересов менеджеров* (managerial entrenchment hypothesis) предполагает, что возведенные барьеры призваны защищать менеджеров и интересы акционеров. С другой стороны, *гипотеза о защите интересов акционеров* (shareholders' interest hypothesis) предполагает, что соперничество за корпоративный контроль отвлекает менеджмент от деятельности, связанной с получением прибыли. Механизмы защиты от поглощения гарантируют, что менеджмент больше внимания будет уделять производственной деятельности, т.е. действовать в интересах акционеров. Более того, считают, что возведенные барьеры заставляют отдельных акционеров не принимать предложения, содержащие низкую цену, но объединяться с другими акционерами в картель в ответ на любое предложение о приобретении. Поэтому, согласно этой гипотезе, методы, направленные против поглощения, действительно увеличивают благосостояние акционеров.

### Средства для отпугивания хищников (акул) (shark repellent)

Защитные средства, используемые компанией для предотвращения потенциально-го поглощения со стороны покупателей—"хищников".

Набор защитных механизмов необходим для затруднения поглощения одной фирмы другой. Как мы уже знаем из главы 20, некоторые компании *изменяют условия работы своих советов директоров* (stagger the terms of their boards of directors) так, чтобы меньше директоров баллотировалось на ежегодных выборах и соответственно большее количество голосов необходимо получить для избрания большинства директоров, симпатизирующих поглощению. Иногда желательно *изменить устав корпорации* (change the state of incorporation). В разных штатах приняты разные уставы, поэтому многие компании предпочитают регистрироваться в штатах с небольшим количеством ограничений, например в штате Делавэр (США). Проводя такую политику, корпорации намного легче ввести поправки, направленные против поглощения, а также защитить себя на правовой основе в случае, если начнется борьба за поглощение. Некоторые компании вводят *условие одобрения слияния подавляющим большинством* (supermajority merger approval provision). Для одобрения слияния вместо простого большинства требуется две трети или даже три четверти голосов акционеров.

Другим способом защиты от поглощения является *условие справедливой цены слияния* (fair merger price provision). В этом случае покупатель должен заплатить держателям неконтрольного пакета акций цену, по крайней мере равную "справедливой (обоснованной рыночной) цене" и оговариваемую заблаговременно. Обычно минимальная цена связана с прибылью на акции коэффициентом P/E, но она может быть равна и устоявшейся рыночной цене.

Часто условие справедливой цены сочетается с условием подавляющего большинства. Если условие минимально установленной цены не удовлетворяется, то решение об объединении может быть принято, только если за него проголосует подавляющее большинство акционеров. Условию справедливой цены также часто сопутствует *условие о замораживании* (freeze out provision), в соответствии с которым сделку разрешают провести по “справедливой цене” только после отсрочки в пределах от двух до пяти лет.

Другим методом помешать потенциальному поглощению является *изменение структуры капитала компании с использованием “рычага”* (leveraged recapitalization). Это требует от современного менеджмента проводить новые займы и использовать выручку для выплаты акционерам больших однократных денежных дивидендов. Принятие на себя обязательств по выплате всех этих долгов мешает покупателю, и он не может получить заем под залог активов, необходимый для финансирования поглощения. Компания продолжает быть публичной, поскольку акционеры сохраняют свои обыкновенные акции, известные под названием акций “стаб”. Очевидно, что теперь акции стоят значительно меньше из-за выплаты больших наличных дивидендов. В такого рода сделке менеджменту и другим инсайдерам денежные дивиденды не выплачивают; вместо этого они получают дополнительные акции. В результате их доля собственности в корпорации существенно возрастает, что в дальнейшем и служит препятствием к поглощению. По своему действию изменение структуры капитала компании в сторону увеличения доли заемных средств позволяет компании выступать в роли своего собственного “белого рыцаря”.

Чтобы воспрепятствовать потенциальному поглощению, некоторые компании используют *распределение сертификатов-прав среди акционеров* (distribution of rights to shareholders), позволяющих им приобретать новые серии ценных бумаг, обычно — конвертируемых привилегированных акций. Однако продажу ценных бумаг в соответствии с этими сертификатами-правами начинают, только если сторонняя группа приобретает определенный процент, обычно 20%, акционерного капитала компании. Суть в том, чтобы иметь в своих руках инструмент управления предложением ценных бумаг, что ставит покупателя в невыгодные условия. Это может касаться права голосования, низкой (договорной) цены исполнения, уплаченной за ценные бумаги, или препятствий в отношении контрольной сделки, если только не уплачена существенная премия, часто несколько сотен процентов. Известное под названием **“ядовитая пилюля”** (poison pill), это положение означает усиление позиции потенциального покупателя при переговорах непосредственно с советом директоров. Совет директоров оставляет за собой право выкупить находящиеся у акционеров сертификаты-права в любое время за символическую плату. Таким образом, “ядовитая пилюля” дает власть совету директоров, позволяющую уйти от поглощения, которое может быть, а может и не быть в интересах акционеров.

**“Ядовитая пилюля” (poison pill)**

Средство, используемое компанией, чтобы стать менее привлекательной в качестве кандидата на поглощение. “Яд” начинает действовать, когда покупатель пытается захватить (“укусить”) фирму.

*Условие запрета* (lockup provision) используют наряду с другими условиями. Оно требует утверждения подавляющим большинством изменений в уставе корпорации, а также любых ранее принятых условий, направленных против поглощения. Дополнительно к этим изменениям устава многие компании заключают договоры со своим высшим руководством (топ-менеджментом). Обычно при поглощении компании им предлагается высокая компенсация. Известные как “золотой парашют”, такие контракты увеличивают цену, которую поглощающая компания вынуждена заплатить за недружественное поглощение.

Несмотря на все эти методы защиты, группы внешних инвесторов все же приобретают акции корпорации задолго до попытки ее поглощения или продажи этих акций кому-либо еще, кто преследует такую же цель. Симптомы необычной аккумуляции обыкновенных акций видны при наблюдении за объемом торговли и трансфертами акций. Если группа приобретает свыше 5% акций компании, то ей необходимо предоставить *Форму 13-D* (Form 13-D) в Комиссию по ценным бумагам и биржам. В этой форме приведены сведения о людях, входящих в группу, их пакетах акций (в других компаниях) и их цели. Стандартный ответ на последний пункт “мы приобрели акции компании в качестве инвестиции”, конечно, малоинформативен. Каждый раз, когда такая группа приобретает дополнительно 1% обыкновенных акций, она должна вносить изменения в свою форму 13-D. Поэтому компания может точно отслеживать количество своих аккумулированных кем-либо акций.

Иногда компания заключает *соглашение по сохранению статус-кво* (standstill agreement) со сторонней группой. Такое соглашение представляет собой добровольный договор, в соответствии с которым группа наиболее крупных акционеров обязуется в течение нескольких лет не увеличивать количество акций, которыми она владеет. Часто это ограничение выражено в максимальном количестве акций (в процентах), которым может владеть данная группа. Соглашение также оговаривает, что группа не будет оспаривать право менеджмента контролировать деятельность компании и что она отдает право первого выбора (преимущественного права принять или отклонить предложение) менеджменту компании, если тот решит продать свои акции. Соглашение по сохранению статус-кво наряду с другими приведенными выше условиями служит для снижения конкуренции за контрольный пакет акций корпорации.

В качестве последнего средства спасения некоторые компании предлагают *премию за выкуп акций* (premium buy-back offer) стороне, угрожающей ей поглощением. Как подразумевает само название, перекупка обыкновенных акций является премией сверх ее рыночной цены и обычно превышает цену, которую заплатила сторона, аккумулировавшая акции. Более того, такое предложение не распространяется на других акционеров. Известное под названием “шантаж или вымогательство”, это средство должно устранить угрозу поглощения, вынудив сторону, скопившую акции, вернуть их. Конечно же, премия, выплачиваемая одним акционерам, может поставить в невыгодное положение других акционеров.

## Практика использования механизмов защиты от поглощения

Отвечают ли меры по предотвращению поглощения интересам акционеров? Фактические данные противоречивы. В большинстве случаев они не свидетельствуют о том, что с принятием различных поправок, направленных против поглощения, цена акций сильно меняется. Однако соглашения по сохранению статус-кво, по-видимому, оказывают отрицательный эффект на благосостояние акционеров, равно как и перекупка акций компанией у владельца крупного пакета акций. Последнее часто ассоциируется с “вымогательством”, т.е. владелец крупного пакета акций угрожает компании враждебным поглощением, и компания, чтобы избежать этого, покупает у него большой пакет акций по благоприятной для него цене. К сожалению, этим уменьшается благосостояние акционеров, не принимающих участия в такой операции. Вероятно, и использование “ядовитой пилюли” оказывает негативное, хотя и умеренное влияние на цену акций, что согласуется с гипотезой о защите менеджеров. (Ссылки на статьи, посвященные современным исследованиям в этой области, можно найти в разделе “Рекомендуемая литература” в конце главы.)

## Стратегические союзы

Иногда у фирмы недостаточно средств, чтобы достичь всех своих стратегических целей за счет прямых инвестиций или поглощения. **Стратегические союзы (альянсы) (strategic alliances)**, или соглашения о сотрудничестве, между компаниями являются третьим вариантом. Разница между стратегическим союзом и слиянием в том, что члены союза остаются независимыми фирмами. Стратегические союзы могут принимать различные формы и включать разных партнеров. Сотрудничать могут поставщики и их потребители (например, соглашение о сотрудничестве необходимо для осуществления принципа поставок “точно в срок”). Соглашение о сотрудничестве могут заключать также конкуренты одной и той же сферы бизнеса (например, две автомобильные фирмы владеют акциями одного предприятия по сборке автомобилей); или не конкурирующие, но взаимосвязанные фирмы (например, для снижения издержек в альянсы могут вступать предприятия и поставщики лекарственных средств, больницы и врачи).

### Стратегические союзы (альянсы) (strategic alliances)

Соглашение о сотрудничестве между двумя или более независимыми фирмами с целью достижения конкретных коммерческих целей.

## Совместные предприятия

Одним из видов стратегического союза является **совместное предприятие (joint venture)**, при котором для достижения поставленных целей две или больше фирм совместно создают и управляют отдельной компанией. Например, компании *NBC* и *Microsoft* расширили рамки своего стратегического альянса,

создав на равноправных началах совместное предприятие. Главным компонентом этого совместного предприятия было создание глобальной кабельной сети по 24-часовому вещанию новостей и информации, называемой MSNBC.

**Совместное предприятие (joint venture)**

Предприятие, которое принадлежит и совместно управляется двумя или более независимыми фирмами. Каждый венчурный партнер продолжает существовать как отдельная фирма, а совместное предприятие представляет собой новое предприятие.

## Виртуальные корпорации

В последние годы в качестве бизнес-инструмента широкое распространение получило **использование субподрядчиков**, или **аутсорсинг (outsourcing)** — передача производственной операции, которую можно было бы выполнять самостоятельно, сторонней фирме. Аутсорсинг позволил фирмам сфокусировать внимание на базовых, присущих только ей видах деятельности с целью получить конкурентное преимущество. Что произойдет, если аутсорсинг расширить до предела и тем самым “обнажить” компанию до самого основания, грубо говоря “до костей”? Вы получите так называемую **виртуальную корпорацию (virtual corporation)**. В такой фирме даже производство фирменных изделий может быть вынесено за ее пределы. Чтобы выжить, таким фирмам необходимо создавать альянсы и/или совместные предприятия с поставщиками и производителями.

**Использование субподрядчиков, аутсорсинг (outsourcing)**

Заключение субподрядных договоров на выполнение определенных работ с внешними фирмами, вместо самостоятельного выполнения этих операций.

**Виртуальная корпорация (virtual corporation)**

Форма организации бизнеса, которая включает широкомасштабный аутсорсинг деловых функций.

Компания *Sara Lee*, известная своей выпечкой, а также компании *Jimmy Dean* (сосиски), *Hanes* (футболки) и даже фирма *Wondebra* вызвали сенсацию, когда продали многие свои хлебозаводы, мясокомбинаты и текстильные фабрики, став виртуальными корпорациями. Джон Брайян, топ-менеджер компании *Sara Lee*, объяснил, что он хотел сделать свою компанию “лишенной активов”, фактически все передать сторонним фирмам и сконцентрировать внимание на маркетинге и управлении торговыми марками фирмы *Sara Lee*.

Признание торговой марки стало настолько значимым, что ряд компаний передали свои производственные процессы другим компаниям, чтобы всецело посвятить себя управлению торговыми марками. В качестве главного примера можно привести фирму *Nike*. Фирма *Nike* не производит обувь, это делают ее стратегические партнеры-поставщики (преимущественно в Азии). Вместо этого фирма *Nike* уделяет главное внимание разработке изделий, маркетингу и каналам распределения продукции. Теперь эти направления, а не производство, стали приоритетными.



Для виртуальных корпораций, подобных *Nike* и *Sara Lee*, решающими являются соглашения о стратегическом сотрудничестве, которые они заключают с поставщиками и/или производителями. Эти соглашения также позволяют виртуальным корпорациям обрести высокую гибкость и лучше управлять риском, сопутствующим новым инициативам. Суть в том, что виртуальная корпорация может экспериментировать без особого развития тех видов деятельности, которые могут и не привести к успеху.

### Стратегические альянсы: когда $1 + 1 = 3$

**Практически в каждой отрасли компании приходят к выводу: чтобы выжить, нужно искать партнеров.**

В некоторых случаях отношения между двумя или несколькими сторонами представляют собой нечто большее, чем простую сумму отдельных составляющих. Иногда бывает невозможно добиться успеха, действуя в одиночку.

Все больше компаний практически из всех отраслей приходят к выводу, что единственным способом повышения конкурентоспособности является вступление в партнерские отношения. По утверждению авторов статьи, появившейся недавно в *MIT Sloan Management Review*, каждая из 500 ведущих глобальных компаний участвует

в среднем в 60 стратегических альянсах, а в докладе *Gartner* (Стамфорд, штат Коннектикут) утверждается, что фирмы, входящие в перечень *Global 2000*, получают 40% своих доходов от партнеров, причем к 2010 году этот показатель увеличится до 65%.

Это означает, что значительная доля бизнеса ведется посредством альянсов. Это также означает, что в случае, если вы не участвуете в партнерских отношениях, то упускаете колоссальные возможности.

Следует, однако, заметить, что альянсы не всегда бывают эффективными. Фактически как минимум половина альянсов, согласно докладу *Gartner* и других аналитиков, не приносит их участникам желаемых результатов. «Это объясняется четырьмя главными причинами: отсутствием поддержки со стороны руководства фирм, несовместимостью стратегий, нехваткой ресурсов, выделяемых на поддержание партнерских отношений, и недостаточным уровнем сотрудничества между «полевыми» организациями», — утверждает Чак Кергис, директор корпоративных альянсов компании *Unisys*.

#### Хороший, плохой и причины

Участие в альянсах дает возможность компаниям оперативно реагировать на появление новых проблем и благоприятных возможностей; к тому же участие в альянсах связано с меньшим риском, чем участие в новых совместных предприятиях. К числу других преимуществ относятся способность объединить ключевые компетенции, более эффективно использовать финансовый «рычаг», получить доступ к новым технологиям, повысить эффективность исследований и разработки новых продуктов, сократить время, требующееся для вывода продукта на рынок, улучшить маркетинг, а также получить выход на новые рынки.

Кроме того, создание альянса, как правило, связано с меньшим риском, чем непосредственная покупка другой компании. В сравнении со слияниями и приобретениями (*mergers and acquisitions — M&A*) альянсы намного быстрее организуются и

демонстрируют большую гибкость, требуют меньше денег и оттягивают на себя меньше ресурсов.

Однако основной причиной, которая заставляет организации вступать в альянсы, по мнению *Gartner*, является стремление обеспечить высокие темпы роста, получать более высокую прибыль, расширить круг потенциальных клиентов и усилить свое влияние на рынке.

Тем не менее альянсам присущи определенные недостатки, самым значительным из которых является потеря контроля. Альянсами невозможно управлять с помощью командных методов, отдавая распоряжения и контролируя их исполнение. Напротив, ими нужно управлять посредством координации и убеждения. Еще одним серьезным недостатком альянсов является высокий «коэффициент неудач». К тому же часто бывает, что альянс, который кажется удачным сегодня, может оказаться не столь эффективным завтра. «В условиях динамичной экономики потребности и рынки также меняются достаточно быстро, — говорит Чак Кертис. — Альянс, в создание которого вы вложили значительные ресурсы, может оказаться малоэффективным через каких-нибудь полгода».

*Источник.* Заимствовано из статьи Eric Schoeniger, “Strategic Alliances: When 1 + 1 = 3”, *Exec*, Vol. 24:4 (2002), p. 13–18. ([www.unisys.com/exemag/](http://www.unisys.com/exemag/)) Защищено законом об охране авторских прав © 2002 Unisys Corp. Используется с разрешения. Все права защищены.

## Продажа активов компании

При слиянии два или больше предприятий объединяются вместе. В случае стратегического союза две или больше независимые фирмы договариваются о сотрудничестве. Однако иногда создание стоимости требует, чтобы реструктуризация корпорации проводилась на совершенно иной основе, чем рост или сотрудничество. Компания может принять решение о продаже части активов предприятия или полной его ликвидации. В этом разделе мы рассмотрим различные методы **продажи активов**, или **изъятия инвестиций** (divestiture).

### Продажа активов, изъятие инвестиций (divestiture)

Продажа части предприятия или фирмы в целом.

## Добровольная ликвидация корпорации

Решение о продаже фирмы должно преследовать цель повышения благосостояния акционеров. Данная ситуация не включает финансовое банкротство, речь о котором будет идти в приложении к этой главе. Идея заключается в том, что активы фирмы при **ликвидации** (liquidation) могут иметь более высокую стоимость по сравнению с приведенной стоимостью денежного потока ожидаемого от их использования в рамках фирмы. При ликвидации у фирмы есть возможность продать активы по частям, что может привести к получению более высокой стоимости по сравнению с тем, если бы их продали целиком, как при слиянии. При полной ликвидации облигации компании должны быть погашены по номинальной стоимости. Если их рыночная цена явно ниже, то владельцы облигаций увеличивают свое благосостояние в конечном счете за счет владельцев акций.

**Ликвидация (liquidation)**

Продажа активов фирмы — либо добровольная, либо в результате банкротства.

## Частичная распродажа активов

В случае **частичной распродажи активов** (sell-off) продается только часть компании. Когда продается бизнес-подразделение, то оплата осуществляется или в форме денег, или ценными бумагами. Это решение должно принести продающей компании положительную чистую приведенную стоимость. Решающий момент в том, будет ли полученная стоимость больше стоимости ожидаемых будущих денежных потоков в случае продолжения операции.

**Частичная распродажа активов (sell-off)**

Продажа подразделения компании, известная под названием частичной распродажи; или продажа всей компании, известная под названием добровольной ликвидации.

## Передача части активов корпорации (отпочкование)

Похожая на частичную распродажу капитала, **передача части активов (отпочкование)** (spin-off) включает решение об отделении какого-либо подразделения, например работающей отдельно дочерней компании или филиала. При отпочковании бизнес-подразделение не продается за деньги или за ценные бумаги. Точнее сказать, обыкновенные акции подразделения распределяются между акционерами компании на пропорциональной основе, после чего подразделение функционирует как полностью самостоятельная компания. Например, в 1997 году от компании *Pepsico, Inc.* отпочковался ее ресторанный бизнес — фирмы *KFC*, *Pizza Hut* и *Taco Bell*, которые вошли в компанию под названием *Tricon Global Restaurants* с активами в 10 млрд. долл. В это отпочкование были вовлечены как физические активы, так и люди. На момент отпочкования не существовало никаких обязательств по выплате налогов, поскольку налогообложение имеет место только при продаже акций. После отпочкования фирма *Tricon* функционировала независимо, ее обыкновенные акции продавались и покупались на Нью-йоркской фондовой бирже с **тикером** (symbol ticker) YUM.

**Передача части активов (отпочкование) (spin-off)**

Форма отделения капитала, в результате которого дочерняя фирма или какое-либо подразделение фирмы становится независимой компанией. Обычные акции в новой компании распределяются среди акционеров материнской компании на пропорциональной основе.

**Тикер (ticker symbol)**

Уникальное буквенно-кодовое обозначение ценных бумаг эмитентов. Чаще всего они используются в газетах и котировках. Эти сокращенные обозначения придумали еще в начале XIX века телеграфисты.

Мотивы отпочкования в некоторой степени сходны с мотивами частичной распродажи капитала. Однако в случае отпочкования отделившееся подразделение приобретает независимость, поэтому возможности для эффекта синергии в обычном значении этого термина отсутствуют. В качестве независимой компании с другими управленческими стимулами управление этим подразделением, возможно, будет осуществляться лучше. В этом смысле сделка может оказаться экономически выгодной, хотя потребует и определенных расходов. Поэтому необходимо осуществить эмиссию новых акций. Кроме того, существуют постоянные затраты на обслуживание акционеров наряду с новыми агентскими издержками, связанными с наличием двух публичных компаний вместо одной. Поэтому получение чистой прибыли остается под вопросом.

Другие причины отпочкования, по нашему мнению, более существенны. Здесь применим ранее цитированный довод о переходе материальных благ от держателей облигаций к акционерам. Другим уже обсуждавшимся фактором является связанный с отпочкованием информационный эффект.

За счет отпочкования можно добиться гибкости при составлении контрактов. В случае автономной деятельности иногда можно пересмотреть трудовые договоры, уйти от налогообложения или обойти ставшие ненужными ограничения в управлении. Другой тип контракта затрагивает управляющих. При отпочковании происходит отделение менеджмента бизнес-подразделения от менеджмента материнской фирмы. В результате возможно изменение стимулов для повышения производительности труда управляющих. И наконец, отпочкование позволяет проявить большую гибкость при заключении контрактов с кредиторами, когда в контракт необходимо ввести особые защитные условия<sup>6</sup>. Все это может повлиять на решение об отпочковании бизнес-подразделения и на стоимость сделки.

## **Выделение части собственного капитала**

**Выделение части собственного капитала** (equity carve-outs) в некоторой степени похоже на две уже описанные формы продажи активов. Однако в этом случае обыкновенные акции хозяйственной единицы направляются в открытую продажу. Первичное публичное предложение обычно включает только некоторую часть акций дочерней компании. Материнская компания, как правило, продолжает владеть долей собственного капитала в дочерней компании и контролировать ее деятельность. При этом продается меньшая часть акций, и, таким образом, выделение части собственного капитала представляет собой форму финансирования за счет выпуска акций дочерней компании. Различие состоит в том, что акции дочернего предприятия продаются как самостоятельные ценные бумаги, никак не связанные с акциями материнской компании. И, таким образом, рынок получает возможность оценить дочернюю фирму.

---

<sup>6</sup> Об анализе столь различных причин см. Katherine Schipper, Abbie Smith, "Effects of Reconstructing on Shareholder Wealth: The Case of Voluntary Spin-Offs", *Journal of Financial Economics* 12 (December 1983), p. 437–468.

**Выделение части собственного капитала (equity carve-outs)**

Публичная продажа акций дочерней компании, в которой материнская компания продолжает сохранять контроль.

**Чистая игра (pure play)**

Инвестиция, сконцентрированная на одном направлении бизнеса. Полной противоположностью чистой игры является инвестиция в конгломерат.

**От выделения отдельного бизнеса — к его отпощкованию**

Одним из примеров того, как отделение акций, при котором родительская компания делает публичное предложение (IPO) части акций одной из своих дочерних фирм, может стать высокоприбыльным для всех заинтересованных лиц, является отделение в два этапа от компании *Ford Motor* компании *Associates First Capital*. Первой стадией стало публичное предложение в мае 1996 года 19,3% акций компании *Associates*, которое принесло 1,65 млрд. долл. На втором этапе, в апреле 1998 года, *Associates* была отделена и оценена в 23,69 млрд. долл.

Согласно *Ford*, главные причины отделения компании были определены обычными модными корпоративными терминами — акцент, глобальная синергия, концентрация внимания на базовой деятельности. *Associates* была (и остается) крупной потребительно-финансовой компанией, темп роста которой значительно выше, чем у *Ford*. Но у нее плохо шли дела (если вообще как-то шли) с базовым бизнесом *Ford*, связанным с производством автомобилей и грузовиков. Однако после отделения она смогла пойти своим путем. В быстроконсолидирующейся отрасли промышленности она теперь имела ценную валюту для поглощения — свои собственные акции, благодаря которым можно было развиваться. “Для *Associates* отделение было необходимо, поскольку оно позволило ей расти далее”, — сказал представитель *Ford*.

**Мотивы, связанные с налогообложением**

Основной причиной популярности выделения части собственного капитала в Соединенных Штатах Америки является их высокая эффективность в плане снижения налогового бремени. Компании не платят налоги при выделении, если отделяется до 20% дочерней компании, поэтому в большинстве сделок инвесторам предлагается именно эта часть акционерного капитала. Единственное, в чем инвесторам следует проявлять осторожность, сводится к следующему: предлагаемые акции являются вновь выпущенными, а не существующими, по которым родительская компания должна уплатить налог на увеличение рыночной стоимости капитала. И если затем дочерняя компания отпощковывается, то бывшей материнской компании ничего не достается и поэтому никакие налоги не выплачиваются.

*Источник.* Адаптировано на основе “Mega-mergers bring a new spate of carve-outs”, *Corporate Finance* (September 1998), p. 20–21. © Euromoney Publications plc, 1998. Используется с разрешения. Все права защищены.

Одна из мотиваций выделения подразделения состоит в том, что при самостоятельной котировке акций и открытой торговле ими у менеджеров больше стимулов для хорошей работы. Во-первых, благодаря небольшому масштабу операции их усилия не останутся незамеченными, как это иногда происходит в крупной компании, характеризующейся многообразием деятельности. При таких условиях с помощью административных опционов можно привлечь, заинтересовать и удержать лучших менеджеров. Кроме того, информация о дочерней компании более доступна. В свою очередь, это может уменьшить асимметрию информации между менеджерами и инвесторами и позволить точнее определить стоимость дочерней компании на рынке.

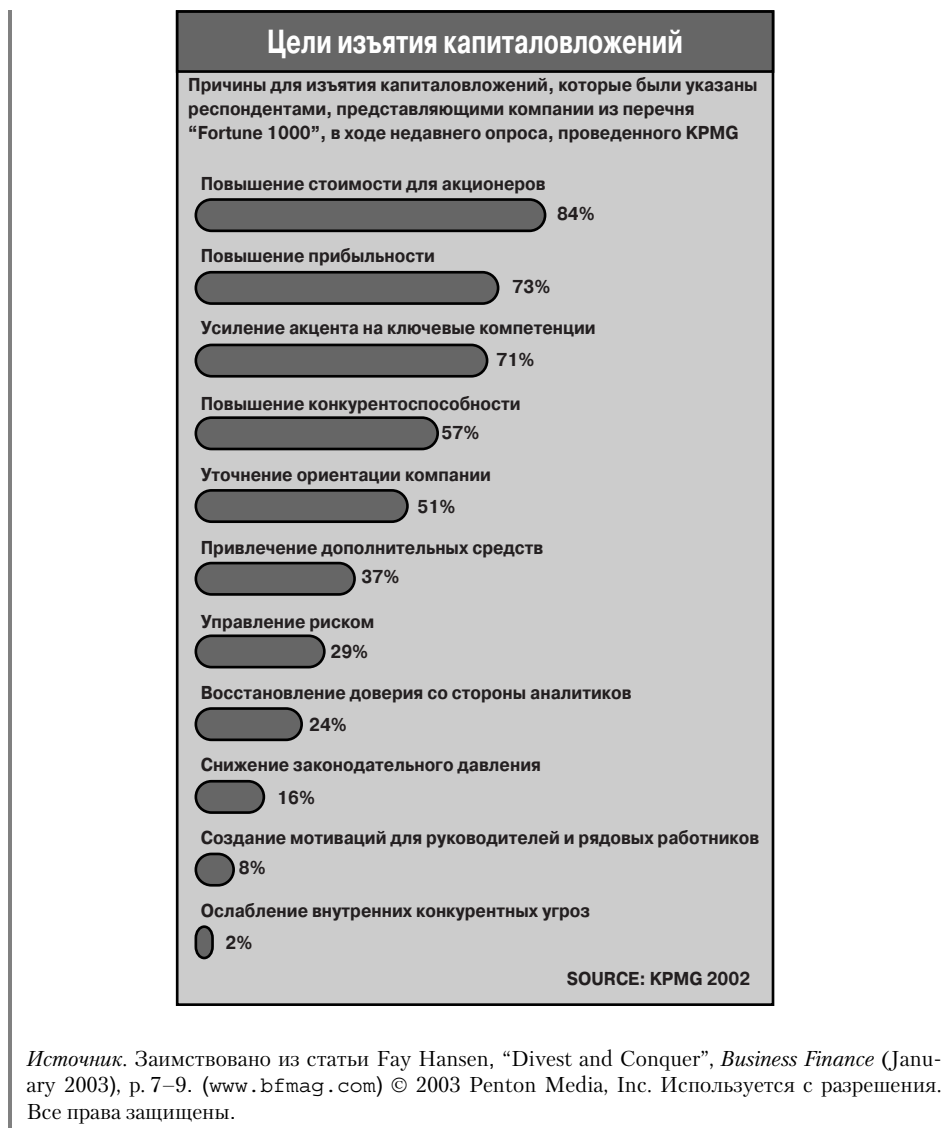
Полагают, что отделение подразделения — хорошее средство для финансового роста. Когда дочерняя компания занимается высокотехнологичным, но не особенно прибыльным бизнесом, то самостоятельная продажа ее акций может оказаться более эффективным средством финансирования, чем финансирование через материнскую компанию. Вкладывая средства непосредственно в отдельную дочернюю компанию, инвесторы могут участвовать в **чистой игре** (pure play), т.е. инвестировать в конкретную технологию.

#### Как важно иногда бывает своевременно отказаться от своих приобретений

Компании, которые поддались ажиотажу приобретений, охватившему деловой мир в прошлом десятилетии, срочно избавляются от подразделений, которые не соответствуют их ключевым компетенциям.

*Century Business Services Inc. (CBiz)*, специализирующаяся на аутсорсинге бизнес-услуг, в период с 1997 по 1999 год “проглотила” 145 компаний, а в прошлом году избавилась от 24 операционных подразделений. В *CBiz* и других крупных корпорациях изъятие капиталовложений — это важная стратегия, направленная на повышение прибыльности, усиление акцента на ключевых компетенциях и повышение конкурентоспособности.

Согласно опросу, недавно проведенному *KPMG*, подавляющее большинство (88%) высших руководителей компаний, входящих в список *Fortune 1000*, согласны, что изъятие капиталовложений может быть важной составляющей корпоративной стратегии. “Изъятие капиталовложений становится предпочтительным способом создания и поддержания стоимости для акционеров, — говорит Шон Т. Келли, партнер, отвечающий за деятельность *KPMG LLP* в Чикаго, связанную с оказанием услуг по заключению сделок. — Изъятие капиталовложений уже не рассматривается как реакция на неудачное слияние или приобретение. Такое изменение во взглядах произошло в течение последних трех–пяти лет, когда руководители высшего звена стали использовать “портфельный” подход к управлению своими компаниями. Это означает, что, анализируя все свои ресурсы, руководители компаний постоянно задают себе вопрос, что еще я мог бы купить и что еще я мог бы продать?”.



## Факты, касающиеся распродажи активов

Как и при слияниях, основные эмпирические проверки, касающиеся распродажи активов, включают изучение конкретных случаев, а именно — ежедневного изменения доходности ценных бумаг до и после объявления о распродаже активов за вычетом общих рыночных эффектов. Результаты изучения ликвидации всей компании свидетельствуют об увеличении доходности для акционеров ликвидируемой компании в диапазоне от 12 до 20%. При частичной продаже компании ее акционеры, по-видимому, получают небольшую положительную доходность (около 2%) перед объявлением о продаже. Акции

онеры покупающей компании также получают небольшой доход, если учесть, что приобретаемые ими дочерняя компания или подразделение представляют большую ценность для них, чем для продавца.

При отпочковании в среднем наблюдается более высокое увеличение доходности акционеров (5% и больше), чем при частичной продаже. Здесь полученные данные соответствуют выводу о позитивном эффекте информации об объявлении отпочкования. Однако полученные данные не согласуются с переходом выгоды от держателей долговых обязательств к акционерам. И наконец, обнаружено, что при выделении части собственного капитала у акционеров наблюдается небольшое увеличение доходности (около 2%) в течение периода объявления об этой операции. В целом, продажа активов компании скорее всего положительно (в информационном плане) влияет на доходы акционеров, причем наивысший эффект дает добровольная ликвидация.

## Реструктуризация собственности

Иногда корпоративную реструктуризацию проводят для изменения структуры собственности компании. Этот процесс часто сопровождается драматическими изменениями в пропорциях долговых обязательств. В этом разделе будут рассмотрены вопросы *приватизации* (going private) и *выкупа компании за счет заемного капитала* (leveraged buyouts).

### Приватизация

Ряд хорошо известных компаний, например *Levi Strauss & Company*, стали частными, т.е. были приватизированы. **Приватизация** (going private) означает преобразование компании, акции которой принадлежат широкому кругу акционеров (распылены), в частную. Акции частной компании принадлежат небольшой группе инвесторов, причем высшие должностные лица (управляющие высшего звена) обычно владеют большой долей акционерного капитала. При изменении формы владения используются различные методы для выкупа акций публичных корпораций. Наиболее распространенные способы приватизации включают выкуп акций у акционеров за деньги и преобразование компании в холдинг-корпорацию, которой владеет группа частных инвесторов-менеджеров. Эту сделку нельзя трактовать как слияние, ее лучше назвать продажей активов группе частных лиц. Существуют и другие методы, но результат всегда один и тот же: компания прекращает свое существование как публичная, а акционеры получают хорошую компенсацию за свои акции. Хотя большинство сделок осуществляются за деньги, иногда применяются и неденежные формы расчета, например простой вексель.

#### **Приватизация (going private)**

Преобразование публичной компании в частную путем выкупа акций управляющими компании и/или сторонней группой частных инвесторов.



## МОТИВЫ

Ряд факторов влияет на решение менеджмента преобразовать публичную компанию в частную<sup>7</sup>. Обращение акций публичной компании связано с определенными издержками: акции должны быть зарегистрированы, акционеров необходимо обслуживать; существуют административные расходы при выплате дивидендов и рассылке материалов, имеют место юридические и административные расходы при предоставлении отчетов Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также другим регулирующим органам. Кроме того, ежегодно проводятся собрания акционеров и совещания с финансовыми аналитиками, где часто задают вопросы, на которые большинству высших руководителей не хотелось бы отвечать. Всего этого можно избежать, если компания находится в частной собственности.

Считается, что в публичной компании менеджеры ориентируются на показатели ежеквартальной балансовой прибыли, а не долгосрочной, так называемой “экономической” прибыли. Учитывая, что при управлении активами решения в основном направлены на создание экономической стоимости, приватизация может лучше распределить ресурсы и, таким образом, увеличить стоимость активов.

Другим мотивом для приватизации являются пересмотр и улучшение для менеджмента стимулов к работе. С ростом доли принадлежащего им собственного капитала у менеджеров появляется больше стимулов к повышению производительности и эффективности труда. Сэкономленные деньги и прибыль, полученная благодаря более эффективному управлению, достаются в основном управляющим частной компании, в отличие от публичной, где средства распределяются среди большой группы акционеров. В результате менеджмент может быть больше заинтересован в принятии жестких решений, уменьшении расходов, льгот и просто в более интенсивном труде. В частной компании их вознаграждение теснее связано с принимаемыми ими решениями. Чем выше эффективность и рентабельность компании, тем больше вознаграждение. В публичной компании уровень материальной компенсации не связан напрямую с принимаемыми решениями и особенно с решениями, приводящими к получению высокой прибыли, а при значительных выплатах управляющим у финансовых аналитиков, акционеров и прессы возникает масса вопросов.

Наряду с доводами “за” приватизацию, существует и контраргументы. Во-первых, довольно существенными могут оказаться расходы на оплату услуг инвестиционных банков, юристов и т.д. Ликвидность акций в частной компании невелика. Значительная часть собственного состояния менеджеров может быть вложена в компанию. Менеджмент может повысить стоимость компании, но не сможет реализовать ее до тех пор, пока она не станет публичной. Если в будущем начать преобразование частной компании в публичную, то будут продублированы все транзакционные издержки к радости инвестиционных банков и юристов.

---

<sup>7</sup> Подробнее см. Harry DeAngelo, Linda DeAngelj, Edward M. Rice, “Going Private: Minority Freezesouts and Stockholder Wealth”, Journal of Law and Economics 27 (June 1984), p. 367–401, где обсуждается большинство мотивов.

## **Факты, касающиеся приватизации**

Влиянию приватизации на благосостояние владельцев ценных бумаг посвящено несколько исследований. Из имеющихся в нашем распоряжении данных видно, что акционеры получают приличную (примерно от 12 до 22% в двух исследованиях) доходность в период объявления о приватизации. В случае предложения денежной оплаты, доходность намного выше — аналогично премиям, получаемым при слиянии. Акционеры приватизируемой компании явно выигрывают от приватизации, но насколько удачно они распоряжаются полученными средствами, установить не удалось.

### **Выкуп компании за счет заемных средств**

Приватизация может быть прямой сделкой, если группа инвесторов просто выкупает долю капитала у публичных акционеров, или может представлять собой **выкуп компании за счет заемных средств** (leveraged buyout, LBO), если в качестве инвесторов выступает третья, а иногда и четвертая сторона. Как предполагает само название, этот метод представляет собой переход собственности, осуществляемый главным образом за счет займа. Метод иногда называют финансированием на базе активов или с требованиями на эти активы, поскольку заемные средства обеспечиваются активами самого предприятия. В результате большинство LBO предпринимаются в отношении капиталоемких компаний. Хотя некоторые виды LBO включают покупку всей организации, большинство методов относится к покупке ее подразделения или каких-либо структурных единиц. Часто подразделение покупается его же менеджментом, так как компания приходит к выводу, что оно больше не соответствует своим стратегическим целям. Этот тип сделки называется **выкупом компании менеджментом** (management buyout — MBO). Другая отличительная особенность LBO состоит в том, что оплата осуществляется деньгами, а не акциями. И наконец, приватизируемая экономическая единица неизменно становится частной компанией.

#### **Выкуп компании за счет заемных средств (leveraged buyout — LBO)**

Покупка контрольного пакета или всех активов компании, дочерней компании или подразделения компании группой инвесторов, осуществляемая главным образом за счет займа.

Для компаний, желающих использовать LBO, характерны некоторые общие черты. Часто заинтересованная в LBO компания располагает возможностью отсрочить существенные расходы в течение определенного периода времени в будущем. Иногда компания реализует программу значительного обновления и модернизации своих предприятий. Компания может иметь активы дочерней фирмы, которые может продать без ущерба для своей основной экономической деятельности. Такая продажа предоставляет средства для погашения задолженности за предыдущие годы. Компании с высокими объемами НИОКР (R&D), работающие, например, в фармацевтике, наоборот, будут нежелательными претендентами на LBO. Первые несколько лет после LBO доходы компании должны идти на погашение долга. Расходы же на НИОКР, ре-

кламу и обучение персонала должны отойти на задний план. Обычно компании, работающие в сфере услуг, где персонал составляет основную ценность, не считаются хорошими кандидатами на LBO, поскольку если персонал оставит фирму, то в ней не останется ничего ценного.

Устойчивые предсказуемые операционные денежные потоки — выигрышная характеристика претендентов на LBO. В этом отношении преимуществом обладают компании, производящие потребительские товары с устоявшимися торговыми марками. Так же высоко оценивается проверенная на практике деятельность с завоеванным рыночным положением. Чем меньше продуктов компании или видов деятельности относятся к циклическому спросу, тем лучше. Как правило, активы компании должны представлять собой материальные активы и/или торговые марки. Кроме того, большое значение имеет управляющий персонал фирмы, поскольку опыт и квалификация высшего руководства — решающее условие достижения успеха. Несмотря на то что приведенные характеристики не всеобъемлющи, они описывают особенности, благоприятствующие LBO.

### Детальная иллюстрация

Чтобы продемонстрировать типичный LBO, предположим, что *Klim-On Corporation* намерена избавиться от подразделения, занимающегося производством молочных продуктов. Его активы составляют здание, автопарк, материальные запасы и дебиторская задолженность. Балансовая стоимость всех активов равняется 120 млн. долл. Восстановительная стоимость — 170 млн. долл., но в случае ликвидации подразделения получено было бы только 95 млн. долл. Корпорация *Klim-On* решила продать подразделение, если это принесет ей 110 млн. долл., для чего воспользовалась услугами инвестиционного банка. После изучения потенциальных покупателей инвестиционный банк пришел к выводу, что лучше всего продать подразделение его управляющим. Четверо топ-менеджеров данного подразделения проявили интерес к покупке и ищут возможность ее осуществить. Однако они располагают только 2 млн. долл. личного капитала, а средств надо значительно больше.

Инвестиционный банк согласен попытаться организовать LBO. Для подразделения составлены финансовый прогноз и кассовая смета, чтобы определить, какого размера заем можно взять и обслуживать. Исходя из этих прогнозов, а также учитывая сокращение определенных капитальных затрат, стало ясно, что ожидаемых поступлений для погашения долга в 100 млн. долл. недостаточно. Снижение расходов рассматривается как временная мера, необходимая для погашения долга в течение нескольких последующих лет. Инвестиционный банк нашел товарищество с ограниченной ответственностью, готовое предоставить 8 млн. долл., что в совокупности составит 10 млн. долл. За это товарищество получает 60% исходных обыкновенных акций, а управляющие — остальной процент.

### Организация долгового финансирования

После этого инвестиционный банк предлагает рассмотреть возможности привлечения заемного капитала для совершения данной операции. В LBO обычно применяют две формы кредита: долг с более высоким приоритетом

погашения и младший субординированный долг. Для старшего долга крупный нью-йоркский банк через свою дочернюю фирму, кредитующую под залог активов, согласился дать кредит на сумму 75 млн. долл. плюс дополнительно 8 млн. долл. возобновляемого кредита на сезонные расходы. Ставка по обоим кредитным договорам на 2% превышает прайм-рейт. Заем обеспечивается залогом всех видов активов: недвижимости, строений, оборудования, оборотного капитала, материальных запасов и дебиторской задолженности. Заем в 75 млн. долл. предоставляется сроком на шесть лет с равномерным ежемесячным погашением основной суммы долга плюс проценты за этот месяц. Все основные банковские операции будут выполняться банком, предоставляющим кредит, а поступления компании будут зачисляться на специальный счет этого банка с целью погашения кредита. В дополнение к залому в кредитное соглашение будут включены обычные условия защиты.

Младший субординированный долг (облигации) в размере 25 млн. долл. может быть предоставлен филиалом крупной финансовой компании, финансирующей слияние. Этот заем иногда называют финансированием типа “мезонин”, поскольку он расположен посередине между старшим долгом и акциями. Облигации выпускаются сроком на семь лет с фиксированной процентной ставкой, равной 13%. В течение этих семи лет необходимо делать только ежемесячные процентные платежи, а погашение номинала облигаций производится в конце срока. Поскольку залоговое право на все активы получит старший кредитор, то этот заем является необеспеченным и субординированным по отношению к старшему долгу, как и к другим бизнес-кредиторам компании. Чтобы компенсировать повышенный риск, этот кредитор получает варранты на право приобретения 40% акций. Эти варранты можно исполнить в любое время в течение семи лет по цене 1 долл. за акцию, что равно ее номиналу. При исполнении варрантов доля управляющих в акционерном капитале уменьшится с 40 до 24%. Собственность товарищества с ограниченной ответственностью упадет с 60 до 36%. Ниже показана структура финансирования (в млн. долл.) компании.

Старший долг	75
Младший субординированный долг	25
Акционерный капитал	10
	110
	=====

Дополнительно компания будет иметь 8 млн. долл. револьверного кредита на сезонные расходы.

Мы видим, что использование LBO позволяет осуществить приватизацию с очень небольшим размером акционерного капитала. В качестве залога по займу используют активы покупаемой компании или подразделения. Акционеры как собственники с остаточными правами могут извлечь выгоду, если все пойдет в соответствии с планом. Однако в случае тонкой “акционерной прослойки” нужно совсем немного, чтобы позиции акционеров оказались в опасности. Многие акционеры поняли это в конце 1980-х — начале 1990-х годов, когда компании, купленные за счет LBO, столкнулись с трудностями. Как мы уже предупреждали, левверидж — это “обоюдоострый меч”.

## Резюме

- Реструктуризация корпораций охватывает много вопросов: *слияния; стратегические союзы, включая совместные предприятия; продажу активов компании, в том числе ликвидацию, частичную распродажу капитала, отпозкование и выделение части собственного капитала; реструктуризацию собственности, такую как приватизация, и выкуп компании за счет заемного капитала.* Во всех этих случаях целью является увеличение богатства акционеров.
- Источники создания стоимости для акционеров при корпоративной реструктуризации включают увеличение объема продаж и экономию производственных расходов, более эффективное управление, информационные эффекты, переход выгоды от держателей долговых обязательств, а также налоговые льготы. У компаний, ведущих слишком агрессивную политику при поглощении (вследствие самонадеянности и/или личного интереса управляющих компаний) часто происходит снижение благосостояния их акционеров.
- Компания может развиваться как за счет внутренних источников, так и за счет поглощений. В любом случае цель фирмы — максимизировать богатство своих акционеров. При этом оба типа расширения бизнеса можно рассматривать как особый вид инвестиционного проектирования. Критерий для принятия решений один и тот же: инвестирование капитала компании должно приводить к увеличению богатства ее акционеров.
- Существует два подхода, используемые для анализа поглощений. При подходе, основанном на значениях прибыли на одну акцию (EPS), определяют, возрастет ли значение EPS немедленно или в будущем. При подходе на основе дисконтирования свободных денежных потоков рассчитывают, превышает ли приведенное значение ожидаемых чистых денежных поступлений стоимость ресурсов, необходимых для осуществления поглощения. В целом, при подходе на основе дисконтирования свободных денежных потоков стоимость поглощения рассматривается в долгосрочном плане, а при подходе на основе доходности акции внимание фокусируется на ближайшем будущем (в краткосрочном периоде). Правильнее использовать оба подхода.
- Эмпирические данные относительно поглощений показывают, что акционеры поглощаемой компании получают заметный прирост стоимости своего богатства, обусловленный значительной суммой выплачиваемой им премии, а акционеры покупающей компании в среднем не увеличивают доходность своих акций.
- Средством платежа за активы и акции компании могут быть деньги либо акции. С точки зрения бухгалтерского учета объединение двух компаний можно учитывать или как *покупку*, или как *слияние компаний*. При учете по методу покупки стоимость гудвила, возникающего при поглощении, должна амортизироваться за счет будущей прибыли.

- Подлежат ли доходы от объединения компаний налогообложению или нет, важно для продаваемой компании и ее акционеров, а также иногда имеет значение для покупающей компании.
- Поглощение компании может быть результатом переговоров компании-покупателя с руководством поглощаемой компании. Существует вариант, при котором руководство поглощающей компании может обратиться непосредственно к акционерам поглощаемой компании с *предложением (тендером) о приобретении* их акций. Такие “враждебные” намерения обычно встречают сопротивление со стороны руководства поглощаемой компании. В распоряжении последнего существует целый ряд мер противодействия “захватчикам”.
- Компания может принять решение провести реструктуризацию путем продажи части предприятия или полной его ликвидации. *Добровольная ликвидация, частичная распродажа активов, отчуждение и выделение части собственного капитала* представляют собой некоторые основные варианты реструктуризации. В целом, продажа активов, вероятно, имеет положительный информационный эффект, причем наибольший эффект дает добровольная ликвидация.
- Когда компания *приватизируется*, она преобразуется из публичной в частную силами небольшой группы инвесторов, состоящей, как правило, из руководства компании. Эмпирические данные показывают, что при этом процессе, как и при слиянии, акционерам выплачивается значительная премия.
- При приватизации в качестве одного из методов используют *выкуп акций с помощью заемных средств (LBO)*. В этой ситуации берется значительный заем, чтобы профинансировать покупку за деньги отдельного подразделения или всей компании. При таком способе реструктуризации используются различные виды долговых обязательств: как старшие, так и младшие, субординированные. При небольшом объеме акционерного капитала LBO очень рискован. LBO не предпринимают, если предвидятся неблагоприятные изменения в основной деятельности компании или в динамике процентной ставки, которые могут привести к банкротству компании.

## Приложение. Финансовые трудности: варианты решения проблемы

До сих пор наша дискуссия о реструктуризации корпораций предполагала, что фирма *продолжает действовать* (going concern). Тем не менее мы не должны упускать из виду тот факт, что некоторые фирмы терпят неудачу. Об этом всегда должны помнить менеджеры компании, но об этом не стоит забывать и ее кредиторам, если фирма находится в затруднительном финансовом положении. Обычно используют три термина для характеристики финансовых проблем компании. *Техническую неплатежеспособность* (equitable (technical) insolvency) часто определяют как общую неспособность должника оплатить долги при наступлении срока платежа. Такая неплатежеспособность может быть временной, а значит, устранимой. С другой стороны, *правовая (юридическая) неплатежеспособность* (legal insolvency) означает, что обязательства компании превы-

шают ее активы “по справедливой оценке”. *Финансовое банкротство* (financial failure) включает весь спектр между этими двумя ситуациями.

Средства решения проблемы банкротства компаний по своей жесткости варьируются в зависимости от степени финансовых трудностей. Если перспектива достаточно безнадежна, то альтернативой может служить только ликвидация. Однако некоторые обанкротившиеся компании можно реконструировать с пользой для кредиторов, акционеров и общества. Цель этого приложения — рассмотреть добровольные и правовые средства, позволяющие компаниям решить проблему банкротства.

### **Добровольные соглашения**

*Отсрочка* (extension) означает продление кредиторами срока погашения своих обязательств. Не передавая дело в суд, кредиторы избегают значительных судебных издержек и возможного снижения ликвидационной стоимости. Поскольку все кредиторы должны дать согласие на отсрочку, то обычно главные кредиторы создают комитет, в обязанность которого входит ведение переговоров с компанией и составление плана, удовлетворяющего все заинтересованные стороны.

*Компромисс должника с кредиторами* (composition) означает пропорциональную оплату кредиторских притязаний либо деньгами, либо деньгами и простыми векселями. Все кредиторы должны согласиться на частичную уплату долга. Как и при отсрочке, несогласных кредиторов следует либо переубедить, либо погасить обязательства перед ними полностью.

*Добровольная ликвидация* (voluntary liquidation) представляет собой организованную ликвидацию компании до объявления ее банкротом по суду. Такая ликвидация результативнее, чем налагаемая судом. Кроме того, она выгодна кредиторам, поскольку они, вероятно, получают более полный расчет из-за отсутствия многих издержек, связанных с банкротством. Однако компания и кредиторы должны действовать сообща, поэтому добровольные ликвидации обычно характерны для компаний с ограниченным количеством кредиторов.

### **Судопроизводство по делам о банкротстве**

Судебные процедуры, предпринимаемые в связи с банкротством компании, подпадают под действие Закона о банкротствах. Закон о банкротствах включает много разделов, но нас интересуют только два, имеющих отношение к банкротству компаний. Глава 7 Закона о банкротстве посвящена ликвидации, а глава 11 — реабилитации (оздоровлению) предприятия путем его реорганизации.

В обоих случаях рассмотрение дела в суде начинается после того, как должник или кредиторы направят иск в суд по банкротствам. В случае направления иска должником это называется добровольным иском. Если инициатива исходит от кредиторов, то это принудительный иск. При подаче добровольного иска в суд должник получает немедленную защиту от претензий кредиторов. *Приостановление исполнения по делу* (stay) удерживает кредиторов от предъявления претензий и не дает предпринимать никаких действий до принятия судом решения по существу дела. Суд может или принять прошение и удовлетворить его, или отклонить.

Для начала процедуры принудительного банкротства, необходимо, чтобы три или больше кредиторов с необеспеченными кредитами подали иски на общую сумму 5000 долл. и выше. В иске должны содержаться доказательства, что фирма-должник не выплатила долги в срок (техническая неплатежеспособность) или передала право на владение большей частью своего имущества кому-либо еще. После этого суд по банкротствам должен принять решение относительно обоснованности искового заявления. Если иск принимается, то суд дает распоряжение об отсрочке. Идея такой отсрочки действий кредитора состоит в том, чтобы дать должнику передышку для решения возникшей проблемы. Далее мы рассмотрим решения по ликвидации и реорганизации предприятия.

## **Ликвидация**

Если не существует никаких надежд на успешное функционирование компании, то ее ликвидация является единственной приемлемой альтернативой. Благодаря иску о банкротстве должник получает временную передышку от претензий кредиторов до тех пор, пока суд по банкротствам не вынесет решения. После распоряжения об отсрочке до решения суда он часто назначает временного *доверительного собственника* (trustee) для принятия руководства деятельностью компании и созыва общего собрания кредиторов. Временный доверительный собственник является “незаинтересованным” частным лицом, которого назначают из утвержденного списка и который исполняет свои обязанности по крайней мере до первого собрания кредиторов. На первом собрании претензии доказываются и кредиторы могут выбрать нового доверительного собственника для замены временного. В противном случае временный доверительный собственник исполняет свои обязанности как постоянный доверительный собственник до полного закрытия дела. Доверительный собственник несет ответственность за ликвидацию имущества компании и распределение ликвидационных дивидендов среди кредиторов.

При распределении выручки от ликвидации среди кредиторов в случае необеспеченных претензий должен соблюдаться приоритет удовлетворения претензий. Порядок распределения средств следующий.

1. Административные издержки, связанные с ликвидацией имущества, включая вознаграждение доверительному собственнику и юристам.
2. Претензии кредиторов, которые возникли при нормальном ведении бизнеса должником в период с начала этого дела до момента назначения доверительного собственника.
3. Жалованье, начисленное служащим в течение 90 дней с момента подачи искового заявления о банкротстве (ограничено 2000 долл. на одного служащего).
4. Претензии по вознаграждению служащих за период в 180 дней после подачи иска о банкротстве (ограничены 900 долл. на одного служащего).
5. Иски клиентов, которые внесли взносы наличными за товары или услуги, не предоставленные им должником (ограничены суммой в 900 долл. на каждого заказчика).



6. Задолженность по налогам.
7. Необеспеченные претензии (поданные своевременно либо с опозданием) кредиторов, не знавших о банкротстве.
8. Необеспеченные претензии, поданные с опозданием кредиторами, знавшими о банкротстве.
9. Штрафы и денежное возмещение ответчика.
10. Проценты, которые наросли по обязательствам после даты подачи иска.

Претензии по каждой из этих категорий должны быть оплачены полностью до любых выплат по искам других категорий. Возможный остаток после полной выплаты по всем претензиям может пойти на выплату ликвидационных дивидендов владельцам субординированных облигаций, держателям привилегированных акций и, наконец, владельцам обыкновенных акций. Однако маловероятно, что владельцы обыкновенных акций что-то получат при ликвидации компании. В Закон о банкротствах внесено специальное положение относительно исков арендодателя к должнику по возмещению ущерба. Вообще, арендодателей ограничивают в получении арендных платежей. Возмещение не может превышать годовой арендной платы или 15% от общей оставшейся непоплаченной суммы, которая не должна превышать арендную плату за три года. После выплаты всех ликвидационных дивидендов должник освобождается от обязательств и любых будущих претензий.

## Реорганизация

Наилучшим вариантом для всех заинтересованных сторон может стать реорганизация компании, а не ее ликвидация. Теоретически фирму следует реорганизовать, если ее экономическая стоимость как действующей единицы выше ликвидационной стоимости. **Реорганизация** (reorganization) представляет собой попытку спасти компанию путем изменения структуры капитала. Реабилитация включает в себя уменьшение фиксированных платежей путем замены ценных бумаг с фиксированным доходом на акции и ценные бумаги с ограниченным доходом.

### Реорганизация (reorganization)

Изменение структуры капитала компании, испытывающей финансовые трудности, в соответствии с главой 11 Закона о банкротстве с целью уменьшения фиксированных расходов. Лицам, имеющим право на предъявление имущественных претензий, взамен могут быть предложены новые ценные бумаги.

**Процедуры.** Реорганизацию проводят в соответствии с главой 11 Закона о банкротствах. Начало реорганизации осуществляется способом, аналогичным ликвидации компании при банкротстве. Либо должник, либо кредиторы подают иск, после чего начинается реорганизация. В большинстве случаев должник продолжает управлять фирмой, хотя доверительный собственник может принять обязанности по управлению компанией на себя. При реабилитации компании главной задачей является получение временного кредита. Чтобы стимулировать предоставление кредита, кредиторам в соответствии с главой 11 Закона

дается приоритет перед кредиторами, предоставившими кредит до выставления иска. Если такое поощрение не помогает, то суд по банкротствам уполномочен установить кредиторам новое поощрение (его еще называют послеисковым поощрением): право на арест имущества должника за долги.

Если доверительный собственник не назначен, то должник имеет исключительное право составить план реорганизации и предоставить его в течение 120 дней. В противном случае ответственным за предоставление плана является доверительный собственник. План должен быть разработан доверительным собственником, должником, комитетом кредиторов или отдельными кредиторами, причем можно представлять более одного плана. Все планы по реорганизации должны быть поданы на рассмотрение и утверждение кредиторам и акционерам. Роль суда заключается в проверке информации, изложенной в плане, чтобы убедиться в ее полноте.

План реорганизации должен быть *обоснованным* (fair), *объективным* (equitable) и *выполнимым* (feasible). Он должен быть действенным в отношении рентабельности и финансовой структуры реорганизованной компании, а также дать возможность компании получить торговый кредит и, возможно, краткосрочные банковские ссуды. Каждая категория кредиторов должна одобрить этот план. Для утверждения плана за него должно проголосовать больше половины или две трети от общей численности держателей претензий каждой категории. Если кредиторы отвергают предлагаемый план реорганизации, то судье по банкротствам необходимо путем переговоров с заинтересованными сторонами попытаться принять другой план. Если кредиторы отвергают услуги судьи, то он может навязать план, известный под названием *навязанный* (сram down). После утверждения любого плана судом по банкротствам должник должен выполнять все пункты плана в соответствии с установленными в нем сроками.

**План реорганизации.** Самым сложным в реорганизации является изменение структуры капитала с целью уменьшения фиксированных выплат по обязательствам. Разработка плана включает три этапа. Во-первых, должна быть дана общая оценка компании, подлежащей реорганизации. Этот этап наиболее сложный, но и наиболее важный. Доверительные собственники пользуются методикой капитализации будущей прибыли. Если, по прогнозу, будущая ежегодная прибыль реорганизуемой компании составит 2 млн. долл., а общая ставка капитализации для аналогичных компаний равна в среднем 10%, то общую стоимость компании следует установить в размере:  $(2 \text{ млн. долл.} / 0,10) = 20 \text{ млн. долл.}$  Это значение сильно варьируется поскольку трудно оценить будущую прибыль и определить соответствующую ставку капитализации. Таким образом, полученное значение стоимости компании представляет собой не более чем наилучшую оценку потенциальной стоимости компании. Хотя капитализация будущей прибыли — это общепринятый метод оценки компании при реорганизации, полученное значение стоимости следует скорректировать в сторону увеличения, если активы имеют значимую ликвидационную стоимость.

Следующий этап включает разработку новой структуры капитала компании, которая позволит снизить фиксированные расходы так, чтобы имела место адекватная прибыль. Для уменьшения фиксированных процентных расходов

общий долг фирмы постепенно понижают путем частичного замещения доходными облигациями, привилегированными и обыкновенными акциями. В дополнение можно изменить сроки выплат оставшихся долговых обязательств. С целью уменьшения размера ежегодного обязательства по фонду погашения можно продлить срок погашения долга. Если по плану реорганизованной компании в будущем понадобится новое финансирование, то доверительный собственник может решить, что для обеспечения финансовой гибкости лучше принять более умеренное значение коэффициента “долг/собственный капитал”.

После разработки новой структуры капитала на заключительном этапе происходит оценка старых ценных бумаг и их обмен на новые. Вообще, все “старшие” (обладающие преимущественным правом на погашение) претензии по активам должны быть удовлетворены до погашения “младших” претензий. При обмене держатели облигаций должны получить другие облигации аналогичного номинала до того, как они будут распределены среди владельцев привилегированных акций. Значение стоимости компании, полученное на первом этапе, устанавливает верхний предел количества ценных бумаг, которые могут быть выпущены. Существующая структура капитала реорганизуемой компании выглядит так.

Облигации (млн. долл.)	9
Субординированные облигации (млн. долл.)	3
Привилегированные акции (млн. долл.)	6
Обыкновенные акции (по балансовой стоимости) (млн. долл.)	<u>10</u>
	28
	===

Если общая стоимость реорганизованной компании должна составлять 20 млн. долл., то доверительный собственник на втором этапе должен предложить следующую структуру капитала.

Облигации (млн. долл.)	3
Субординированные облигации (млн. долл.)	6
Привилегированные акции (млн. долл.)	3
Обыкновенные акции (млн. долл.)	<u>8</u>
	20
	===

Создав “подходящую” структуру капитала реорганизованной компании, доверительный собственник должен разместить новые ценные бумаги. Он может предложить владельцам облигаций обменять свои 9 млн. долл., вложенные в облигации, на 3 млн. долл. в новых облигациях и 6 млн. долл. в доходных облигациях, а владельцам привилегированных акций обменять их на 6 млн. долл. в обыкновенных акциях реорганизованной компании. Тогда владельцам обыкновенных акций дается право на получение обыкновенных акций реорганизованной компании на сумму 2 млн. долл., или 25% от стоимости всех обыкновенных акций.

Таким образом, каждая претензия полностью удовлетворяется до выплат по претензиям более низкого ранга. Приведенный пример показывает относительно мягкую реорганизацию. При жесткой реорганизации долговые инструменты можно полностью обменять только на обыкновенные акции реорганизованной компании, а старые обыкновенные акции ликвидировать (изъять из обращения). Если бы величина стоимости компании в приведенном выше примере составила 12 млн. долл., то доверительный собственник мог бы предложить новую структуру капитала, состоящую из привилегированных акций на сумму 3 млн. долл. и обыкновенных акций на сумму 9 млн. долл. В этом случае полный расчет смогут получить только владельцы обычных и субординированных облигаций. Владельцы привилегированных и обыкновенных акций старой компании не получают ничего.

Эти примеры показывают, что владельцы обыкновенных акций реорганизованной компании страдают из-за **правила абсолютного приоритета** (*absolute-priority basis*), на основании которого претензии должны удовлетворяться в порядке их правового приоритета. Владельцы обыкновенных акций предпочли бы, чтобы претензии удовлетворялись на *основе относительного приоритета* (*relative-priority basis*). Исходя из этого правила новые ценные бумаги распределяют на основе относительных рыночных цен ценных бумаг. Владельцы обыкновенных акций при реорганизации никогда не смогли бы получить старшие ценные бумаги, но им могли бы предоставить право на получение некоторого количества обыкновенных акций при условии, что существующие обыкновенные акции имеют стоимость. Поскольку фактически компания ликвидируется не полностью, владельцы обыкновенных акций утверждают, что правило относительного приоритета более справедливо. Верховный Суд придерживался противоположной точки зрения, когда поддержал правило абсолютного приоритета (*в 1939 году дело компании Lumber Products Company из Лос-Анджелеса*).

**Правило абсолютного приоритета (*absolute-priority basis*).**

Правило при банкротстве или реорганизации, которое определяет владельцев претензий, иски которых удовлетворяются первыми и полностью, тогда как владельцы исков более низкого приоритета могут не получить ничего.

## **Урегулирование финансовых проблем путем переговоров**

В то время как при реорганизации компаний используют принцип абсолютного приоритета, реформированный Закон о банкротствах 1978 года сместил акцент в пользу относительного приоритета и привнес больше гибкости. Еще большей гибкости удастся достичь за счет урегулирования долга путем переговоров, что показал опыт многих компаний, испытавших финансовый кризис в конце 1980-х – начале 1990-х годов. Реальность такова, что часто в период затянувшейся реорганизации управляющие продолжают контролировать компанию, образно говоря, имеют в своем распоряжении “кнут” для кредиторов. Кроме того, сильное влияние на кредиторов оказывают стороны, желающие влить новый капитал в качестве долевого участия.

Проблема для кредиторов состоит в том, что судопроизводство по банкротству является дорогостоящим и занимает много времени. Кроме того, за время рассмотрения дела в суде стоимость корпорации нередко существенно уменьшается. Менеджеры компании и акционеры могут заключить жесткую сделку и попросить кредиторов представить веское обоснование своих претензий, чтобы план реорганизации был рентабельным. Если “урезание” (т.е. снижение претензий) слишком значительно, кредиторы будут протестовать. Поэтому при переговорах необходимо соблюдать компромисс между желаниями акционеров и управляющих компании, с одной стороны, и уступками, на которые могут согласиться кредиторы, — с другой. Различные категории кредиторов часто ссорятся друг с другом при разделе корпоративного “пирога”, и это иногда позволяет акционерам и управляющим вбить клин между спорящими кредиторами, что они и используют для получения уступок.

**“Расфасованное” банкротство** (*prepackaged bankruptcy — prepack*) — средство, используемое с целью избежать судебной отсрочки, присущей реорганизации, описанной в главе 11 Закона о банкротствах. Рассмотрим компанию с финансовыми проблемами, которая разрабатывает рабочий план реорганизации до его представления в соответствии с главой 11 Закона о банкротствах. Компания предварительно должна заручиться поддержкой минимум двух третей каждой категории предъявителей претензий. Если суд одобрит план, то сроки его выполнения могут быть навязаны несогласным держателям долговых обязательств. Например, этот метод использовали компании *Resorts International* и *TWA*. Преимущество такого банкротства заключается в том, что процедура банкротства занимает немного времени. Отсрочка рассмотрения дела в суде в соответствии с главой 11 часто затягивается на годы, а процедура “расфасованного” банкротства длится полгода или около того.

План добровольной ликвидации или план реорганизации в соответствии с главой 11 помогают управляющим и служащим компании. Но такие планы не всегда отвечают интересам кредиторов, которых уговаривают согласиться на меньшую, чем остаточная, стоимость их претензий. Кредиторы стоят перед выбором: что лучше оставить компанию в работоспособном состоянии или “открыть кран” и нести огромные убытки, связанные с судопроизводством по банкротству.

**“Расфасованное” банкротство (*prepackaged bankruptcy — prepack*)**

Реорганизация, которую большинство кредиторов компании утверждают до начала процедуры банкротства.



## Вопросы

1. Объясните понятие *синергии*.
2. Проиллюстрируйте и объясните, как коэффициент Р/Е двух сливающихся фирм влияет на EPS оставшейся фирмы.
3. Как лучше анализировать поглощение по принципу “обмен обыкновенных акций на обыкновенные акции” с точки зрения эффекта поглощения — на основе денежных потоков или на основе EPS?

4. Было замечено, что число слияний напрямую зависит от уровня относительной деловой активности. Почему?
5. Прибыль компаний X и Y, принадлежащих к разным отраслям экономики, сильно колеблется. Может ли слияние обеих компаний снизить риск для их акционеров? Смогут ли инвесторы снизить риск сами?
6. Многие слияния корпораций проводятся с целью увеличения “роста”. Что подразумевается под ростом? Можно ли ускорить рост без увеличения общего риска остающейся компании?
7. Почему до слияния многое выглядит привлекательным, а после — оказывается “мыльным пузырем”?
8. Может ли менеджмент компании, ориентирующийся на выгоду от поглощения, постоянно находить для этого привлекательные варианты? Если да, то почему другие компании не делают этого?
9. Почему при оценке будущего потенциального поглощения в рамках анализа на основе денежных потоков капиталовложения вычитаются? Имеет ли значение будущая прибыль?
10. Чем бухгалтерский учет поглощения компании методом слияния компаний отличается от учета по методу покупки?
11. Почему важно, как проведено поглощение — с помощью денег или с помощью обмена обыкновенными акциями?
12. Если бы вы были акционером компании, то хотелось бы вам, чтобы существовали поправки, направленные против слияний? Какие методы защиты вы знаете?
13. Как вы думаете, приведет ли к улучшению управления компанией угроза предложения о ее приобретении?
14. В чем смысл “двухъярусного” предложения о приобретении?
15. Опишите основные источники создания стоимости для акционеров в результате реструктуризации корпорации (в широком понимании)?
16. Чем *частичная распродажа активов* (partial sell-off) отличается от *отпочкования* (spin-off) компании? Чем *выделение части собственного капитала* (equity carve-out) отличается от *частичной распродажи активов* (partial sell-off) и *отпочкования* (spin-off) компании?
17. В какой ситуации имеет смысл ликвидация всей компании?
18. Каковы мотивы приватизации публичной компании? Выгодна ли приватизация акционерам, у которых выкупают акции?
19. Было много написано о выкупе акций с помощью заемных средств (LBO). Действительно ли хорош этот метод?
20. Выгодно ли старшим и младшим субординированным кредиторам финансировать LBO? Рискует ли они?



## Задачи для самопроверки

1. Компания *Yablonski Cordage Company* рассматривает вопрос о поглощении компании *Yawitz Wire and Mesh Corporation* с помощью обыкновенных акций. Ниже приведена соответствующая финансовая информация.

	YABLONSKI	YAWITZ
Прибыль (тыс. долл.)	4000	1000
Выпущенные в обращение обыкновенные акции (тыс. долл.)	2000	800
EPS (долл.)	2,00	1,25
Коэффициент P/E	12	8

*Yablonski* планирует предложить премию в 20% сверх рыночной цены обыкновенной акции *Yawitz*.

- Найдите коэффициент обмена акций. Сколько новых акций будет выпущено?
  - Чему будет равна прибыль на одну акцию для остающейся компании сразу же после слияния?
  - Если коэффициент P/E для *Yablonski* остается равным 12, то какой будет рыночная цена одной акции остающейся компании? Что произошло бы, если бы коэффициент P/E стал 11?
2. Компания *Tongue Company* произвела слияние с компанией *Groove Pharmacies, Inc.*, причем 1,5 акции *Groove* были обменены на одну акцию *Tongue*. Бухгалтерский баланс двух компаний до слияния приведен ниже.

	TONGUE	GROOVE
Оборотные активы (млн. долл.)	5	20
Основной капитал (млн. долл.)	7	30
Нематериальные активы (гудвил) (млн. долл.)	–	2
Итого (млн. долл.)	12	52
Текущие обязательства (млн. долл.)	3	9
Долгосрочные обязательства (млн. долл.)	2	15
Акционерный капитал (млн. долл.)	7	28
Итого (млн. долл.)	12	52
Количество акций (млн. шт.)	0,2	1,4
Рыночная стоимость одной акции (долл.)	35	28

Обоснованная рыночная стоимость основного капитала компании *Tongue* на 400 тыс. долл. выше, чем его балансовая стоимость. Составьте бухгалтерский баланс для компании после слияния, используя как метод покупки, так и метод слияния компаний.

3. Корпорация *Hi-Tec Corporation* рассматривает вопрос о поглощении компании *Lo-Tec Inc.*, которая занимается аналогичным бизнесом. *Lo-Tec* финансирует свой бизнес полностью за счет выпуска акций и в настоящее время имеет денежные поступления (после выплаты налогов) на 2 млн. долл. в год. После слияния в результате эффекта синергии ожидается 15%-ный рост денежных поступлений (на конец года) в течение 10 лет. Для его поддержания компании *Hi-Tec* необходимо инвестировать 1 млн. долл. ежегодно. В целях анализа и будучи консервативной компанией, *Hi-Tec* ограничила свои вычисления денежных потоков 25 годами.
- a) Вычислите прогнозируемые годовые денежные потоки *Hi-Tec* после поглощения.
  - b) Если требуемая ставка доходности равна 18%, то какую максимальную цену должна заплатить *Hi-Tec* за поглощаемую компанию?
4. Компания *Aggressive, Inc.* намерена сделать предложение о поглощении *Passive Company*. Компания *Passive* имеет 100 тысяч выпущенных в обращение обыкновенных акций и прибыль 5,5 долл. на одну акцию. В случае объединения с компанией *Aggressive* может быть получена общая экономия (в значениях приведенной стоимости) 1,5 млн. долл. В настоящее время рыночная цена одной акции компании *Passive* равна 55 долл. Компания *Aggressive* делает предложение о “двухъярусном” поглощении: 65 долл. за акцию для первых 50 001 акции и 50 долл. за акцию для оставшихся акций.
- a) В случае удачи, сколько в итоге заплатит *Aggressive* за компанию *Passive*? Сколько дополнительно получают акционеры *Passive*?
  - b) Действуя независимо, что сможет сделать каждый акционер для максимизации своего благосостояния? Что должны были бы сделать акционеры, если бы могли действовать сообща?
  - c) Каким образом компания, намеренная к поглощению, может увеличить вероятность сопротивления отдельных акционеров предложению о приобретении?
  - d) Что могло бы произойти, если бы компания *Aggressive* предложила на первом уровне 65 долл. и только 40 долл. — на втором?
5. Компания *McNabb Enterprises* рассматривает вопрос о приватизации компании управляющими за счет LBO. В настоящее время управляющие владеют 21% из пяти миллионов выпущенных в обращение акций. Рыночная цена акции составляет 20 долл. Предполагают, что для того, чтобы соблазнить публичных акционеров предложить свои акции к продаже за деньги, необходима 40%-ная премия сверх текущей цены. Управляющие планируют оставить себе свои акции и получить старший заем, равный 80%



от средств, необходимых для выкупа контрольного пакета акций компании. Оставшиеся 20% поступят от младших субординированных долговых обязательств.

Условия старшего кредита следующие: 2% сверх прайм-рейт и равномерная выплата основной суммы в размере 20% от первоначального займа в конце каждого из следующих пяти лет. “Младшие” субординированные облигации выпускаются со ставкой 13% и должны быть погашены в конце шестого года крупным одноразовым платежом. К облигациям прилагаются warrants, которые дают их владельцам право приобрести 30% обыкновенных акций в конце шестого года. Управляющие считают, что прибыль до выплаты процентов и налогов составит 25 млн. долл. в год. Из-за переноса налоговых платежей в связи с убытками компания предполагает не платить налоги в течение следующих пяти лет. Капиталовложения компании будут равны их амортизации.

- a) Если ожидается, что в среднем прайм-рейт составит 10% в течение следующих пяти лет, то будет ли возможным LBO?
- b) А что произойдет, если значение прайм-рейт будет равно в среднем только 8%?
- c) Какая минимальная прибыль до выплаты процентов и налога (ЕБИТ) необходима для обслуживания долга?



## Задачи

1. Следующие данные имеют отношение к компаниям А и В.

	Компания А	Компания В
Прибыль (млн. долл.)	20	4
Количество акций (млн. шт.)	10	1
Коэффициент P/E	18	10

- a) Как изменилась бы прибыль на акцию обеих компаний при их слиянии с коэффициентом обмена 1 к 1 (т.е. одна акция компании А обменивалась бы на одну акцию компании В)? Чему равен коэффициент обмена в рыночных ценах акций? Состоится ли слияние?
- b) Если коэффициент обмена акций равен 2 к 1 (т.е. две акции компании А обменивались бы на одну акцию компании В), то какими были бы ответы на вопросы пункта а)?
- c) Ответьте на вопросы пунктов а) при коэффициенте обмена акций 1,5 к 1 (т.е. 1,5 акции компании А обмениваются на одну акцию компании В).
- d) Какой коэффициент обмена вы предлагаете?

## 2.

	Ожидаемая прибыль (млн. долл.)	Количество акций (млн. шт.)	Рыночная цена акции (долл.)	Ставка налога (%)
<i>Schoettler Company</i>	5	1	100	50
<i>Stevens Company</i>	3	0,5	60	50

Компания *Schoettler Company* планирует поглотить компанию *Steven Company*. Если слияние будет проведено путем обмена обыкновенных акций, то компания *Schoettler* готова выплатить 25%-ную премию за акции компании *Steven*. Если слияние будет проведено за деньги, то условия поглощения должны быть выгодными для акционеров компании *Steven*. Для того чтобы выплатить деньги, компания *Schoettler* должна продать свои собственные обыкновенные акции на рынке.

- a) Вычислите коэффициент обмена акций и общую прогнозируемую прибыль на одну акцию для компании *Schoettler* при обмене обыкновенных акций.
  - b) Если принять, что все акционеры *Steven* владеют своими акциями больше года, имеют 28%-ную налоговую ставку на прирост капитала и в среднем заплатили по 14 долл. за акцию, то какая цена должна быть предложена, чтобы быть столь же привлекательной, как условия, изложенные в пункте a)?
3. Примем условия обмена акций компании *Schoettler* на акции компании *Steven*, описанные в задаче 2.
- a) Вычислите коэффициент обмена акций.
  - b) Сравните прибыль на одну акцию компании *Steven* до и после слияния. Сравните прибыль на одну акцию компании *Schoettler* до и после слияния. Исходя только из этих данных скажите, кому выгоднее слияние? Почему?
  - c) Почему вы считаете, что у *Schoettler* более высокий коэффициент P/E, чем у *Steven*? Как изменится коэффициент P/E после слияния? Не противоречит ли это ранее сделанным выводам? Почему?
  - d) Если *Schoettler* принадлежит к высокотехнологичной быстрорастущей отрасли, а *Steven* производит цемент, пересмотрите ли вы свои ответы?
  - e) Следует ли учитывать увеличение прибыли в результате слияния как фактор роста при определении соответствующего коэффициента P/E для *Schoettler*?
4. Компания *Copper Clapper Company* в настоящее время имеет годовую прибыль в размере 10 млн. долл. с четырех миллионов выпущенных в обращение обыкновенных акций и курсом акции, равным 30 долл. По прогнозу, без слияния прибыль компа-

нии *Copper Clapper* будет расти на 5% ежегодно. Компания *Brass Bell Company*, которую намерена поглотить *Copper Clapper*, в настоящее время имеет годовую прибыль в размере 2 млн. долл. с одного миллиона выпущенных в обращение обыкновенных акций и курсом акций, равным 36 долл. Прибыль компании *Brass Bell* будет расти на 5% ежегодно. Компания *Copper Clapper* предлагает 1,2 своей обыкновенной акции за каждую акцию компании *Brass Bell*.

- а) Как скажется немедленный эффект слияния на EPS оставшейся компании?
  - б) Есть ли у вас желание поглотить компанию *Brass Bell*? Если сейчас она не привлекательна, то когда она станет привлекательной с позиции EPS?
5. Корпорация *Byer Corporation*, посленалоговая стоимость капитала которой составляет 16%, рассматривает вопрос о приобретении компании *Cellar Company*, которая имеет аналогичную степень систематического риска. После слияния возросшие денежные потоки будут следующими.

	Среднее значение денежного потока в течение ряда лет (млн. долл.)			
	1–5	6–10	11–15	16–20
Годовой денежный доход, получаемый <i>Cellar</i>	10	15	20	15
Требуемые новые инвестиции	<u>2</u>	<u>5</u>	<u>10</u>	<u>10</u>
Чистый денежный поток после выплаты налогов	<u>8</u>	<u>10</u>	<u>10</u>	<u>5</u>

Какую максимальную цену может заплатить компания *Byer* за *Cellar*, если принять, что характер делового риска останется неизменным?

6. *Valdez Coffee Company* рассматривает возможность поглощения компании *Mountain Creamery, Inc.* за 750 тыс. долл. По прогнозу, поглощение приведет к дополнительному денежному потоку в 100 тыс. долл. в первый год, и в дальнейшем предусматривается увеличение этой суммы на 6% ежегодно. *Valdez Coffee Company* считает, что без поглощения чистые денежные потоки (за вычетом капиталовложений) составят 600 тыс. долл. в первый год, и в дальнейшем предусматривается увеличение этой суммы на 6% ежегодно. В настоящее время поставщики капитала требуют от *Valdez Coffee Company* доходности своих инвестиций в размере 14%. Однако бизнес *Mountain Creamery, Inc.* имеет большую степень риска, и ее поглощение повысит ставку доходности для потенциальных инвесторов до 15%.

- a) Следует ли *Valdez Coffee Company* поглощать *Mountain Creamery, Inc.*?
- b) Будет ли ваш ответ тем же, если ставка доходности останется неизменной?
- c) Будет ли ваш ответ тем же, если поглощение увеличит темп роста выжившей компании до 8%.
7. *Bigge Stores, Inc. (BSI)* поглотила *L. Grande Company (LGS)* за 4 млн. долл. (в акциях) и приняла на себя на 2 млн. долл. ее обязательств. Балансы (млн. долл.) обеих компаний до слияния приведены ниже.

	BSI	LGS
Материальные и общие активы	10	5
Обязательства	4	2
Акционерный капитал	6	3

Составьте баланс объединенной компании после слияния с помощью обоих методов — покупки и слияния компаний. (Примите, что чистая балансовая стоимость активов *LGS* представляет собой обоснованное рыночное значение.)

8. У *Leonardo Company* три подразделения, и ее общая рыночная капитализация (долговые обязательства и акции) равна 71 млн. долл. Отношение стоимости облигаций к общей рыночной стоимости компании равно 0,4, и договоры с покупателями облигаций обеспечивают им обычные условия защиты. Однако они не предотвращают продажу подразделения. Компания *Leonardo* решила сама продать подразделение *Raphael* за компенсацию в 20 млн. долл. В дополнение к этой выплате фирме *Leonardo* покупатель принимает на себя долговые обязательства подразделения в размере 5 млн. долл. Все 20 млн. долл. будут распределены среди акционеров *Leonardo Company*. Объясните на словах, улучшилось или ухудшилось положение оставшихся держателей облигаций *Leonardo Company*. Почему? Теоретически лучше или хуже стало владельцам акций? Почему?
9. У компании *Lorzo-Perez International* есть дочерняя фирма *DelRay Sorter Company*, которая, по мнению первой, в среднем может принести 1 млн. долл. в год чистых денежных поступлений (после вычета необходимых капиталовложений). Эти ежегодные чистые денежные потоки прогнозируются в далеком будущем. Требуемая ставка доходности для дочерней компании составляет 12%. Если сейчас компания инвестирует дополнительно 10 млн. долл., то, по прогнозу, ежегодные чистые денежные потоки увеличатся с 1 до 2 млн. долл. Корпорация *Exxon Corporation* выразила заинтересованность в приобретении компании *DelRay*, поскольку эта компания занимается сортировочным бизнесом и считает, что сможет таким образом достичь определенной экономии. Поэтому она

сделала предложение о приобретении за 10 млн. долл. этой дочерней фирмы. Какой политики следует придерживаться компании *Lorzo-Perez*?

- a) Продолжать свой бизнес в том же ключе?
  - b) Инвестировать дополнительно 10 млн. долл.?
  - c) Продать дочернюю фирму корпорации *Exxon* (примите, что дочерняя фирма полностью финансируется только за счет акционерного капитала)?
10. Компания *Hogs Breath Inns*, включающая сеть ресторанов, рассматривает вопрос о своей приватизации. Ее президент Клинт Уэствуд считает, что в случае исключения затрат по обслуживанию акционеров и других затрат, связанных с публичной формой акционерной компании, она смогла бы экономить 800 тыс. долл. в год после выплаты налогов. К тому же полагают, что превращение компании в частную будет лучше стимулировать работу ее управляющих, в результате чего их производительность повысится. В общем, ожидается, что годовая прибыль будет на 10% выше нынешней, равной 9 млн. долл. (после выплаты налогов). Эффективная ставка налога составляет 30%; коэффициент Р/Е – 12, и в обращение выпущено 10 миллионов обыкновенных акций. Вычислите приведенную рыночную цену акции? Какую максимальную премию (в долларах) сверх этой цены смогла бы заплатить компания для приватизации?
11. Компания *Donatello Industries* планирует продать свое подразделение по производству канализационных труб за 10 млн. долл. Управляющие данного подразделения хотят купить его с помощью механизма ЛВО. Старший кредитор предоставит 7 млн. долл. кредита под залог всех активов компании. Ставка по ссуде на 2% выше ставки прайм-рейт, которая в настоящее время составляет 12%. Ссуда погашается ежегодными взносами в течение пяти лет, годовые проценты выплачиваются в конце каждого года. Кроме того, берется “младший” субординированный заем в размере 2 млн. долл., который необходимо вернуть через шесть лет (в конце шестого года). Процентная ставка фиксированная и составляет 15%, в конце каждого из пяти лет погашаются *только* проценты по займу. В дополнение кредитор получает варранты на 50% обыкновенных акций.

Подразделение по производству канализационных труб ожидает, что его прибыль до уплаты процентов и налогов составит ежегодно 3,4 млн. долл. в первые три года и 3,7 млн. долл. в последующие три года. Налоговая ставка составляет 33 и 1/3%. По прогнозу компании, величина капитальных затрат и инвестиций в дебиторскую задолженность и материально-производственные запасы равна ежегодным амортизационным отчислениям. Обслуживание долга должно осуществляться из прибыли. (Примите, что варранты не исполняются и в результате отсутствуют денежные вливания.)

Если ставка прайм-рейт в среднем останется равной 12% в течение шести лет, будет ли предприятие в состоянии должным образом обслуживать долг? Изменится ли ситуация, если базисная ставка во второй год поднимется до 20% и останется в среднем такой же в последующие пять лет?

## Задачи к приложению

- 12.** Компания *Merry Land Company*, владеющая парком с аттракционами в Атланте, испытывает трудности с оплатой своих счетов. Хотя парк и приносил минимальную прибыль в течение ряда лет, текущее положение дел неутешительно, поскольку в течение последних двух лет парк был убыточным. Парк имеет действительно ценное недвижимое имущество, и его ликвидационная стоимость составляет 5 млн. долл. После многочисленных дискуссий с кредиторами управляющие компании согласились на добровольную ликвидацию. Доверительному собственнику, назначенному для проведения ликвидации, должны заплатить за услуги 200 тыс. долл. *Merry Land Company* обязана выплатить 300 тыс. долл. задолженности по налогу на собственность. Она имеет ипотечный заем в 2 млн. долл. под залог определенного оборудования парка с аттракционами, которое может быть продано только за 1 млн. долл. Претензии кредиторов выглядят следующим образом.

Сторона	Претензия по остаточной стоимости основного капитала (млн. долл.)
Главные кредиторы	1,75
Ипотечная закладная	2,0
Долгосрочные субординированные облигации	1,0
Обыкновенные акции	5,0

Что вероятнее всего получит каждая сторона при ликвидации?

- 13.** Реорганизацию компании *Fias Company* осуществляют в соответствии с главой 11 Закона о банкротствах. Доверительный собственник оценил, что в будущем компания может заработать 1,5 млн. долл. до выплаты процентов и налогов (при 40%-ной ставке налога). При расчете новой структуры капитала доверительный собственник считает, что облигации должны иметь 10%-ную купонную ставку и коэффициент покрытия, равный 5, доходные облигации (12%) должны иметь суммарный коэффициент покрытия, равный 2, привилегированные акции (10%) должны иметь коэффициент покрытия (после выплаты налогов), равный 3, и обыкновенные акции должны быть выпущены исходя из коэффициента Р/Е, равного 12. Определите структуру капитала, которая будет соответствовать критерию оценки доверительного собственника.

14. Структура пассивов (тыс. долл.) *Facile Fastener Company*, когда она подала иск о банкротстве в соответствии с главой 11 Закона о банкротствах, имела следующий вид:

Счета к оплате (счета кредиторов)	500
Начисленная заработная плата	200
Банковская ссуда (12%), обеспеченная дебиторской задолженностью	<u>600</u>
Итого текущих обязательств	1300
13%-ные облигации, обеспеченные первой закладной	500
15%-ные субординированные облигации	<u>1700</u>
Общий (суммарный) долг	3500
Обыкновенные акции и дополнительно оплаченный капитал	500
Нераспределенная прибыль	<u>420</u>
Итого обязательств и ценных бумаг	<u>4420</u> =====

Допускают, что после решения некоторых производственных проблем компания сможет зарабатывать 800 тыс. долл. ежегодно до выплаты налогов и процентов. Расчеты показывают, что ее стоимость в целом в пять раз выше, чем ее ЕВИТ. Судебные издержки, связанные с реорганизацией, составят 200 тыс. долл., и для реорганизованной компании ожидаемая ставка налога будет равняться 40%. Как и доверительный собственник, предположим, что у вас есть следующие финансовые инструменты, которые можно использовать для выработки новой структуры долгосрочного капитала компании: 13%-ные облигации, обеспеченные первой закладной; 15%-ные капитальные ноты; 13%-ные привилегированные акции и обыкновенные акции.

При новой структуре капитальные ноты должны иметь общий коэффициент покрытия (после выплаты процентов по банковской ссуде), равный 4, а привилегированные акции (после выплаты процентов и налогов) — равный 2. Более того, считается, что обыкновенные акции должны составлять по крайней мере 30% общих активов компании.

- a) Какими будут общая стоимость компании после реорганизации?
- b) Какими будут новая структура капитала и текущие обязательства компании, если взять максимальное количество долговых обязательств и привилегированных акций?
- c) Как следует распределить эти ценные бумаги в соответствии с правилом абсолютного приоритета?



## Решения задач для самопроверки

### 1. а)

	YBLONSKI	YAWINZ
EPS (долл.)	2,00	1,25
Коэффициент P/E	12	8
Рыночная цена акции (долл.)	24	10
Предложение акционерам Yawitz акций Yablonski (включая премию) составит: 10 долл. × 1,20 = 12 долл. за акцию.		

Коэффициент обмена:  $12 \text{ долл.} / 24 = 0,5$ , или 0,5 акции компании *Yablonski* за каждую акцию компании *Yawitz*.

Количество новых выпущенных акций равняется: 800 тыс. акций × 0,5 = **400 тыс. акций**.

### б)

Прибыль оставшейся компании (тыс. долл.)	5000
Количество выпущенных в обращение обыкновенных акций (тыс. шт.)	2400
EPS (долл.)	<b>2,0833</b>

Наблюдается увеличение прибыли на акцию, что вызвано поглощением компании с более низким коэффициентом P/E.

### с) Рыночная цена акции равняется: $2,0833 \text{ долл.} \times 12 = 25,00 \text{ долл.}$

Рыночная цена акции равняется:  $2,0833 \text{ долл.} \times 11 = 22,92 \text{ долл.}$

В первом примере цена акции повышается с 24 долл. благодаря увеличению прибыли на одну акцию. Во втором — цена акции падает вследствие уменьшения коэффициента P/E. На эффективных рынках можно ожидать некоторое снижение значения коэффициента P/E, если отсутствует вероятность синергии и/или улучшения управления.

## 2.

	Метод покупки компании	Метод слияния компаний
Оборотные средства (млн. долл.)	25,0	25,0
Основной капитал (чистый) (млн. долл.)	37,4	37,0
Нематериальные активы (гудвил) (млн. долл.)	<u>3,0</u>	<u>2,0</u>
Итого (млн. долл.)	65,4 =====	64,0 =====
Текущие обязательства (млн. долл.)	12,0	12,0
Долгосрочные долговые обязательства (млн. долл.)	17,0	17,0
Акционерный капитал (млн. долл.)	<u>36,4</u>	<u>35,0</u>
Итого (млн. долл.)	65,4 =====	64,0 =====



При коэффициенте обмена 1,5 компания *Groove* должна выпустить 300 тысяч новых обыкновенных акций с рыночной стоимостью, равной:  $28 \text{ долл.} \times 300\,000 = 8,4 \text{ млн. долл.}$  за обыкновенные акции компании *Tongue*. Это превысит стоимость ценных бумаг компании *Tongue* на 1,4 млн. долл. При бухгалтерском учете методом покупки активы компании *Tongue* будут записаны с превышением на 400 тыс. долл., и гудвил компании *Groove* составит 1 млн. долл. Такая запись невозможна при учете методом слияния компаний. Бухгалтерские данные после слияния при применении двух методов учета будут следующими.

## 3. а), б)

Год	Денежный поток (долл.)	Инвестиции (долл.)	Чистый денежный поток (долл.)	Приведенная стоимость чистого денежного потока (18%) (долл.)
1	2 300 000	1 000 000	1 300 000	1 101 100
2	2 645 000	1 000 000	1 645 000	1 181 110
3	3 041 750	1 000 000	2 041 750	1 243 426
4	3 498 013	1 000 000	2 498 013	1 288 975
5	4 022 714	1 000 000	3 022 714	1 320 926
6	4 626 122	1 000 000	3 626 122	1 341 665
7	5 320 040	1 000 000	4 320 040	1 356 493
8	6 118 046	1 000 000	5 118 046	1 361 400
9	7 035 753	1 000 000	6 035 753	1 358 044
10–25	8 091 116	1 000 000	7 091 116	8 254 059*

\*Итог за период с 10-го по 25-й год.

Максимально оправданная цена составляет приблизительно **19,81 млн. долл.** Следует отметить, что в этих вычислениях используют таблицы приведенной стоимости. Чтобы найти дисконтную ставку для денежных потоков в период с 10-го по 25-й год, вычитают коэффициент дисконтирования за девять лет ежегодных выплат, равный 4,303, из коэффициента за 25 лет, равного 5,467. Разность ( $5,467 - 4,303 = 1,164$ ) и есть коэффициент дисконтирования для денежных потоков, начиная с 10-го года и по 25-й год. Если значение приведенной стоимости находят по таблице, то может быть небольшое различие из-за округления до трех десятичных знаков.

## 4. а)

$50\,001 \text{ акция} \times 65 \text{ долл.} = 3\,250\,065 \text{ долл.}$

$49\,999 \text{ акций} \times 50 \text{ долл.} = \underline{2\,499\,950}$

Общая цена покупки = **5 750 015 долл.**

Общая стоимость акций до начала слияния равняется:  
 $100\,000 \text{ акций} \times 55 \text{ долл.} = \underline{5\,500\,000} \text{ долл.}$

Доход акционеров компании *Passive* = **250 тыс. долл.**

Общая величина экономии составила 1,5 млн. долл. Следовательно, акционеры компании *Passive* получают только небольшую часть общей экономии. И наоборот, акционеры компании *Aggressive* получают большую долю.

- b)** При “двухъярусном” предложении о приобретении существует большой стимул для отдельных акционеров продать акции раньше, обеспечив, таким образом, поглощение фирмы. Сообща акционерам компании *Passive* было бы легче удержать большую часть достигнутой экономии. Им удастся это, только если в ответ на предложение они будут действовать как картель.
- c)** Компания может добиться некоторых поправок и механизмов защиты против слияния, а также убедить отдельных акционеров выдвинуть требования о более высокой цене тендерного предложения. Однако на практике в картели невозможно достичь полного единства действий.
- d)**  $50\,001 \text{ акция} \times 65 \text{ долл.} = 3\,250\,065 \text{ долл.}$   
 $49\,999 \text{ акций} \times 40 \text{ долл.} = 1\,999\,960 \text{ долл.}$

Общая цена покупки = 5 250 025 долл.

Это значение ниже предыдущего значения рыночной стоимости, равного 5,5 млн. долл. Очевидно, что акционеры не добьются успеха, если в спешке примут предложение о приобретении по более низкой цене. Однако другие потенциальные покупатели будут иметь стимул предложить более высокую цену, чем компания *Aggressive*, даже если экономия не будет получена. Соперничество между потенциальными покупателями обеспечит контрпредложение, так что компания *Aggressive* будет вынуждена предложить не менее 5,5 млн. долл., т.е. текущую рыночную цену.

- 5. a)** Акции, принадлежащие посторонним лицам (аутсайдерам) =  
 $5\,000\,000 \times 0,79 = 3\,950\,000$

Предлагаемая цена равняется:  $20 \text{ долл.} \times 1,40 = 28 \text{ долл.}$  за акцию

Общая сумма займа для LBO равняется:  $3\,950\,000 \times 28 \text{ долл.} = 110\,600\,000 \text{ долл.}$

Старший заем равняется:  $110\,600\,000 \text{ долл.} \times 0,80 = 88\,480\,000 \text{ долл.}$

Ежегодно выплачиваемая сумма основного займа равняется:  
 $88\,480\,000 \text{ долл.} / 5 = 17\,696\,000 \text{ долл.}$

Младший кредит равняется:  $110\,600\,000 \text{ долл.} \times 0,20 = 22\,120\,000 \text{ долл.}$

Ежегодная ЕВИТ (прибыль до выплаты налогов и процентов) для обслуживания долга:

Ежегодно выплачиваемые проценты по старшему займу:

$88\,480\,000 \text{ долл.} \times 0,12 = 10\,617\,600 \text{ долл.}$

Ежегодно выплачиваемая сумма старшего кредита:

17 696 000 долл.

Ежегодно выплачиваемые проценты по младшему долгу:

$22\,120\,000 \text{ долл.} \times 0,13 = 2\,875\,600 \text{ долл.}$

Общая ЕВИТ: 31 189 200 долл.

*В течение первых пяти лет ЕВИТ в размере 25 млн долл. будет недостаточно для обслуживания долга.*

- b)**  $88\,480\,000 \text{ долл.} \times 0,10 = 8\,848\,000 \text{ долл.}$ , что в сумме с двумя вышеприведенными цифрами будет равно 29 419 600 долл.. *Ожидаемой ЕВИТ будет все еще недостаточно для обслуживания долга.*
- с)** 31 189 200 долл. — минимальная ЕВИТ, необходимая для обслуживания долга.

## Рекомендуемая литература

- Betker, Brian L., “An Empirical Examination of Prepackaged Bankruptcy”, *Financial Management* 24 (Spring 1995), p. 3–18.
- Black, Bernard S., and Joseph A. Gundfest, “Shareholder Gains from Takeovers and Restructurings”, *Journal of Applied Corporate Finance* 1 (Spring 1988), p. 5–15.
- Bradley, Michael, Anand Desai, and E. Han Kim, “The Rationale Behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy”, *Journal of Financial Economics* 11 (April 1983), p. 183–206.
- \_\_\_\_\_, “The Status of Shareholder Value in M&As”, *Business Finance* 7 (August 2001), p. 12.
- Chatterjee, Sris, Upinder S. Dhillon, and Gabriel G. Ramirez, “Resolution of Financial Distress: Debt Restructurings via Chapter 11, Prepackaged Bankruptcies, and Workouts”, *Financial Management* 24 (Autumn 1995), p. 5–21.
- Chemmanur, Thomas J., and Imants Paeglis, “Why Issue Tracking Stock? Insights from a Comparison with Spin-Offs and Carve Outs”, *Journal of Applied Corporate Finance* 14 (Summer 2001), p. 102–114.
- Conn, Robert L., “International Mergers: Review of Literature and Clinical Projects”, *Journal of Financial Education* 29 (Fall 2003), p. 1–27
- DeAngelo, Harry, and Edward M. Rice, “Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth”, *Journal of Financial Economics* 11 (April 1983), p. 329–360.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Edward M. Rice, “Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth”, *Journal of Law and Economics* 27 (June 1984), p. 367–401.
- Dennis, Debra K., and John J. McConnell, “Corporate Mergers and Security Returns”, *Journal of Financial Economics* 16 (June 1986), p. 143–87.

Donaldson, Gordon. *Corporate Restructuring*. (Cambridge, MA: Harvard Business School Press, 1994).

Eberhart, Allan C., William T. Moore, and Rodney L. Roenfeldt, “Security Pricing and Deviations from the Absolute Priority Rule in Bankruptcy Proceedings”, *Journal of Finance* 45 (December 1990), p. 1457–1469.

Fabozzi, Frank J., Jane Tripp Howe, Takashi Makabe, and Toshihide Sudo, “Recent Evidence on the Distribution Patterns in Chapter 11 Reorganizations”, *Journal of Fixed Income* 2 (March 1993), p. 6–23.

Franks, Julian R., and Robert S. Harris, “Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience”, *Journal of Financial Economics* 23 (August 1989), p. 225–250.

Halpern, Paul, “Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions”, *Journal of Finance* 38 (May 1983), p. 297–317.

Hite, Gailen L., and James E. Owers, “Security Price Reactions Around Corporate Spin-Off Announcements”, *Journal of Financial Economics* 12 (December 1983), p. 409–436.

Hite, Gailen L., and Ronald C. Rogers, “The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Sell-Offs and Total Liquidations”, *Journal of Financial Economics* 18 (June 1987), p. 229–252.

Hong, H., G. Mandelker, and R. S. Kaplan, “Pooling vs. Purchase: The Effects of Accounting for Mergers on Stock Prices”, *Accounting Review* 53 (January 1978), p. 31–47.

Jain, Prem C., “The Effect of Voluntary Sell-Off Announcements of Shareholder Wealth”, *Journal of Finance* 40 (March 1985), p. 209–224.

Jarrell, Greg A., and Annette B. Poulsen, “The Returns to Acquiring Firms in Tender Offers: Evidence from Three Decades”, *Financial Management* 18 (Autumn 1989), p. 12–19.

Jensen, Michael C., “The Takeover Controversy: Analysis and Evidence”, *Midland Corporate Finance Journal* 4 (Summer 1986), p. 6–32.

Kaplan, Steven, “Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value”, *Journal of Finance* 44 (July 1989), p. 611–632.

Kaplan, Steven, “The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value”, *Journal of Financial Economics* 24 (October 1989), p. 217–254.

Kelly, Shaun T., “Corporate Divestiture Gains as Value-Creator”, *Financial Executive* 18 (December 2002), p. 40–42.

Krell, Eric, “The Alliance Advantage”, *Business Finance* 8 (July 2002), p. 16–23.

Kuglin, Fred A., “New Realities of Alliance Partnering”, *Financial Executive* 18 (December 2002), p. 30–34.

Larson, Kermit D., and Nicholas J. Gonedes, “Business Combinations: An Exchange-Ratio Determination Model”, *Accounting Review* 44 (October 1969), p. 720–728.

Lehn, Kenneth, and Annette Poulsen, “Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions”, *Journal of Finance* 44 (July 1989), p. 771–787.

Malatesta, Paul H., “The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms”, *Journal of Financial Economics* 11 (April 1983), p. 155–181.

Malatesta, Paul H., and Ralph Walking, “Poison Pill Securities”, *Journal of Financial Economics* 20 (January-March 1988), p. 347–376.

Marias, Laurentius, Katherine Schipper, and Abbie Smith, “Wealth Effects of Going Private for Senior Securities”, *Journal of Financial Economics* 23 (June 1989), p. 155–191.

- Michaely, Roni, and Wayne H. Shaw, “The Choice of Going Public: Spin-offs vs. Carve-outs”, *Financial Management* 24 (Autumn 1995), p. 5–21.
- Miles, James A., and James D. Rosenfeld, “The Effect of Voluntary Spin-off Announcements on Shareholder Wealth”, *Journal of Finance* 38 (December 1983), p. 1597–1606.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics* 20 (January-March 1988), p. 293–316.
- Nathan, Kevin S., and Terrence B. O’Keefe, “The Rise in Takeover Premiums: An Exploratory Study”, *Journal of Financial Economics* 23 (June 1989), p. 101–120.
- Opinions of the Accounting Principles Board, No. 16* (New York: American Institute of Certified Public Accountants, August 1970).
- Roll, Richard, “The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers”, *Journal of Business* 59 (April 1986), p. 197–216.
- Rosenfeld, James D., “Additional Evidence on the Relation Between Divestiture Announcements and Shareholder Wealth”, *Journal of Finance* 39 (December 1984), p. 1437–1448.
- Ryngaert, Michael, “The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics* 20 (January-March 1988), p. 377–417.
- Schipper, Katherine, and Abbie Smith, “A Comparison of Equity Carve-Outs and Seasoned Equity Offerings: Share Price Effects and Corporate Restructuring”, *Journal of Financial Economics* 15 (January-February 1986), p. 153–186.
- Schipper, Katherine, and Abbie Smith, “Effects of Recontracting on Shareholder Wealth: the Case of Voluntary Spin-Offs”, *Journal of Financial Economics* 12 (December 1983), p. 437–468.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny, “Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics* 25 (November 1989), p. 123–129.
- Sicherman, Neil W., and Richard H. Pettway, “Acquisition of Divested Assets and Shareholder Wealth”, *Journal of Finance* 42 (December 1987), p. 1261–1273.
- Skantz, Terrance R., and Roberto Marchesini, “The Effect of Voluntary Corporate Liquidation on Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Research* 10 (Winter 1987), p. 65–76.
- Stulz, Rene M., Ralph A. Walking, and Moon H. Song, “The Distribution of Target Ownership and the Division of Gains in Successful Takeovers”, *Journal of Finance* 45 (July 1990), p. 817–834.
- Sullivan, Michael J., Marlin R.H. Jensen, and Carl D. Hudson, “The Role of Medium of Exchange in Merger Offers: Examination of Terminated Merger Proposals”, *Financial Management* 23 (Autumn 1994), p. 51–62.
- Torres, Alberto, and Paul Reiner, “The Spin-off as a Transformation Event”, *Corporate Finance* (March 2001), p. 35–37.
- Weston, J. Fred, “Divestitures: Mistakes or Learning”, *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer 1989), p. 68–76.
- \_\_\_\_\_, Juan A. Siu, and Brian A. Johnson. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, 3rd ed. (Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001).