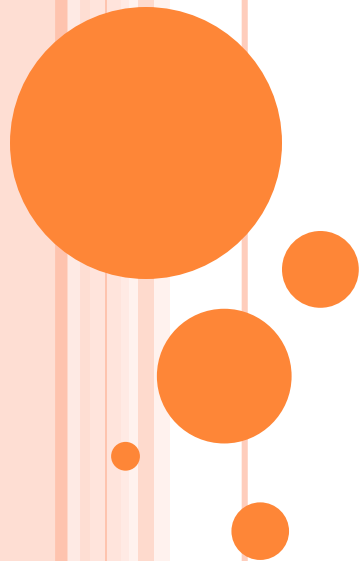


# هشتمین کنفرانس تخصصی و حرفه‌ای با موضوع: ادغام و اكتساب در اقتصاد ایران

## آیا ادغام شرکت‌ها، ضرورت امروز اقتصاد ایران می‌باشد؟

حسین عبده تبریزی

سه‌شنبه ۲۷ آبان‌ماه ۱۳۹۹



# معاملات ادغام و تملیک

- ادغام و تملیک یک فرآیند جهانی با حجم معاملات بسیار بالاست.
- معاملات، هم به صورت داخلی و هم به صورت فرامرزی (۳۵٪) انجام می‌پذیرد.
- درآمد ناشی از کارمزد ادغام و تملیک، سهم بالایی از درآمد بانک‌های سرمایه‌گذاری را به خود اختصاص داده است.
- از نوع خدمات مشاوره‌ای است که نیازی به سرمایه بانک ندارد.
- سقف بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) عملاً بی‌نهایت است.
- معمولاً در هر کشور ۳ یا ۴ بانک سرمایه‌گذاری، بیش از نیمی از سهم کل معاملات را دربرمی‌گیرند.
- پیچیده‌ترین خدمات در میان خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری است.
- دارای اهمیت ویژه از منظر حقوقی، حسابداری، ساختار معامله و هنر مذاکره است.



# یک تاریخچه کوتاه از ادغام و تملیک

## تکامل و رشد ادغام و تملیک

### تحولات اقتصادی

- با ایجاد رشد اقتصادی و افزایش تقاضا، شرکت‌ها به ادغام و تملیک روی می‌آورند.

### تغییرات تکنولوژیک

- فرصت‌های جدید به دلیل تحولات تکنولوژیک بین شرکت‌ها ایجاد می‌شود.

### مقررات قانونی

- حذف برخی قوانین و مقررات، می‌تواند موانع رشد را کاهش دهد.

رکود ۱۸۸۳ و ادغام افقی شرکت‌های نفتی

۱۹۱۶-۱۹۲۹  
توسعه پس از جنگ جهانی اول که باعث ادغام‌های عمودی شد.

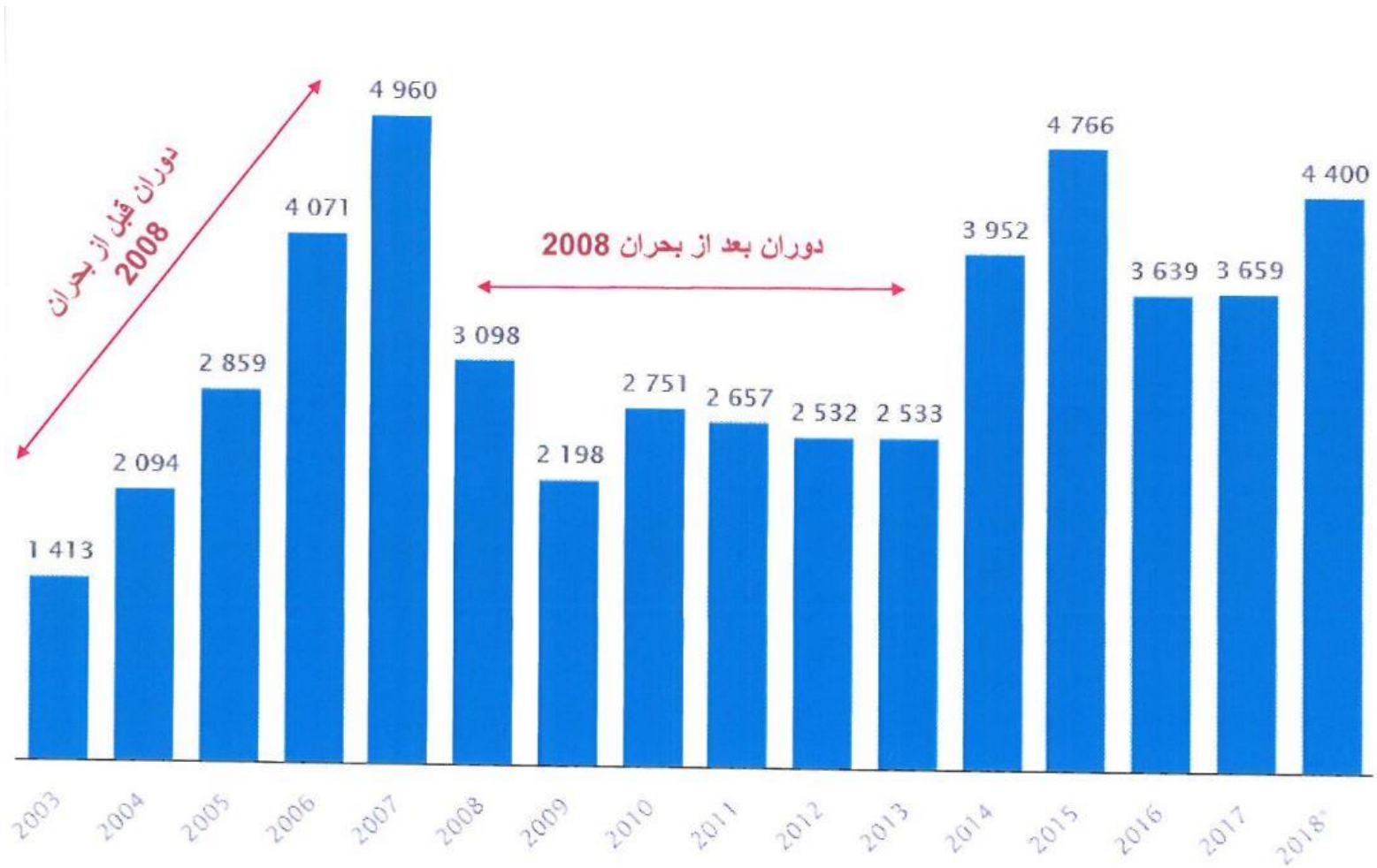
۱۹۶۵-۱۹۷۸  
چندرشته‌ای‌ها

۱۹۸۰s  
خریدهای اهرمی (LBOs)

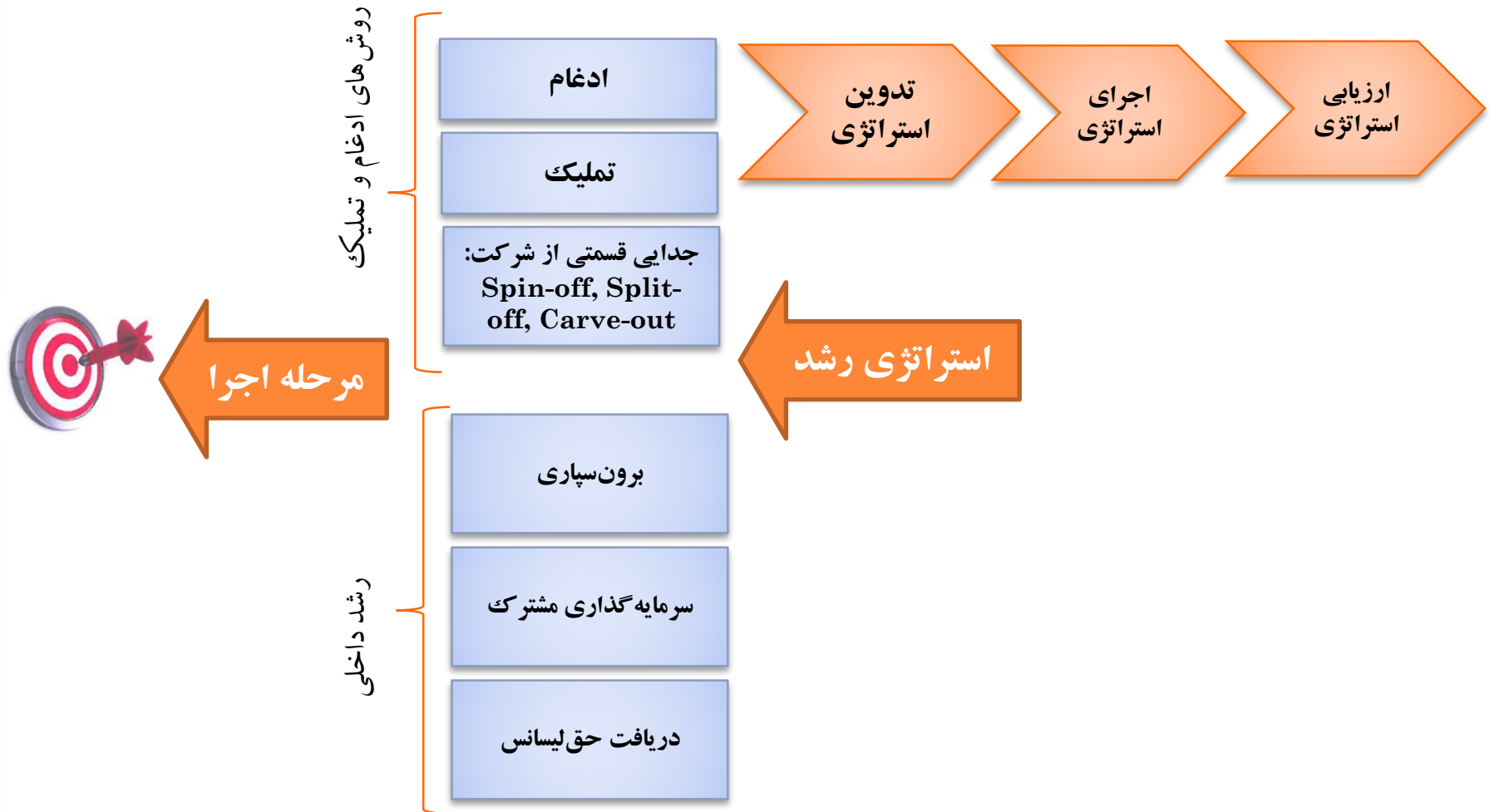
۱۹۹۰-۲۰۰۰  
جهانی‌سازی و تکنولوژی

توسعه LBOها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری خصوصی (PE)

# حجم ادغام و تملیک در جهان



# چرا ادغام و تملیک؟



- Divestiture واگذاری شرکت‌ها:
- Joint Venture سرمایه‌گذاری مشترک:



# ادغام و تملیک: رشد کسب و کار

## ❖ رشد ارگانیک<sup>۱</sup>

- ورود به بازار جدید
- توسعه محصول جدید
- گسترش فعالیت‌های بازاریابی و افزایش سهم بازار

- ❖ این روش شاید معمول‌ترین شیوه رشد یک سازمان باشد، اما شاید سریع‌ترین روش نباشد.
- ❖ علاوه بر این، گسترش یک کسب و کار در خارج از مرزهای یک کشور می‌تواند چالش‌برانگیز باشد.

## استراتژی ادغام و تملیک<sup>۲</sup>

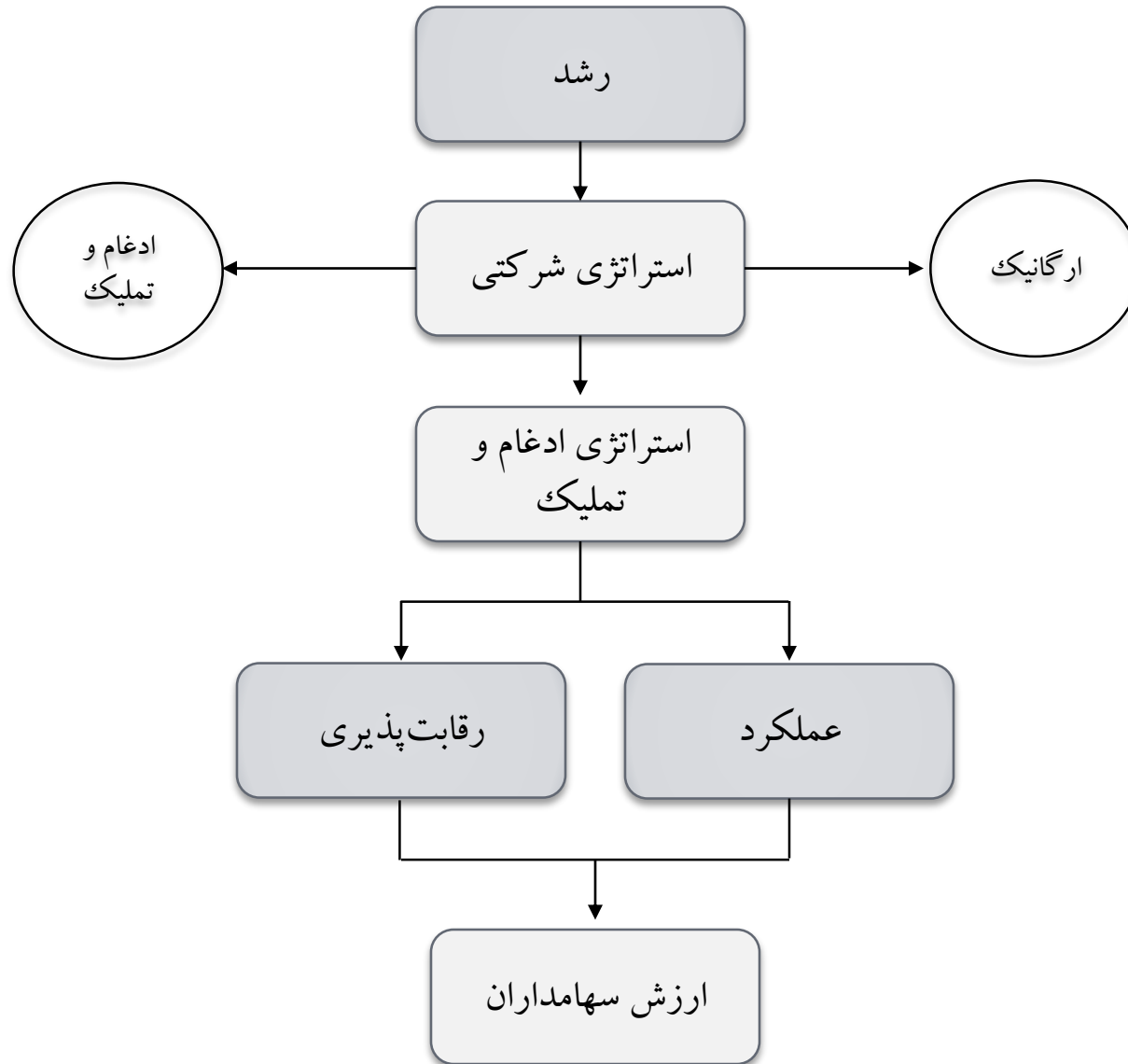
در تشخیص این که آیا ادغام و تملیک راه مناسبی برای ارتقاء ارزش سهامداران، عملکرد، رقابت‌پذیری در بازار است، یک شرکت باید در وهله اول استراتژی شرکتی خود را مورد بازبینی قرار دهد. استراتژی شرکتی<sup>۳</sup> باعث می‌شود که موارد زیر بررسی شوند:

- آیا سازمان از مجموع واحدهای زیرمجموعه خود، با ارزش‌تر است.
- اهداف و مسیرهای سازمان تعیین شود.
- پرتفوی کسب و کار، تخصیص منابع و برنامه رشدی شرکت، مشخص گردد.

1. Organic Expansion
2. Merger and Acquisitions
3. Corporate Strategy



# ادغام و تملیک: رشد کسب و کار (ادامه)



# تفاوت بین ادغام و تملیک

❖ اگرچه هر دو این اصطلاحات اغلب در یک رده به کار گرفته می‌شوند و به عنوان مترادف استفاده می‌شوند

ولی واژه ادغام و تملیک تفاوت‌های اندکی باهم دارند:

✓ تملیک مربوط به شرایطی است که یک شرکت، شرکت دیگری را خریداری می‌کند و به طور واضح

مالکیت خود را بر آن اعمال می‌کند. در این حالت ممکن است موجودیت شرکت هدف، حذف شود و

شرکت خریدار مدیریت آن را در دست گیرد.

✓ ادغام زمانی اتفاق می‌افتد که دو شرکت که اغلب اندازه نسبتاً یکسانی دارند، توافق می‌کنند به

عنوان یک شرکت جدید فعالیت کنند. در این حالت سهام هر دو شرکت از بین می‌رود و سهام شرکت

جدید به جای آن‌ها معامله می‌شود. در عمل، ادغام برابر زیاد اتفاق نمی‌افتد.

❖ از آنجا که خرید تملیک اغلب بار مفهومی منفی دارند، مدیران ارشد تمایل دارند این خریدها را به عنوان

ادغام معرفی کنند.

تملیک

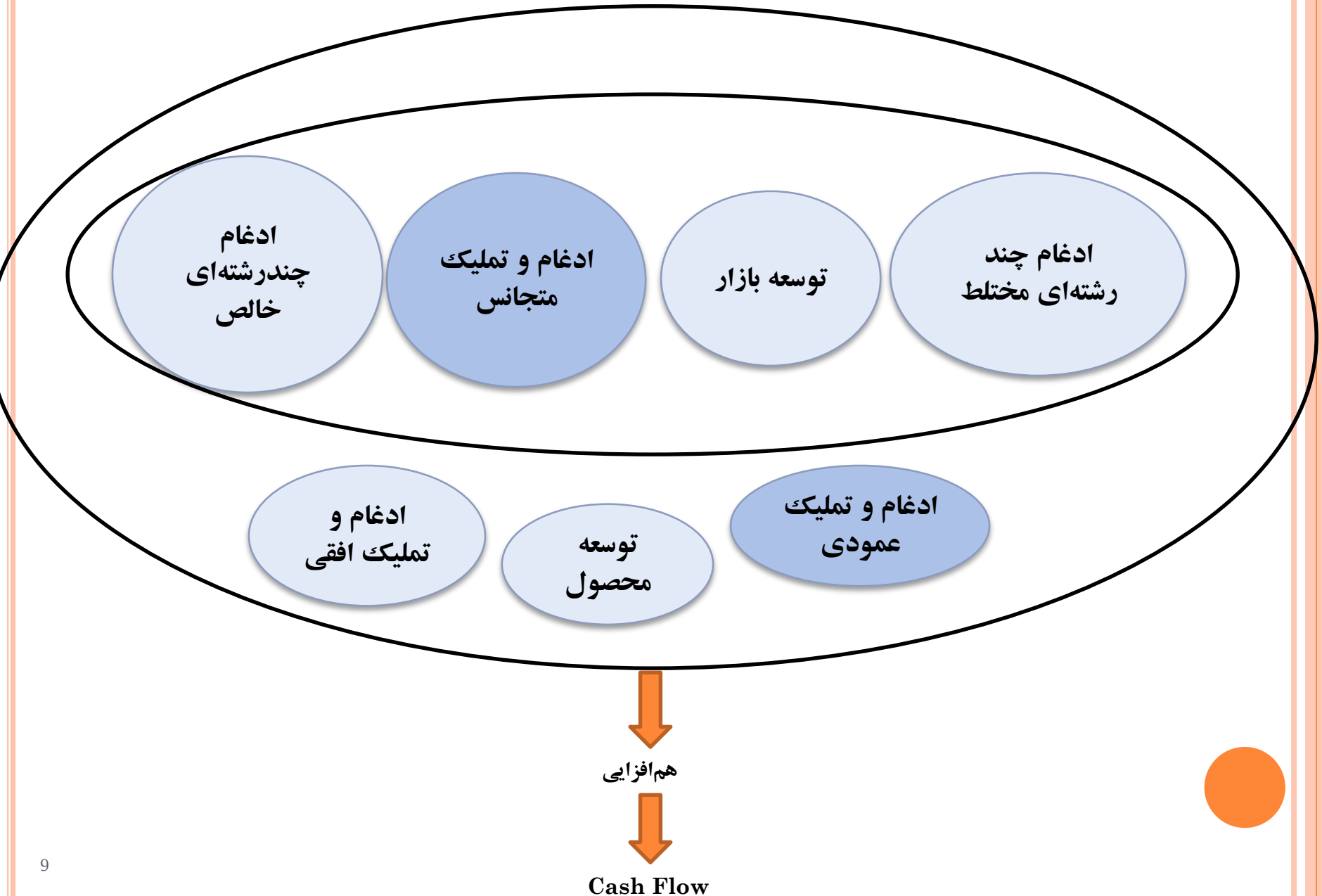
$$A+B=A$$

ادغام

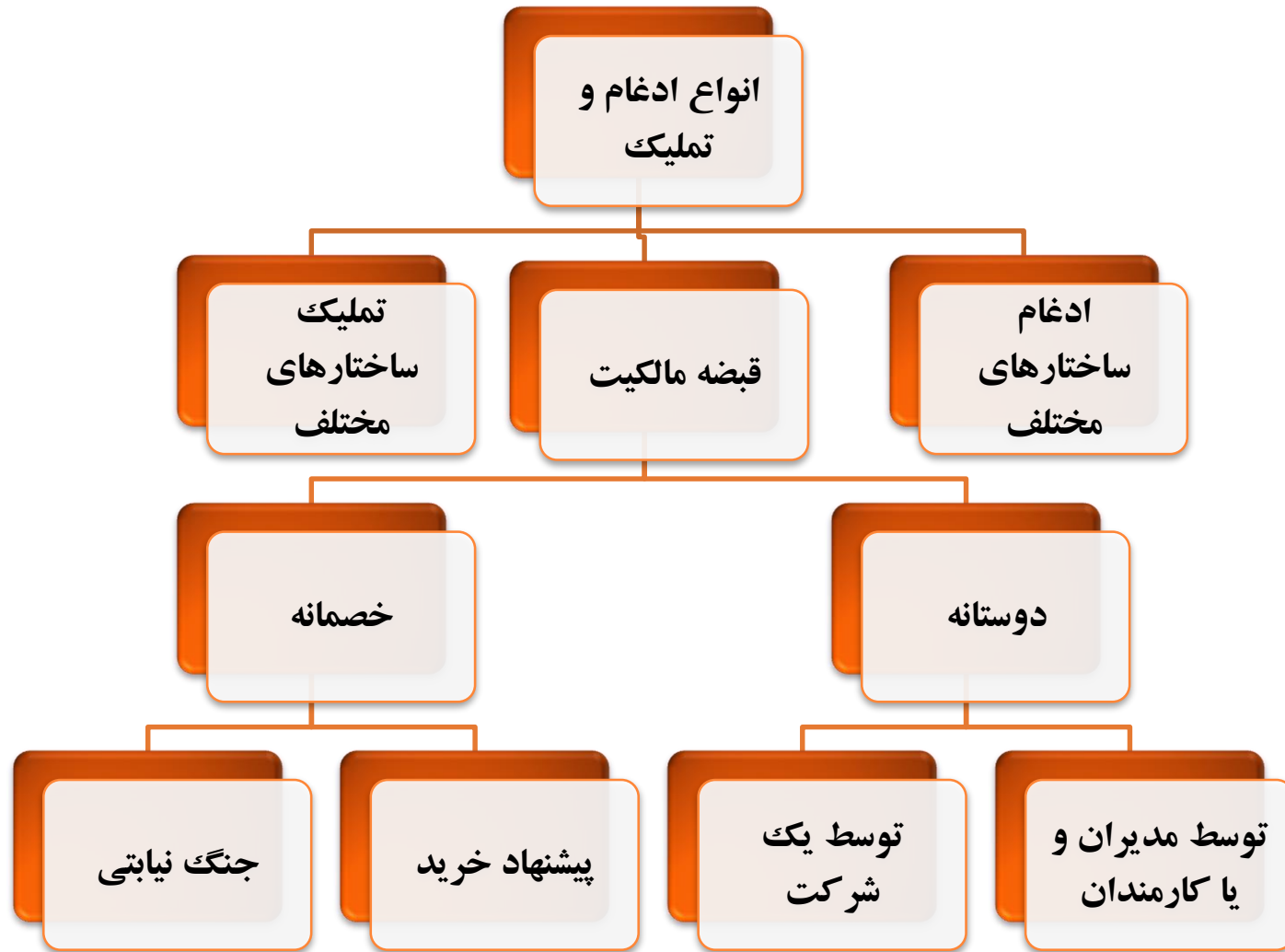
$$A+B=C$$



# انواع استراتژی‌های ادغام و تملیک



# خلاصه انواع ادغام و تملیک



# انواع روش‌های تأمین مالی تملیک

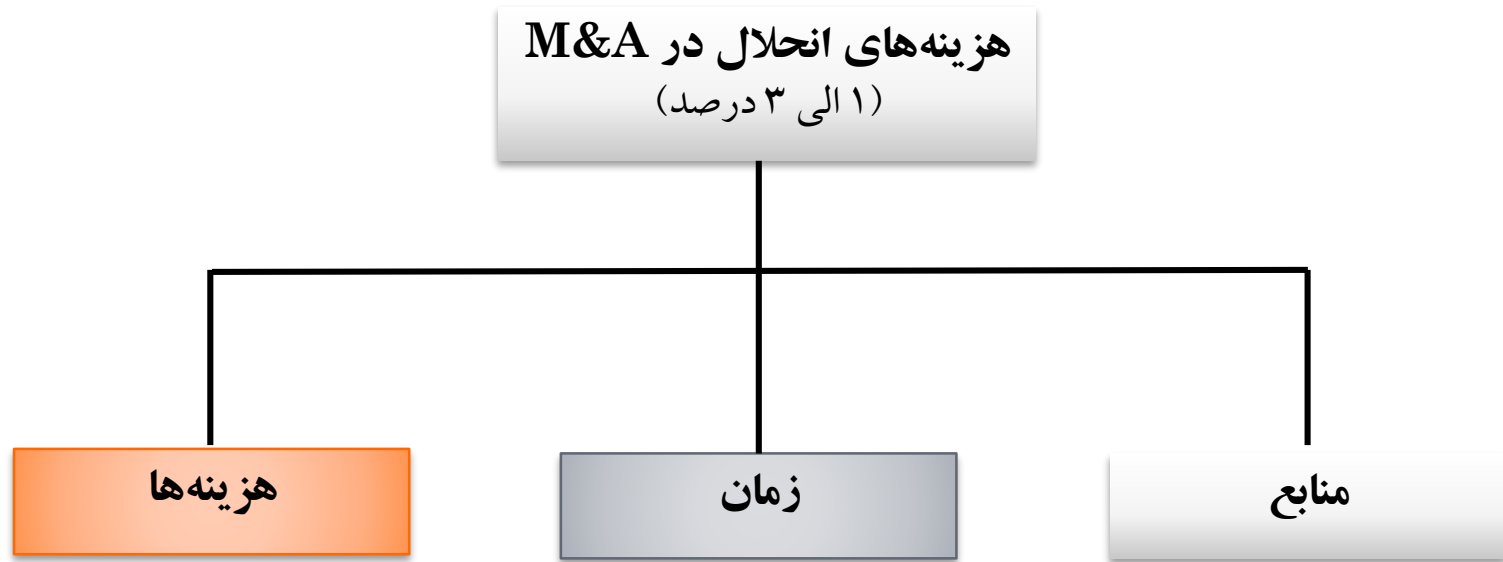
- ❖ در ابتدا عملکرد مالی اخیر، موقعیت مالی فعلی و عملکرد مورد انتظار مالی خریدار را بررسی کنید.
- ❖ سازگاری ساختار تأمین مالی<sup>۱</sup>
- ❖ انعطاف ساختار مالی، در صورت تغییر شرایط<sup>۲</sup>
- ❖ درک مناسب از نحوه ایجاد جریان نقدی و توانمندی‌های ذاتی دارایی‌های خریدار و هدف
- ❖ برای مثال:

- بدهی بانکی
  - ✓ از سرمایه ارزان‌تر است اما انعطاف شرکت را کاهش می‌دهد.
  - ✓ حجم‌های بزرگ بدهی برای خریداران بالغ‌تر (به این معنا که جریان نقدی پایدار ایجاد می‌کنند) و نیاز به انجام هزینه‌های سرمایه‌ای بزرگ ندارند، مناسب‌تر است.
- سرمایه
  - ✓ شرکت‌هایی که رشد بسیار بالایی را انتظار دارند نیاز به سرمایه بسیار زیاد برای انجام آن خواهند داشت.
  - ✓ مناسب در صورتی که خریدار در بازاری پرنوسان رقابت می‌کند.<sup>۳</sup>
- سایر منابع تأمین مالی

- **Corporate bonds** ✓ اوراق قرضه شرکتی
- **Convertible bonds** ✓ اوراق قرضه قابل تبدیل
- **Preferred (straight or convertible preferred)** ✓ سهام ترجیحی (ترجیحی مستقیم و یا قابل تبدیل)
- **Mezzanine debt (or subordinated debt),** ✓ بدهی Mezzanine (یا همان بدهی غیرممتاز)
- **Sellers note,** ✓ اوراق فروشنده
- **Asset-based loan (or ABS securitization)** ✓ وام‌های با پشتوانه دارایی (یا همان اوراق بهادارسازی دارایی‌ها)

1. Suitability
2. Flexibility
3. Equity

# هزینه انحلال چیست؟



❖ هنگامی که مایکروسافت در ماه ژوئن ۲۰۱۶ لینکدین را به ارزش ۲۶/۲ میلیارد دلار به صورت نقدی خریداری کرد، مقرر کرده بود که در صورت وقوع هر یک از اتفاقات زیر، هزینه انحلال ۷۲۵ میلیون دلار خواهد بود:

- هیأت‌مدیره لینکدین نظر خود را در مورد معامله عوض کنند
- بیش از ۵۰ درصد از سهامداران این شرکت معامله را تأیید نکنند
- لینکدین با شرکت رقیب وارد معامله شود

# A Sample of M&A Disasters

- ❖ **America Online Acquisition Of Time Warner (\$165 billion) in 2000**
- ❖ **Sprint Acquisition of Nextel Communications (\$35 billion) in 2005**
- ❖ **Google Acquisition of Nest (\$3.2 billion) in 2014**
- ❖ **Microsoft Acquisition of Nokia (\$7.9) in 2014**
- ❖ **Quakar Oats and Snapple (\$1.7 billion) in 1993**
- ❖ **Hewlett-Packar's Acquisition of Autonomy (\$10.5 billion) in 2011**
- ❖ **Mercedes-Benz acquisition of Chrysler (\$39 billion) in 1998**
- ❖ **Microsof acquisition of aquantive (\$6.3 billion) in 2007**
- ❖ **New York Central and Pennsylvania Railroad (\$12 billion) in 1968**



## روش‌های مختلف رشد بنگاه

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

## هلدينگ در مقابل سرمايه گذاري

شرکت سرمايه گذاري با  
پاهای خود رأی می دهد.

شرکت هلدينگ با دستان  
خود رأی می دهد.



# هدینگ در ایران

شرکت‌های بسیاری بدون بررسی سودآوری وارد هدینگ می‌شوند.

توجهی به نقش کنترل و ویژگی‌های هدینگ نشده است.

چه بسا هدینگ‌ها که برای توسعه حوزه قدرت مدیران ایجاد می‌شود.



# معمای هلدینگ



## لحاظ اثر طرح بر سایر کسب و کارها

اثرات مثبت

فرصت‌های بالقوه

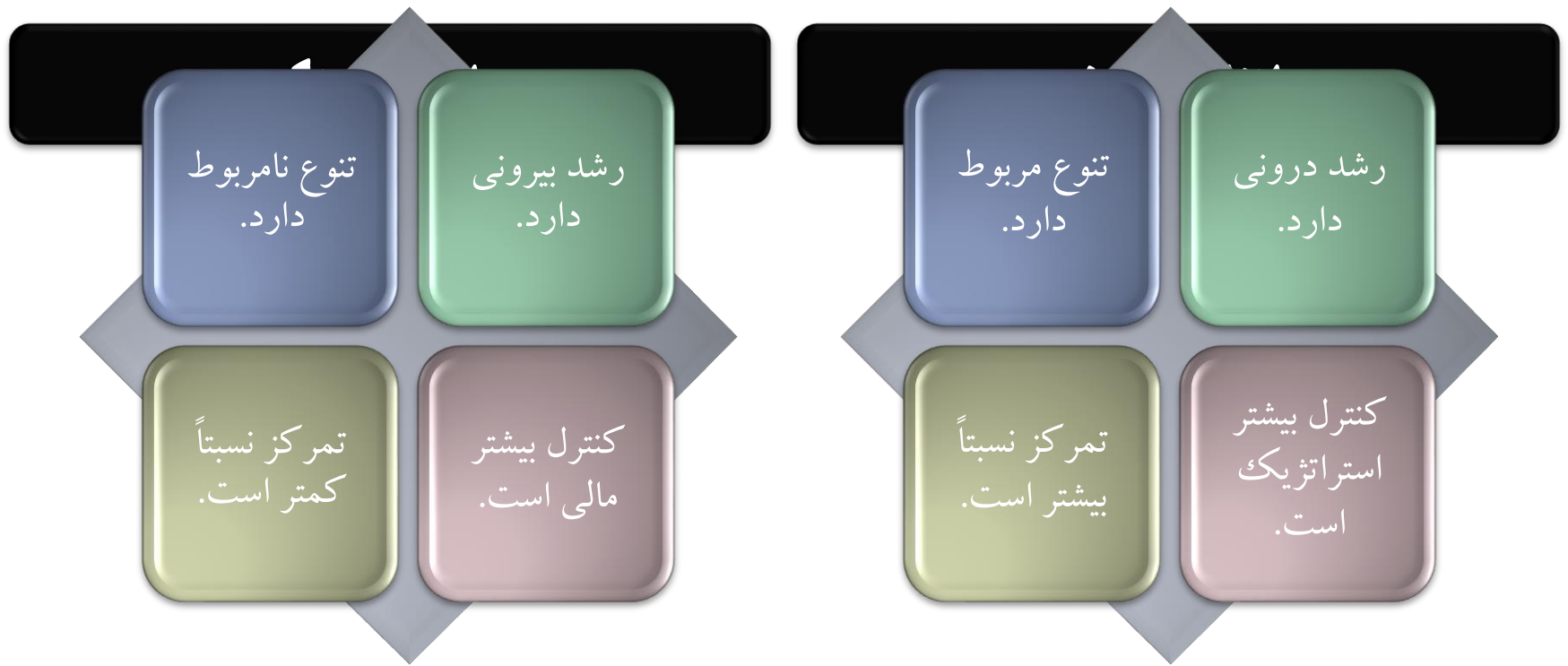
(Potential Opportunities)

اثرات منفی

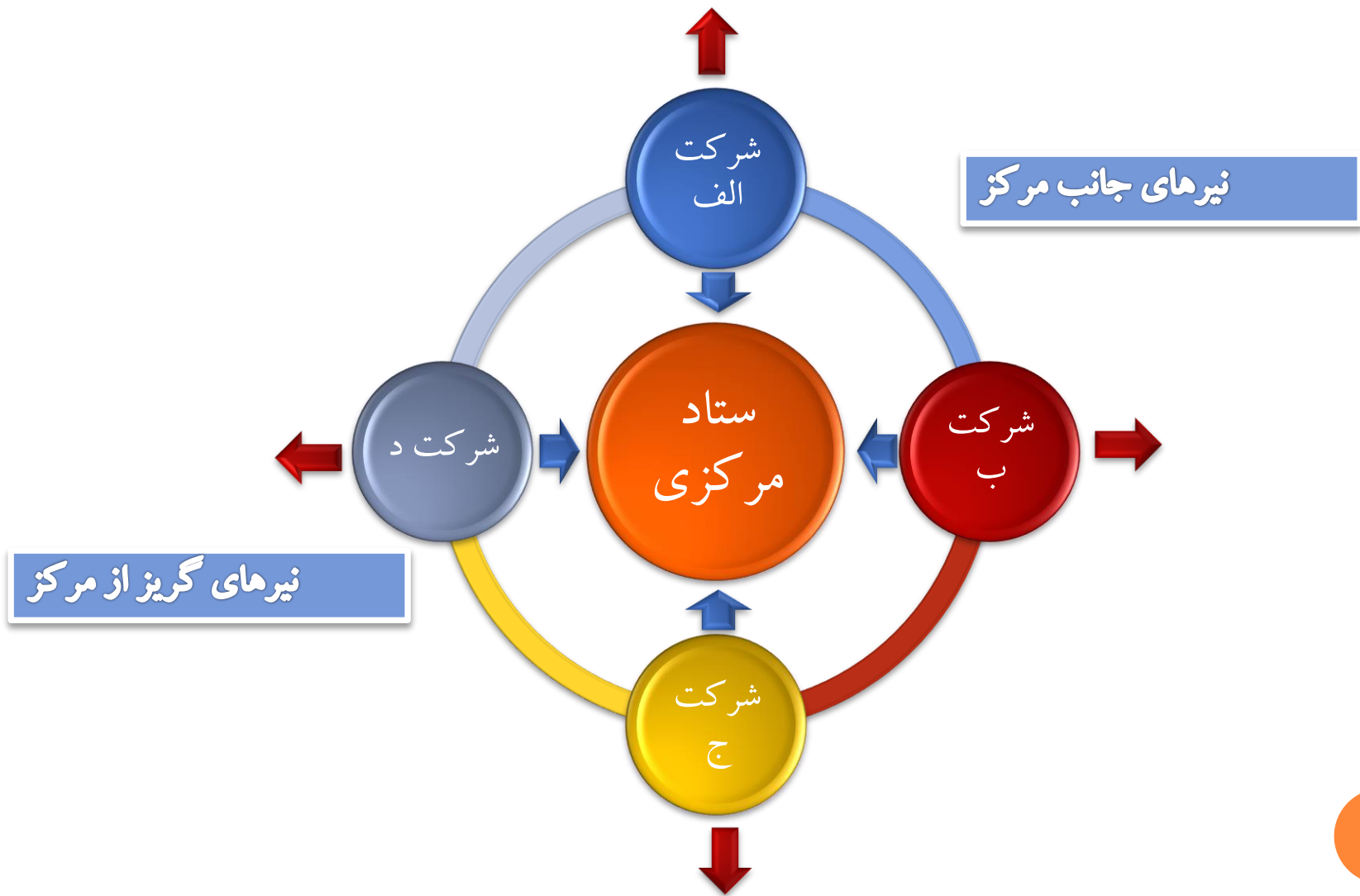
تغذیه از خود

(Cannibalization)

# ساختارهای چندبخشی و هلدینگ



# منظومه هلدینگی



# طبقه‌بندی شرکت‌های تابعه



## کنترل با مالکیت محدود

جهت کنترل سایر شرکت‌ها نیازی به در اختیار داشتن اکثریت سهام نیست.

در اغلب موارد با بیش از ۲۵٪ سهام می‌توان کنترل شرکت را در دست گرفت.

چنانچه سهام در سطح وسیعی توزیع شده باشد، با حدود ۱۰٪ سهام می‌توان کنترل شرکت را در دست گرفت.

# کنترل با مالکیت محدود در ایران

استراتژی اصلی، رفع نیازهای گروه از طریق شرکت‌های تابعه است.

اکثریت سهام شرکت‌های تابعه در اختیار مادر است.

از مزیت کنترل با مالکیت محدود کمتر استفاده می‌شود.

# معایب تبدیل شدن به هلدینگ

مسأله مالیات  
مضعف

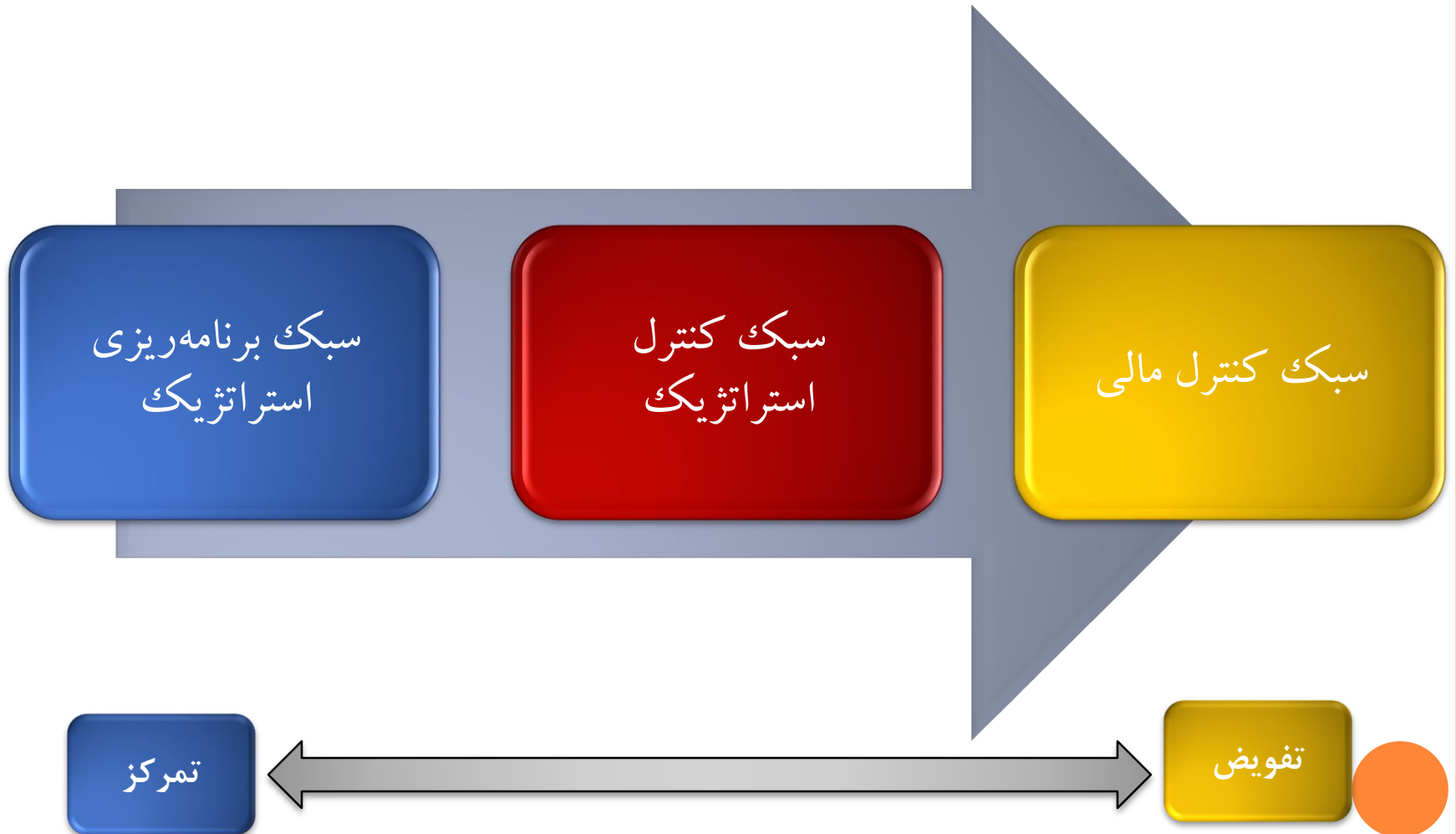
انتقال ناخواسته  
قدرت از اقمار به  
ستاد سازمان

سیاسی شدن  
شرکت های مادر

پیچیدگی و  
مشکل بودن  
فرآیندهای کنترل  
مرکزی



# سبک‌های تعاملی در شرکت‌های مادر



# مقایسه انواع سبک‌های تعاملی

مدل تعامل	تدوین استراتژی	تصویب استراتژی	اجرای استراتژی
برنامه‌ریزی استراتژیک	شرکت مادر	شرکت مادر	توابع
کنترل استراتژیک	توابع	شرکت مادر	شرکت مادر و توابع
کنترل مالی	توابع	توابع	توابع



# راهی برای تجدید ساختار مالی

1995

نمونه

McKesson

17% of  
Armor All

عرضه عمومی جزئی

○ شرکت مادر قسمتی از سهام شرکت تابعه را به عموم عرضه می کند. پیش از عرضه، تمامی سهام در مالکیت شرکت مادر است.

Company A without  
subsidiary B

Subsidiary B

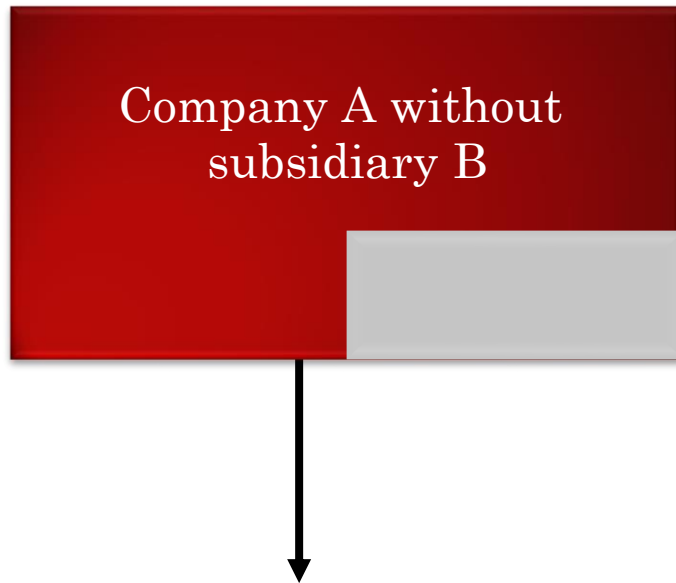
**Company before spin off**

## *Shareholders*

Shareholders own shares of combined company.  
Own the equity in subsidiary implicitly.

BEFORE SPIN OFF





**Company after spin off**

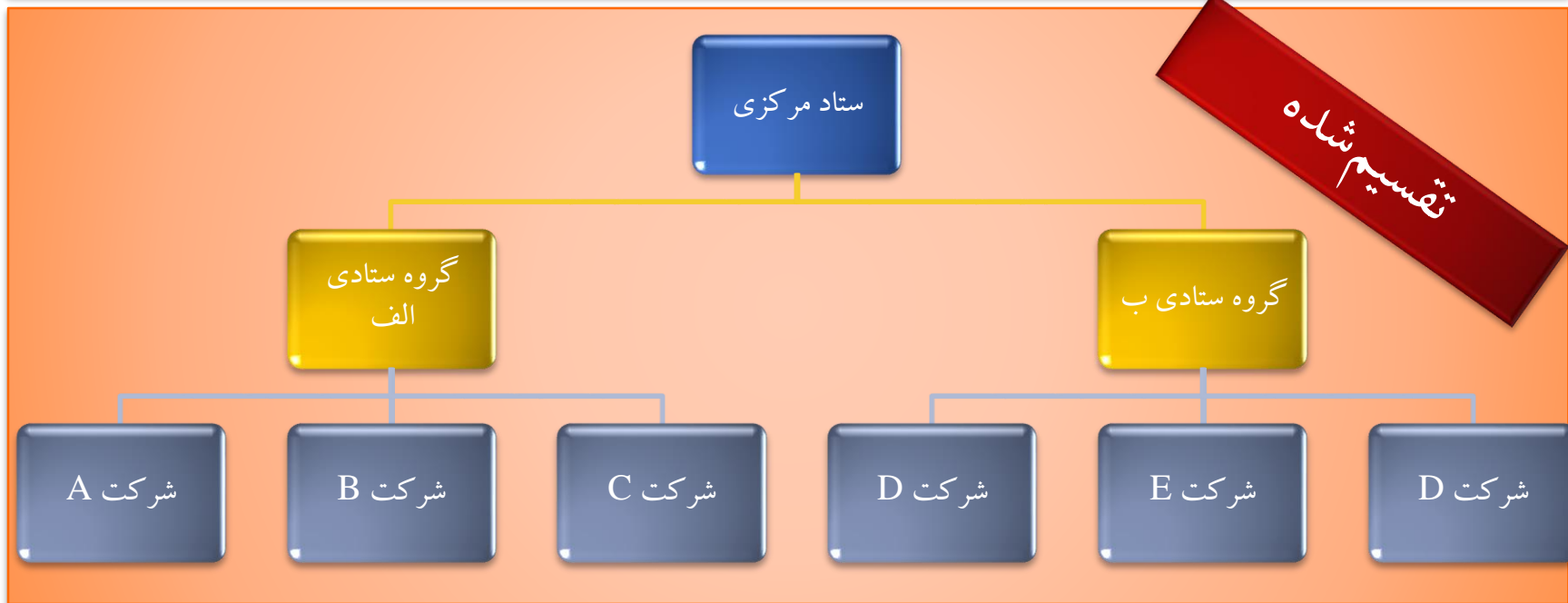
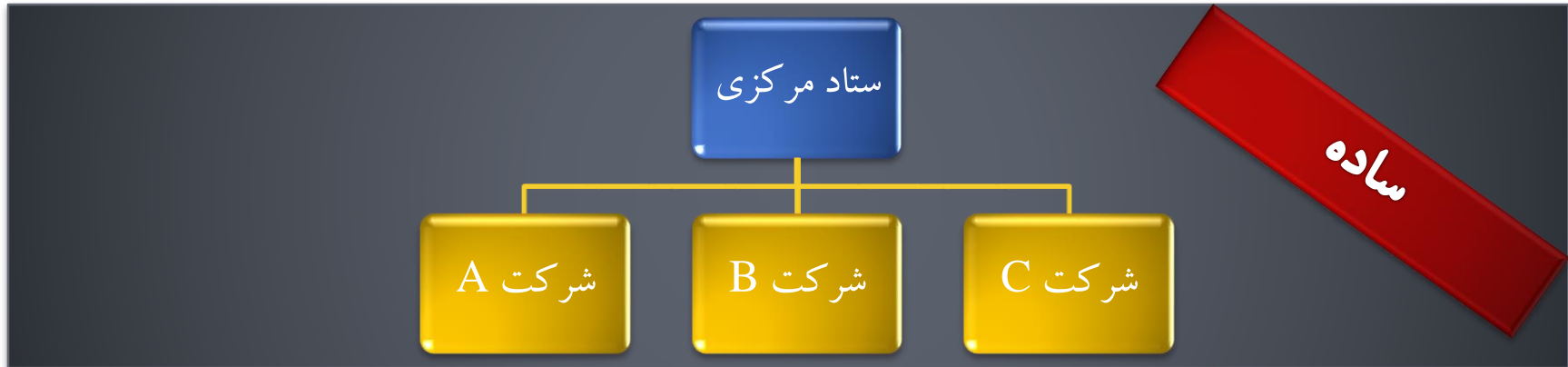
New Company B

***Shareholders***

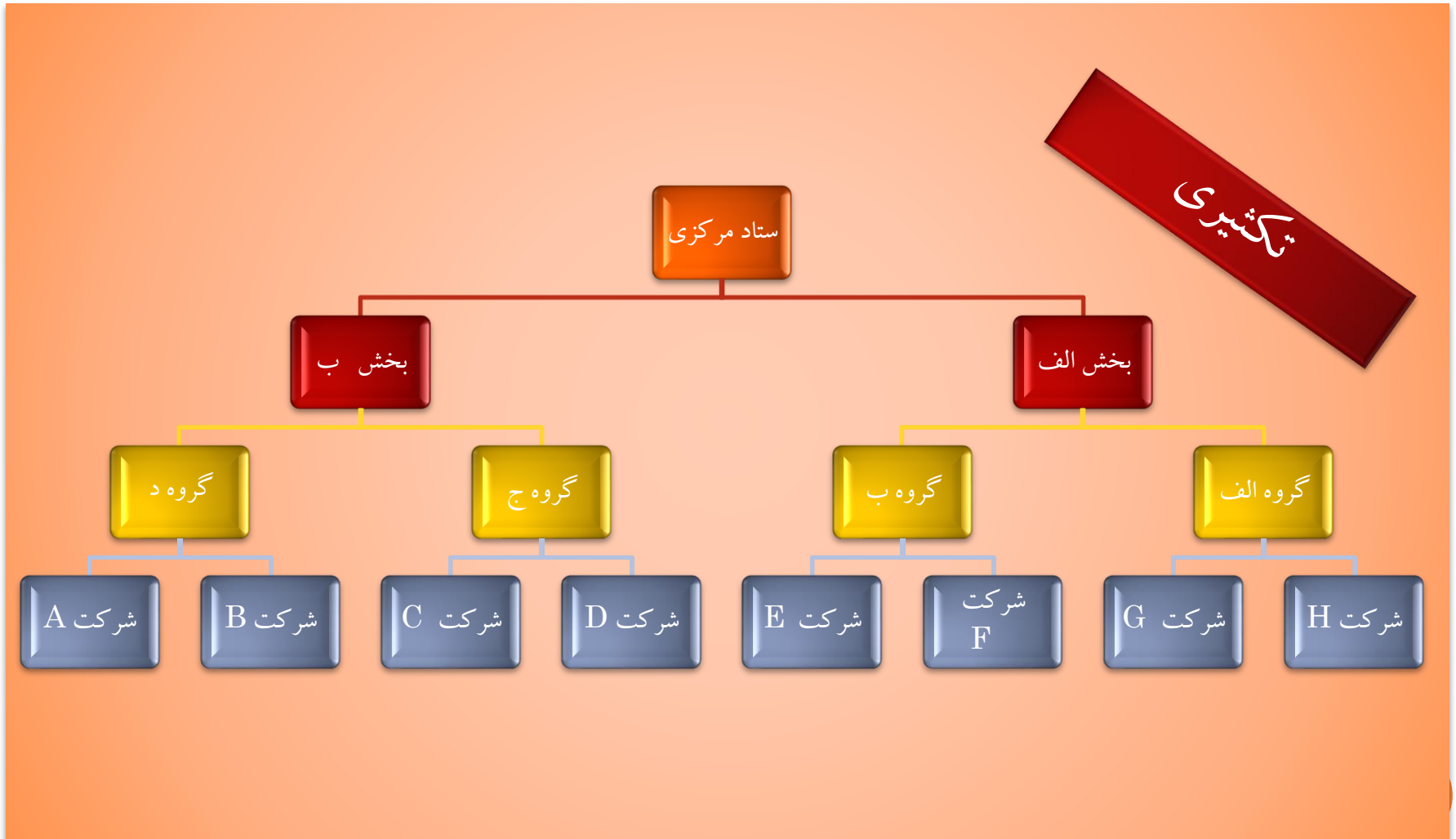
Old shareholders still own shares of company A, which now only represent ownership of A without B.

**AFTER SPIN OFF**

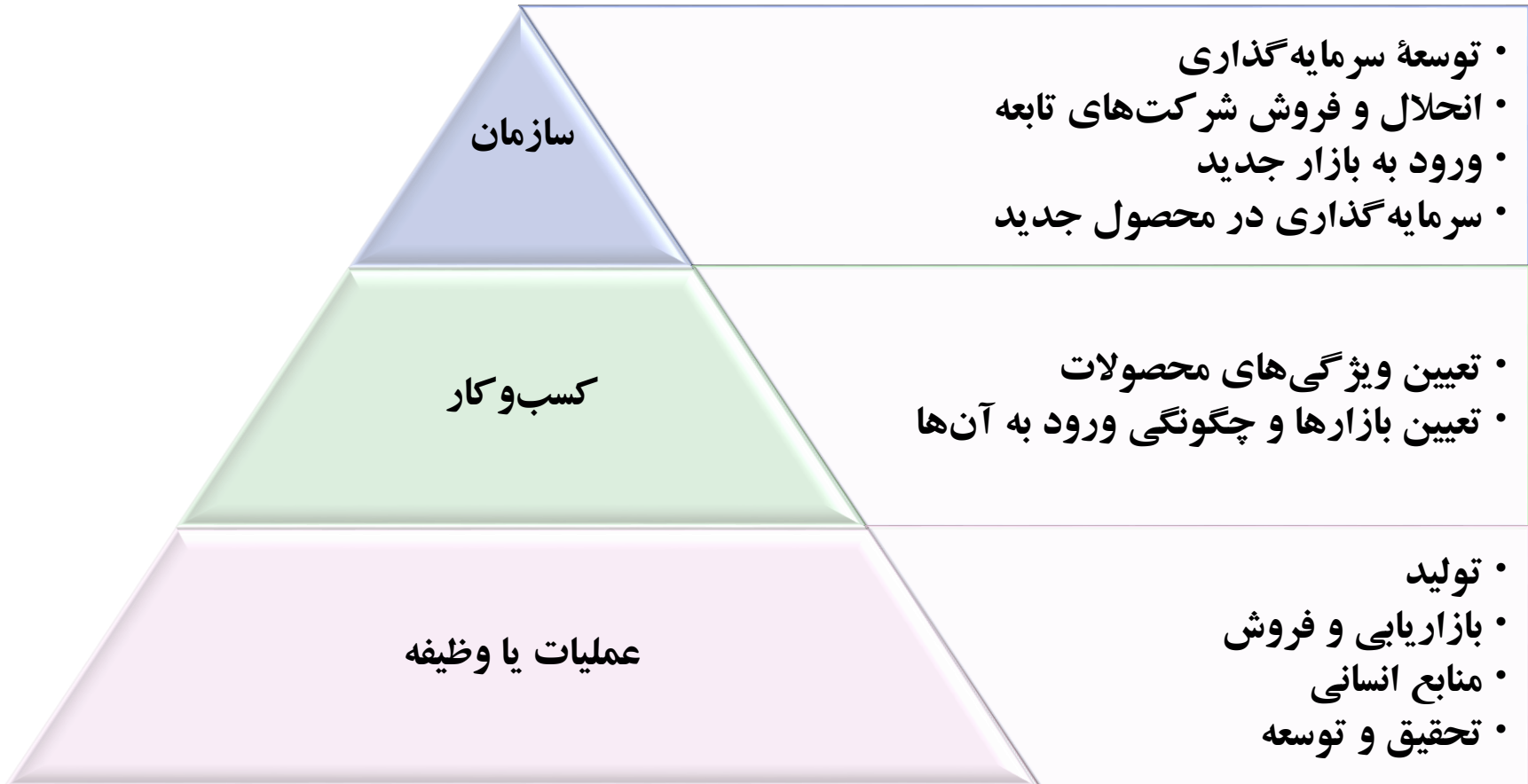
# ساختار در شرکتهای هلدینگ



# ساختار در شرکتهای هلدینگ



# سطوح استراتژی‌های هلدینگ





# مهمترین فرآیندهای استراتژیک در شرکتهای هلدینگ

حل و فصل اختلافات

برنامه ریزی ظرفیت توابع

مدیریت و تعدیل بحران

توسعه صادرات توابع

توسعه خلاقیت و نوآوری

مدیریت مالی

مدیریت سبد محصول-خدمت

رونقدهی نشان تجاری

ارزیابی عملکرد توابع

ارائه خدمات مشترک به توابع

گرفتن پروژههای مشترک

پشتیبانی مذاکرات

# سیاست سود تقسیمی در شرکت مادر

به لحاظ نظری شرکت مادر شبیه دیگر شرکت‌هاست.

در عمل شرکت‌های مادر به نسبت سود ناچیزی تقسیم می‌کنند.

مالیات در این میان نقش مهمی ایفا می‌کند.

سود انباشته جهت تقویت و تحکیم شایستگی‌های محوری استفاده می‌شود.

# انواع ادغام يا قبضه مالکیت

افقی

عمودی

متنوع



# شیوه‌های قبضه مالکیت



دوستانه



خصمانه



## قبضه مالکیت توسط خودی‌ها

خرید شرکت‌ها  
توسط مدیران

**MBO**

خرید شرکت‌ها  
توسط کارکنان

**EBO**

خرید غالباً با اهرم صورت می‌گیرد. (LBO)

# مهم‌ترین دلیل بنگاه برای ادغام و قبضه مالکیت



# انواع هم‌افزایی

عملیاتی

مالی

مالیاتی

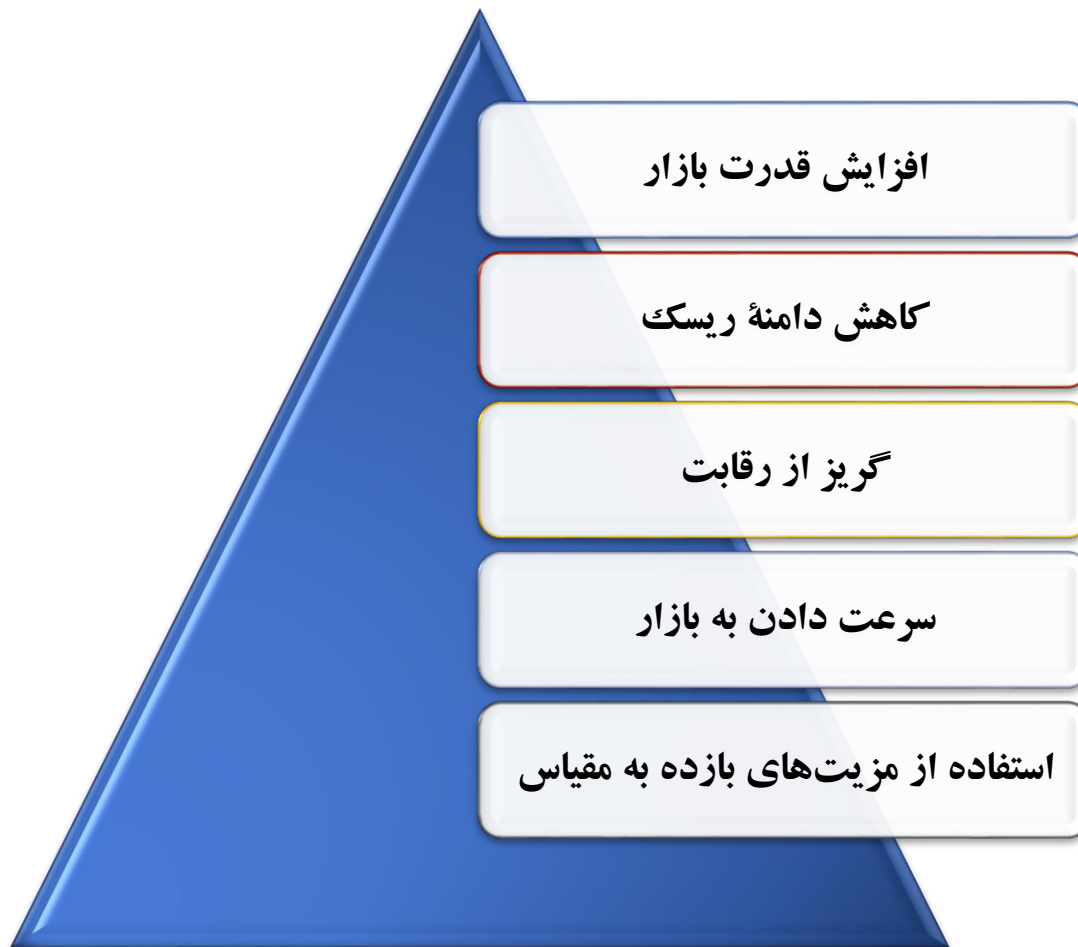


## مسائل مرتبط با هم افزایی

- پیش‌بینی هم‌افزایی‌های احتمالی آتی
- بررسی نحوهٔ حصول هم‌افزایی
- برآورد هزینه‌های حصول هم‌افزایی
- ارزیابی دورهٔ تداوم هم‌افزایی



# انگیزه‌های ادغام و قبضه مالکیت



# انگیزه‌های ادغام و قبضه مالکیت

بهبود ساختار مالی شرکت

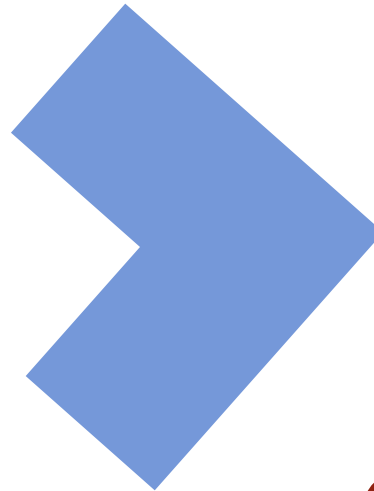
خرید زیر قیمت شرکت‌ها

فرار از مالیات

خلق غول‌ها و امپراتوری‌ها اقتصادی

# تصاحب چه زمانی توجیه دارد؟

ارزش حاصل از  
هم‌افزایی‌ها



صرف معامله  
عمده



# استراتژی تصاحب در مقابل رشد ارگانیک



# نحوه خرید



# پرداخت نقدی در مقابل معاوضه سهام

## پرداخت نقدی

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

## معاوضه سهام

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

# نظریه‌های انتقال ارزش

دیدگاه مالیاتی

انتقال دستمزد  
یا ثروت  
کارکنان

ارزیابی کمتر از  
قیمت واقعی یا  
مزیت اطلاعات

# کاهش دامنه ریسک

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

قبضه مالکیت شرکت های  
تولید کننده مواد اولیه

ریسک ناشی از تغییر  
تکنولوژی کاهش می یابد.

ریسک ناشی از کاهش قیمت  
محصول توسط شرکت های  
رقیب کاهش می یابد.

قبضه مالکیت شرکت های  
رقیب

ریسک ناشی از عدم خرید  
محصولات شرکت مهار  
می شود.

قبضه مالکیت شرکت هایی  
که از محصولات شرکت  
استفاده می کنند.



# افزایش سرعت بازار

## موانع تولید محصول جدید

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

## مزایای تولید محصول جدید از طریق شرکت قبضه‌شده

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

## سؤال مهم

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

قیمت سهام شرکت B ؟

قیمت سهام شرکت A ؟



# مسائل و مشکلات قبضه مالکیت

مسائل تلفیق و یکپارچگی

ارزیابی ناکافی هدف

بدهی قابل ملاحظه

عدم امکان تحقق هم افزایی

تنوع سازی زیادی

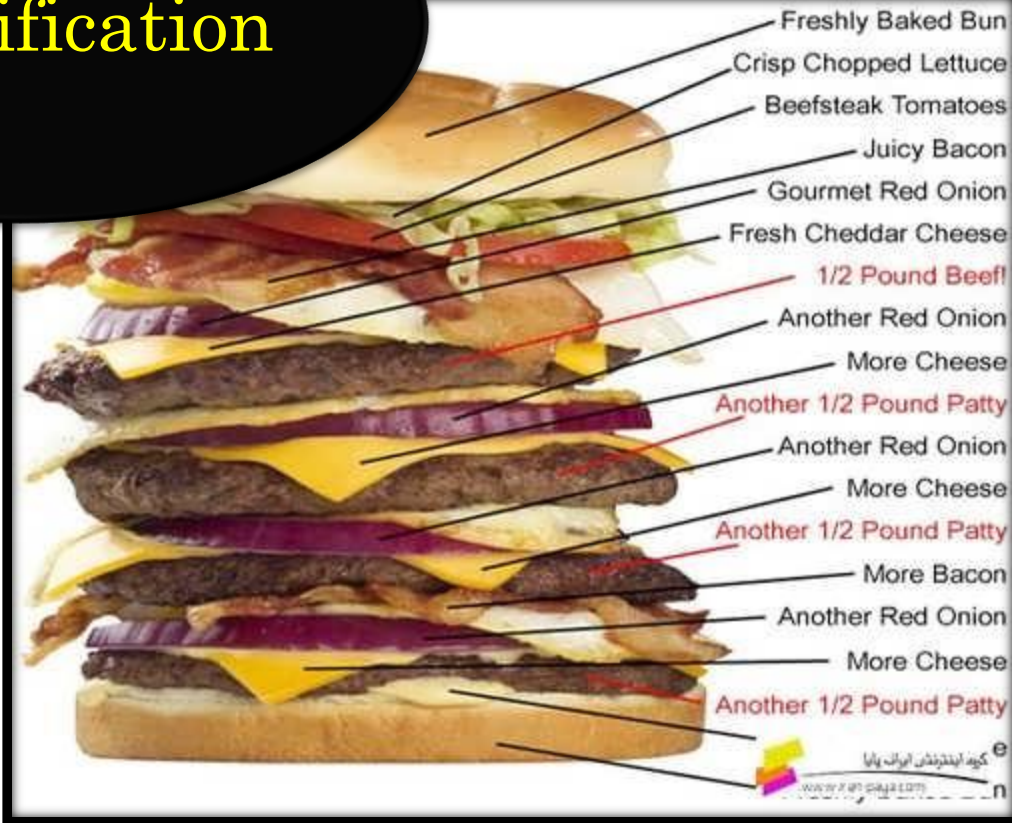
ابعاد خیلی بزرگ

به سر زبان افتادن در نتیجه قبضه مالکیت



# متنوع سازی زیادی

Too Much  
Diversification



# مسائل تلفیق و یکپارچگی



# دلایل عمده شکست قبضه مالکیت

اتخاذ استراتژی غلط

بر آورد بالای ارزش هم افزایی ها

برابر انگاشتن بزرگ شدن (اندازه) با خلق ارزش

پرداخت صرف تصاحب بسیار زیاد (مسأله مصیبت برنده)

کم اهمیت دانستن یکپارچه سازی پس از قبضه مالکیت

# تجدید ساختار

## هدف

کاهش هزینه‌ها

افزایش کارایی و  
بهره‌وری

## کوچک‌سازی

کاهش تعداد کارکنان از  
طریق بازخرید اجباری یا  
داوطلبانه

# تجدید ساختار

## جداسازی

واگذاری یا جداسازی واحدهای تابعه



## هدف

تقلیل تنوع کاری در شرکت

حرکت از تنوع سازی نامربوط به سمت تنوع سازی  
مربوط



باتشكر

