



ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ПРОЦЕСУ ДИВЕСТУВАННЯ

Т. М. Савельєва, В. Ю. Медвідь

*Донбаська національна академія будівництва і архітектури,
вул. Державіна 2, 86123, м. Макіївка, Україна.*

Отримана 6 березня 2007; прийнята 18 травня 2007

Анотація. Актуальність теми дослідження зумовлена насамперед збільшенням операцій дивестування в Україні. Мета дослідження полягає в узагальненні різних методологічних підходів (закордонної і вітчизняної практики) визначення категорії дивестування, висвітленні історичних тенденцій процесу дивестування на прикладі США. У зв'язку з поставленою метою вирішуються наступні завдання: визначення категорії дивестування, історичних тенденцій і причин дивестування; розглядання видів дивестування й визначення їх впливу на багатство акціонерів; вивчення методології проведення процесу дивестування. Теоретичною та методологічною основою у вивченні даного питання є нормативні та законодавчі акти, що регулюють питання процесу дивестування в Україні, а також навчальна та наукова література, праці українських та зарубіжних авторів. До розгляду проблем процесу дивестування звертались багато зарубіжних вчених, таких як Гохан, Патрик А., Гуїяр Франсіс Ж. та інші. Серед російських авторів необхідно виділити Богатую І. Н., Кукуруину І. Г. та інших.

Ключові слова: дивестування, розціплення капіталу, розпродаж, відбрунькування, добровільні ліквідації.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПРОЦЕССА ДИВЕСТИРОВАНИЯ

Т. М. Савельєва, В. Ю. Медведь

*Донбасская национальная академия строительства и архитектуры
ул. Державина 2, 86123, г. Макеевка, Украина*

Получена 6 марта 2007; принята 18 мая 2007

Аннотация. Актуальность темы исследования обусловлена прежде всего увеличением операций дивести́рования в Украине. Цель исследования состоит в обобщении разных методологических подходов (отечественной и зарубежной практики) определения категории дивести́рования, раскрытии исторических тенденций процесса дивести́рования на примере США. В соответствии с поставленной целью решаются следующие задачи: определение категории дивести́рования, исторических тенденций и причин дивести́рования; рассмотрение видов дивести́рования и определения их влияния на богатство акционеров; пошаговое изучение методологии проведения процесса дивести́рования. Теоретической и методологической основой в изучении данного вопроса являются нормативные и законодательные акты, регулирующие вопросы процесса дивести́рования в Украине, а также учебная и научная литература, работы украинских и зарубежных авторов. К рассмотрению проблем процесса дивести́рования обращались многие зарубежные ученые, в частности Гохан, Патрик А., Гуи́яр Франсис Ж. и другие. Среди российских авторов необходимо выделить Богатую И. Н., Кукуруину И. Г. и других.

Ключевые слова: дивести́рование, расщепление капитала, распродажи, отпозкование, добровольные ликвидации или упразднения.

THEORETICAL ASPECTS OF DIVESTMENT

T.M. Savel'yeva, V. Medvid'

*The Donbass National Academy of Civil Engineering and Architecture,
2, Derzavin str., 86123, Makeyevka, Ukraine*

Received 6 March 2007; accepted 18 May 2007

Abstract. The urgency of a research theme is first of all conditioned by an increase of divestment operations in Ukraine. The purpose of the research is a generalization of different methodological approaches (both home and foreign practice) of defining the category divestment, disclosing historical tendencies of the divestment process on the USA example. Keeping the purpose in mind, there are solved the following problems: definition of the divestment category, historical tendencies, and the reasons of divestment; consideration of divestment kinds and determination of their influence on shareholders' wealth; a step-by-step study of the methods of carrying out the divestment process. Theoretical and methodological basis of studying the given question are the normative and legislative acts regulating the divestment questions in Ukraine, as well as the educational and scientific literature, the works of the Ukrainian and foreign authors. The divestment problems were considered by many foreign scientists, in particular Gohan, Patrick A., Guiyar Fransis G.. Among the Russian authors we should mention I.N. Bogataya, I.G. Kukurina, and others.

Keywords: divestment, capital splitting, sales, spinning-off, voluntary liquidation and abolishment

Постановка проблемы

В современных быстроменяющихся условиях ведения бизнеса становится очевидным, что компании для выживания и сохранения долгосрочной конкурентоспособности должны постоянно корректировать свою деятельность с учетом требований окружающей действительности. Все больше руководители осознают, что преобразования необходимы не только в условиях уже возникшего кризиса, но и тогда, когда положение можно оценить как вполне благополучное. Новые условия ведения бизнеса предполагают постоянную готовность к переменам.

Внешняя среда компании меняется все быстрее и все более непредсказуемо, Но при этом каждое изменение несет не только угрозы, но и новые дополнительные возможности для достижения, будущего бизнес – успеха. Компания должна обладать способностью к правильной и своевременной трансформации структуры своего бизнеса, перманентно проводить адекватные стратегические и оперативные изменения. Одним из

таких изменений является процесс дивестирования, так называемая стратегия сокращения бизнеса.

Таким образом, целью данной статьи является изучение сущности такого понятия как дивестирование, его видов, методологии проведения.

Обзор литературы

Изучением проблемных аспектов дивестирования занимались как зарубежные ученые (Гохан, Патрик А., Гуияр Франсис Ж), так и российские, среди которых можно выделить Богатую И. Н., Кукуруину И. Г.

Изложение основного материала

Дивестирование (дивестиции) представляет собой продажу части компании внешнему покупателю. Продающая компания, как правило, получает взамен деньги, или ликвидные ценные бумаги, или комбинацию того и другого [2, с.488]. *Дивестирование (divestiture)* по

Ван Хорну представляет собой реализацию части компании или фирмы в целом.

Дивестирование – это финансовая операция, инициируемая менеджментом корпорации, связанная с продажей сегмента корпорации третьей стороне. В качестве “сегмента” корпорации могут выступать ее подразделения, производственные линии или иные материальные активы, которые родительская корпорация продает за денежные средства или ценные бумаги, или какую-то их комбинацию [1, с. 170].

Можно выделить 4 метода дивестирования:

1. Ликвидация фирмы при внешней реорганизации в случае купли – продажи предприятия как единого имущественного комплекса;
2. Частичные распродажи (внутренняя реорганизация);
3. Передача долей, акций, паев и т. д.;
4. Выделение части собственного капитала.

Теоретической базой корпоративных теорий сжатия является теория бифуркации (bifurcation theory), основанная на понятии анергии (anergy), т. е. отрицательной синергии. Анергия возможна на любой компании, где активы или подразделения негативно воздействуют друг на друга и на результаты хозяйственной деятельности. Это может быть обусловлено несовместимостью части активов с общей производственной структурой компании, неспособностью менеджмента управлять некоторыми активами, отсутствием ресурсов для эффективного использования части активов компании.

Эмпирические исследования свидетельствуют о том, что техники сжатия (выделение, разделение, дивестирование) создают дополнительную стоимость компании. *Распродажу (sell – offs)* могут проводиться в форме продажи части компании - частичная распродажа (продажа активов, продажа подразделения), либо компании в целом - добровольная ликвидация. Вариант продажи активов выбирают в тех случаях, когда ожидается, что дивестирование приведет к значительной экономии на масштабе; могут быть получены необходимые денежные средства для инвестирования в другие проекты; существуют реальные предложения от покупателей. Вариант ликвидации компании осуществляется, если нет

условий для реализации других методов дивестирования, либо продолжение деятельности компании несет серьезные потери для компании. Решение о распродаже должно иметь основанием возникновение в ее результате чистой выгоды для компании – продавца, которое должно быть основано на анализе виртуальной бухгалтерской отчетности. Составление производственных бухгалтерских балансов позволяет определить, превышает ли получаемая в результате распродажи стоимость, текущую оценку ожидаемых денежных потоков, которые имели бы место в том случае, когда было бы принято решение о продолжении деятельности компании.

Расщепление капитала (equity carve-out) или выделение части собственного капитала является вариантом дивестирования, включающим продажу внешним инвесторам доли в акционерном капитале дочерней компании. При расщеплении капитала материнская компания может утрачивать контроль над дочерней. Новые акции дают инвесторам права собственности на дивестируемую часть продающей компании. При расщеплении капитала создается новое юридическое лицо с акционерной базой, которая может отличаться от акционерной базы продающей материнской компании. Дивестируемая компания имеет иную команду менеджеров и управляется как отдельная фирма.

Новое юридическое лицо создается и при стандартном “отпочковании” (*spin-off*) или *передача долей, акций, паев*. Опять же выпускаются новые акции, но здесь они распределяются между акционерами на пропорциональной основе. В результате пропорционального распределения акций акционерная база новой компании остается такой же, как и у старой компании. Хотя акционеры остаются теми же самыми, “отпочковавшаяся” компания имеет свое собственное руководство и управляется как отдельная компания.

Рассматривая фундаментальные изменения принципов организационного построения крупных корпораций, происходящие в последнее время, профессор Гарвардской школы бизнеса К.А. Бартлетт и профессор Лондонской школы Г. Гошал отмечают, что “мультидизвиональные” организационные структуры

Таблица 1. Дивестиции, происходившие в 1965 - 2003 гг. в США показаны в таблице 1.

Количество дивестиций, 1965-2004 гг.

| Год | Кол-во | Доля от общего числа сделок, (%) | Год | Кол-во | Доля от общего числа сделок, (%) |
|------|--------|----------------------------------|------|--------|----------------------------------|
| 1965 | 191 | 9 | 1985 | 1218 | 41 |
| 1966 | 264 | 11 | 1986 | 1259 | 38 |
| 1967 | 328 | 11 | 1987 | 807 | 40 |
| 1968 | 557 | 12 | 1988 | 894 | 40 |
| 1969 | 801 | 13 | 1989 | 1055 | 45 |
| 1970 | 1401 | 27 | 1990 | 940 | 45 |
| 1971 | 1920 | 42 | 1991 | 849 | 45 |
| 1972 | 1770 | 37 | 1992 | 1026 | 40 |
| 1973 | 1557 | 39 | 1993 | 1134 | 43 |
| 1974 | 1331 | 47 | 1994 | 1134 | 38 |
| 1975 | 1236 | 54 | 1995 | 1199 | 34 |
| 1976 | 1204 | 53 | 1996 | 1702 | 29 |
| 1977 | 1002 | 45 | 1997 | 2108 | 27 |
| 1978 | 820 | 39 | 1998 | 1987 | 25 |
| 1979 | 752 | 35 | 1999 | 2353 | 25 |
| 1980 | 666 | 35 | 2000 | 2501 | 26 |
| 1981 | 830 | 35 | 2001 | 2648 | 26 |
| 1982 | 875 | 37 | 2002 | 2991 | 27 |
| 1983 | 932 | 37 | 2003 | 3140 | 27 |
| 1984 | 900 | 36 | 2004 | 3145 | 27 |

крупных диверсифицированных корпораций, широко распространенные в послевоенный период и успешно выполняющие свои задачи, устарели и не соответствуют потребностям современного бизнеса, а именно условиям более медленного экономического роста, нестабильности и избыточности капиталов. Это привело к тому, что многие из корпораций, процветавших в течение десятилетий, в 90 – х гг. испытывали глубокий кризис. Примерами могут служить: в США – General Motors, Eastman Kodak, в Европе – Philips, ICI, Olivetti и многие другие (отдельные примеры приведены ниже). В 80 – е гг. лишь японские фирмы подавали надежду, что и послужило источником массового интереса к японским методам управления. Но к концу десятилетия и они испытали резкое снижение своих показателей (Komatsu, Toshiba, Sony, Nisan, Mitsubishi и др.) [3].

Исследования количества дивестиций и долю этой операции от общего числа сделок по годам проводились в США и заслуживают, на наш взгляд, особого внимания, так как позволяют определить основные побудительные

мотивы процесса дивестирования.

В конце 1960 – х гг., во время третьей волны слияний, число дивестиций и распродаж корпораций как процентная доля общего числа сделок было относительно невелико. В то время компании занимались масштабными расширениями, широко используя поглощения других фирм для увеличения цены своих акций. Такая экспансия резко прекратилась после того, как наряду со снижением фондового рынка произошли изменения в налоговых законах и были приняты другие регулятивные меры. Компании начали пересматривать некоторые из приобретений, оказавшихся неудачными комбинациями, и эта потребность была усилена экономическим спадом 1974 – 1975 гг. Под давлением падающего спроса компании были вынуждены продавать подразделения, чтобы мобилизовать средства и улучшить денежные потоки. Международная конкуренция также оказывала давление на некоторые из конгломератов 1960–х гг. в плане повышения их эффективности путем продажи более ранних приобретений, которые оказались неконкурентоспособными на мировом рынке.

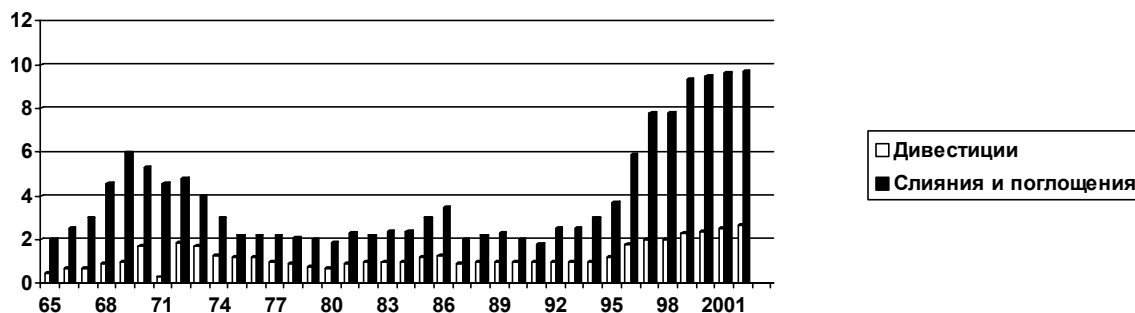


Рис. 1. Сравнение слияний и поглощений с дивестициями в США, 1965-2003 гг.

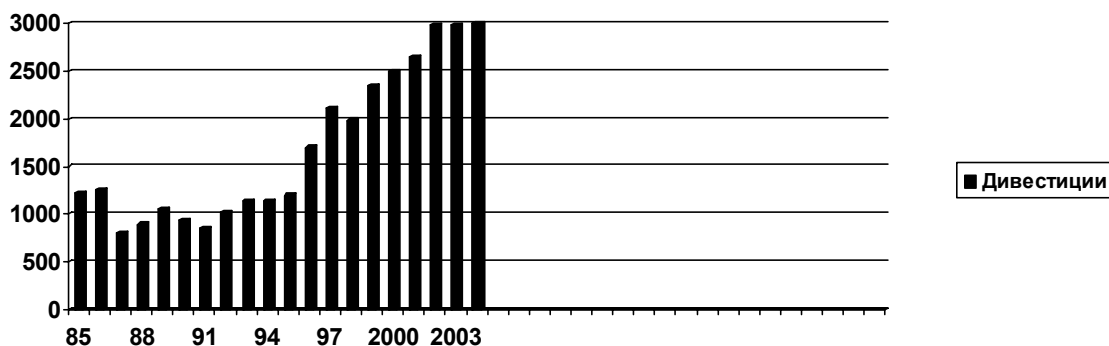


Рис. 2. Количество дивестиций в США, 1985 - 2004гг.

Этот разворот тенденции поглощений стал заметен в начале 1971 г., когда число дивестиций подскочило до 42% от общего числа сделок. Новая тенденция достигла пика в период экономического спада в 1975 г., когда количество дивестиций составляло 54% всех сделок. На протяжении 1980 – х они оставались на уровне 35-40%. В 1990 – е гг., однако, число дивестиций снова выросло, поскольку сокращение размеров и переориентация направления деятельности стали важными экономическими стратегиями.

Многие дивестиции происходят в результате продажи предыдущих приобретений. На рисунке 1. показано отношение между приобретениями и последующими дивестициями. Мнение, что многие дивестиции являются ликвидацией предыдущих приобретений, отражено в ведущей роли кривой приобретений относительно кривой дивестиций. Интенсивный период активных слияний в конце 1960 – х выглядит как выраженный пик, за которым следует пик кривой

дивестиций в начале 1970 -х гг. Поведение фондового рынка, похоже, играет определяющую роль в масштабах дивестирования. Регрессионный анализ, чтобы показать, что в годы падения фондового рынка, а именно 1966, 1969 и 1973-1974 гг., объемы дивестиций падали ниже уровня, который можно было предсказать, исходя из предыдущих темпов слияний. Когда рынок работал хорошо, число дивестиций увеличивалось. Эти выводы также совместимы с ростом фондового рынка и увеличением числа дивестиций в 1990 – е гг. Рисунки 1. и 2. показывают, что когда деятельность в сфере слияний и поглощений в конце 1980 – х гг. замедлилась, количество дивестиций увеличилось. Однако когда в 1990 – е гг. ускорилась пятая волна слияний, число распродаж компаний продолжало увеличиваться, хотя как процент общего числа сделок они уменьшились.

Многие критики поглощений считают дивестиции, совершаемые вслед за неудачными поглощениями, признаком плохого

Таблица 2. Поглощения и дивестиции.

| Год | Количество поглощений | Средняя стоимость компании – цели как % от стоимости покупателя | Количество дивестиций | Доля дивестиций (%) | Среднее число лет владения |
|-------|-----------------------|---|-----------------------|---------------------|----------------------------|
| 1971 | 8 | 36,0 | 5 | 62,5 | 15,6 |
| 1972 | 4 | 28,9 | 1 | 25,0 | 15,6 |
| 1973 | 9 | 22,3 | 7 | 77,8 | 11,6 |
| 1974 | 7 | 19,6 | 2 | 28,6 | 7,7 |
| 1975 | 7 | 34,1 | 4 | 57,1 | 11,5 |
| 1976 | 16 | 19,8 | 8 | 50,0 | 8,3 |
| 1977 | 30 | 26,1 | 12 | 40,0 | 8,8 |
| 1978 | 39 | 28,0 | 16 | 41,0 | 7,6 |
| 1979 | 45 | 28,1 | 23 | 51,1 | 6,5 |
| 1980 | 30 | 25,7 | 12 | 40,0 | 6,3 |
| 1981 | 34 | 28,4 | 17 | 50,0 | 6,5 |
| 1982 | 42 | 24,6 | 12 | 28,6 | 4,5 |
| Всего | 272 | 25,6 | 119 | 43,9 | 7,0 |

Таблица 3. Причины дивестиций.

| Причина | Количество дивестиций |
|---|-----------------------|
| Изменение ориентации или стратегии корпорации | 43 |
| Подразделение является неприбыльным или ошибочным приобретением | 22 |
| Продажа для финансирования поглощений или реструктуризация с долговым финансированием | 29 |
| Антимонопольная | 2 |
| Потребность в деньгах | 3 |
| Защита от поглощения | 1 |
| Хорошая цена | 3 |
| Всего дивестиций по той или иной причине | 103 |

планирования. Используя выборку из 33 компаний в период с 1950 по 1986 гг., Майкл Портер показывает[5], что эти компании дивестируют 53% приобретений, которые ввели приобретающие компании в новые отрасли. Основываясь на этих данных, он заключает, что история поглощений является “жалкой”. Эти результаты до некоторой степени поддерживаются Рэйвенскрафтом и Шерером[6], которые нашли, что 33% приобретений, сделанных в 1960 – е гг. и 1970 – е гг., были затем подвергнуты дивестированию.

Другие рассматривают дивестиции с менее критической позиции, чем Майкл Портер. Фред Уэстон, например, указывает[7] что дивестирования обычно увеличивают богатство акционеров. Он считает, что дивестиции осуществляются по различным причинам, а не только как избавление от плохих приобретений. Например, дивестиции могут быть мотивированы стремлением компании реализовать

новую стратегию, ставшую возможной благодаря появлению новых возможностей на рынке, не существовавших в то время, когда произошло приобретение.

Стивен Каплан и Майкл Вайсбах[8] проанализировали 271 крупное поглощение в период между 1971 и 1982 гг. К 1982 г. было дивестировано 43,9%, или 119 этих приобретений (таблица 2). Компании – объекты дивестиций находились в собственности в среднем 7 лет.

Каплан и Майкл Вайсбах исследовали характер дивестиций, стремясь найти общие мотивы у некоторых распродаж. Они обнаружили, что вероятность продажи у диверсифицированных приобретений в 4 раза больше, чем у не диверсифицированных. Мотивы дивестиций, описываемых в последующем параграфе, сведены вместе в таблице 3.

Дивестирование может быть либо добровольным, либо принудительным. Принудительное дивестирование может происходить,

когда компания получает негативную реакцию органа, регулирующего эти вопросы, требующего продажи того или иного подразделения компании. Например, в США это Министерство юстиции или Федеральная торговая комиссия. В Украине орган, регулирующий количество дивестиций, не определен.

Профессор Гарвардской школы бизнеса К.А. Бартлетт и профессор Лондонской школы бизнеса Г. Гошал отмечают, что необходимость проведения структурных изменений сокращения бизнеса, в том числе дивести́рования может назреть при следующих симптомах "неуправляемости" компании:

1. В компании возникает ощущение, что проектов слишком много, и теряется контроль за постановкой, сопровождением и развитием этих проектов. Обнаруживается переизбыток информации – она существует в разных измерительных системах и с трудом поддается сопоставлению;
2. Внутри компании если и осуществляется единое планирование, то планы не выполняются. Возникает эффект многоуровневого люфта в управлении;
3. Отсутствие развитой технологии учета приводит к тому, что отдельные виды деятельности в составе компании не оцениваются по их автономной эффективности. При общем благополучии компании в целом неясно, в каком состоянии находится тот или иной конкретный бизнес, который может быть как очень убыточным, так и очень прибыльным.
4. Диверсифицированные компании проявляют, как правило, значительную рыхлость. Оказывается, что многие субъекты, образовавшие эти компании, имеют несовпадающие интересы, и возникают сильные центробежные тенденции, которые могут привести к разрушению самой структуры как основы[9].

На наш взгляд наиболее точно причины дивести́рования выделяют американские исследователи, среди них:

1. Неподходящее подразделение.

Добровольные дивестиции распространены больше, чем принудительные, и обусловлены

различными причинами. Например, материнская компания может стремиться выйти из какого-то бизнеса, который, по ее мнению, больше не соответствует ее планам или в котором она не может работать с прибылью. Это не означает, что другая компания, имеющая больший опыт в этом виде бизнеса, не сможет эффективно управлять активами подразделения. Поэтому дивестиции стали частью эффективного рыночного процесса, перераспределяющего активы в пользу тех, кто может получить от них максимальную отдачу.

2. Обратная синергия.

Одним из мотивов, часто приписываемым слияниям и поглощениям, является синергия. Синергией называются дополнительные выигрыши, которые могут возникать при объединении двух компаний. Когда возникает синергия, объединенное предприятие стоит больше, чем простая сумма его частей, оцениваемых по отдельности. Иными словами, $2+2=5$. Обратная синергия (*reverse synergy*) означает, что стоимость частей по отдельности больше, чем их стоимость внутри корпоративной структуры материнской компании. Иными словами, $4-1=5$. В таких случаях внешний покупатель может посчитать целесообразным за подразделение больше, чем оно стоит для материнской компании. Например, крупная материнская корпорация не может эффективно управлять подразделением, в то время как меньшая по размеру компания или даже само это подразделение могут работать более эффективно и, следовательно, давать более высокую рентабельность.

Обратная синергия имела место в конце 1980 – х гг., когда Allegis Corporation была вынуждена распродать свои ранее приобретенные компании Hertz Rent A Car и сети гостиниц Weston и Hilton International. Allegis заплатила высокую цену за эти приобретения, исходя из уверенности, что синергетические выгоды от объединения компаний туристической отрасли с ее главным активом United Airlines более чем оправдают высокие цены. Когда синергетические выгоды не материализовались, цены акций упали, подготовив сцену для враждебного

предложения со стороны нью-йоркской инвестиционной компании Coniston Partners. Coniston сделала свое предложение, основываясь на анализе, показавшем, что отдельные части Allegis стоят больше, чем объединенная компания.

3. Плохие результаты работы.

Компании могут стремиться продать свои подразделения просто потому, что они недостаточно прибыльны. Подразделение может быть не в состоянии обеспечить рентабельность, превышающую минимальную ставку доходности (hurdle rate) материнской компании – минимальный порог прибыли, который компания использует, чтобы оценить различные проекты или производительность отдельных частей компании. Типичной минимальной ставкой доходности компании могут быть ее затраты на капитал.

Подразделение может снижать свою производительность по ряду причин. В состоянии упадка может находиться отрасль в целом. Например, высокие затраты на оплату труда, обусловленные активностью профсоюзов, могут сделать подразделение неконкурентоспособным на мировом рынке. Так было когда Swift and Company решила, что ей придется продать свое подразделение по производству свежего мяса (практический пример далее в этом же параграфе). Обремененное дорогой рабочей силой, это подразделение не могло соперничать с конкурентами, у которых не было профсоюзов. И Swift and Company решила его продать.

Руководство может не хотеть продавать плохо работающее подразделение, потому что руководству в этом случае придется признать, что оно не справилось с работой по управлению или – в случае более раннего приобретения – что покупка была ошибкой. Поэтому оно может держать подразделение более длительное время, чем диктуется результатами его работы.

4. Факторы рынка капитала.

Дивестиция может иметь также место потому, что после него компания, да и само подразделение – объект дивестиций, имеют

лучший доступ к рынкам капитала. Инвесторам может быть труднее классифицировать объединенную корпоративную структуру. Отдельные поставщики капитала могут стремиться инвестировать в сталелитейные, но не фармацевтические компании. Другие инвесторы предпочитают инвестировать в фармацевтические компании, считая, что сталелитейная промышленность является слишком цикличной и имеет низкий потенциал роста. Эти две группы инвесторов могут не желать инвестировать в комбинированную сталелитейно - фармацевтическую компанию. Но каждая группа по отдельности может инвестировать в автономную сталелитейную или фармацевтическую компанию. Дивестиции могут обеспечить лучший доступ к рынкам капитала для двух фирм как отдельных компаний, чем для объединенной корпорации.

Аналогичным образом в результате дивестиций могут создаваться компании, привлекательные для инвесторов, но пока не существующие на рынке. Такие компании в США получили название “чистой игры” (pure play). Многие аналитики утверждают, что рынок не полон и что существует спрос на определенные типы компаний, не удовлетворяемый предложением ценных бумаг на рынке. Продажа частей материнской компании, становящихся “чистой игрой”, помогает наполнить рынок.

5. Факторы денежного потока.

Продажа дает немедленные выгоды в виде поступления денежных средств. Продажа компании является реализацией долгосрочного актива, дающего определенный денежный поток с определенной периодичностью, в обмен на более крупный краткосрочный платеж. Компании, испытывающие финансовое давление, нередко бывают вынуждены продавать ценные активы, чтобы увеличить свои денежные потоки.

6. Уход из основного бизнеса.

Продажа основного предприятия компании является менее распространенной причиной распродажи корпорации. Продажа основного бизнеса часто мотивируется стремлением

руководства уйти из области, которая, по его мнению, перезрела и представляет мало возможностей для роста. Компания к этому моменту обычно уже диверсифицировалась в другие, более прибыльные области, и продажа основного бизнеса может помочь финансировать расширение в этих более производительных видах деятельности.

Подобные исследования количества дивестиций в исторической перспективе и их мотивов на Украине и России не велись. Однако нельзя утверждать, что как таковой процесс дивестирования не имеет место в этих странах. А наоборот можно с уверенностью утверждать, что процесс дивестирования (продажа подразделения, продажа активов, ликвидация компании) имеет большой удельный вес в общем числе сделок этих стран.

Каждое дивестирование является уникальным и происходит в виде различной последовательности событий. В наиболее общем виде этот процесс можно представить следующим образом [2, с. 497]:

Шаг 1. Решение о дивестировании или “отпочковании”. Руководство материнской компании должно решить, является ли дивестирование правильным курсом действий. Это решение может быть принято только после тщательного финансового анализа различных альтернатив. Методы проведения финансового анализа для целей дивестиций будут описаны позднее.

Шаг 2. Формулирование плана реструктуризации. Должен быть сформулирован план реструктуризации или реорганизации, и должно быть достигнуто соглашение между материнской и дочерней компаниями. Этот план необходим на случай, если продажа подразумевает продолжение отношений между материнской и дочерней компаниями. План должен охватывать такие области, как распоряжение активами и пассивами дочернего предприятия. В случаях, когда дочернее предприятие сохраняет некоторые из своих активов, а другие активы возвращаются материнской компании, план может включать подробный перечень перераспределяемых активов. Должны быть также решены и другие вопросы, такие как удержание работников, а возможно, финансирование обязательств по здравоохранению.

Шаг 3. Одобрение плана акционерами. Необходимая степень одобрения плана зависит от важности сделки. В случаях, когда производится продажа крупного подразделения материнской компании, может потребоваться одобрение акционеров. Тогда план передается на рассмотрение собранию акционеров, которое может быть обычным очередным или специальным собранием, созванным для рассмотрения только данного вопроса. Акционерам также рассылаются заявления о доверенности, запрашивающие одобрения решения о продаже. Материалы, представленные акционерам, могут касаться других вопросов, относящихся к собранию, в частности внесения поправок в уставные документы.

Шаг 4. Регистрация акций. Акции, выпущенные при продаже, должны регистрироваться в Государственной Комиссии по ценным и фондовой бирже (ГКЦБ). В США этот орган имеет название Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC). Частью нормального регистрационного процесса является подготовка проспекта, прилагаемого к заявлению о регистрации. Проспект должен быть разослан всем акционерам, получающим акции продаваемого предприятия.

Шаг 5. Завершение сделки. После того как предприняты все эти подготовительные шаги, сделка может быть завершена. Производится оплата, и подразделение отделяется от материнской компании в соответствии с заранее оговоренным графиком.

Хотелось бы остановиться более подробно на каждом из 4 методов дивестирования, описанных выше и оценить влияние каждого на богатство акционеров компании.

Добровольные ликвидации, или упразднения (bustup), являются крайним методом дивестирования корпорации. Ликвидация корпорации чаще всего ассоциируется с банкротством. Компания может быть ликвидирована через банкротство, когда все заинтересованные стороны признают, что продолжение деятельности фирмы в реорганизованной форме не увеличит ее стоимости. Однако, при добровольных ликвидациих перспективы не так негативны. Общим критерием целесообразности добровольной ликвидации является следующее: если рыночная стоимость активов

компания значительно превышает стоимость ее акционерного капитала, возможно, стоит серьезно задуматься о ликвидации. Это не означает, что к ликвидации следует прибегать в случаях временного снижения курса акций компании. Вариант ликвидации становится жизнеспособным только тогда, когда курс акций компании снижается длительное время. Ликвидация становится еще более вероятной, когда при этом курсы акций других компаний в этой отрасли не снижаются. Кроме того, на необходимость ликвидации может иногда указывать низкий коэффициент цена – прибыль (P/E). Управляющие зачастую не хотят рассматривать столь радикальный шаг, который приведет к потере ими работы. Они предпочитают продать всю компанию какому – то одному покупателю, чем приступить к ликвидации. Добровольные ликвидации можно противопоставить частичным распродажам. Так как последние обычно представляют собой единственную сделку, в которой продается определенная часть компании, в то время как добровольная ликвидация является серией сделок, в которой отдельными лотами продаются все активы компании. Исследования показывают [2, с. 518], что компании, решающие осуществить добровольную ликвидацию, имеют ограниченные перспективы роста. Решение о продаже компании является рациональным, потому что оно освобождает финансовые ресурсы для более высокодоходного использования. Результаты исследований означают, что фондовый рынок зачастую соглашается с тем, что продолжение деятельности компании в рамках прежней операционной политики будет уменьшать богатство акционеров. Это не удивительно, поскольку большинство компаний, рассматривающих вопрос о продаже, испытывают серьезные проблемы. Ликвидация освобождает активы фирмы для других компаний, которые могут с их помощью получить более высокую прибыль.

“Отпочкование” стало одной из наиболее популярных форм разукрупнения корпорации. Существует несколько вариантов “отпочковывания”: принудительно “отпочковывания” (по решению регулирующих органов), “отпочкование” в защитных целях (представляет собой крайнюю меру противозахватной защиты),

добровольное “отпочкование”.

Классическим примером крупномасштабного “отпочкования” является разделение в 2002 г. активов международного конгломерата ИТТ, стоимостью 12, 4 млрд. долл., на три отдельных предприятия. Это “отпочкование” было кульминацией десятков поглощений, осуществленных данным конгломератом, за которой последовали годы, когда цена акций компании так и не достигла уровней, на которые рассчитывало ее руководство. Распродажа ИТТ подробно описывается выше.

Главным мотивом “отпочкований” является вера в предположительное существование обратной синергии. “Отпочкования” по существу являются разукрупнением материнской компании. Следовательно, меньшая по размерам компания может сама по себе быть экономически более жизнеспособной, чем в составе материнской компании. Несколько научных исследований проанализировали последствия “отпочкований” путем рассмотрения их воздействия на цены акций как материнской компании, так и отделившегося юридического лица. Затем это воздействие было сравнено с рыночными индикаторами с целью определения того, демонстрируют ли акции аномальное поведение, которое не может быть объяснено одним лишь движением рынка. “Отпочкование” подразделений дает уникальную возможность для анализа последствий разделения, потому что рынок существует и для акций материнской компании, и для акций отделившегося подразделения.

Исследования таких распродаж рисует картину очевидных выгод для акционеров. Данные в большинстве рассмотренных случаев свидетельствуют, что объединенная стоимость материнской компании и отделившегося предприятия была больше, чем рыночная стоимость материнской компании до “отпочкования”

Объяснение положительной реакции цен акций на “отпочкования”.

Когда компания решает продать плохо работающее подразделение, этот актив переходит к другому владельцу, который, предположительно, оценивает его более высоко, потому что он может использовать этот актив более эффективно, чем продавец. Продавец

вместо актива получает денежные средства (а иногда другую компенсацию). Когда рынок положительно откликается на такое перемещение активов, он выражает уверенность в том, что компания использует эти деньги более эффективно, чем она использовала проданный актив. Более того, проданный актив может сопровождаться премией сверх рыночной стоимости, что также должно вызывать положительную реакцию рынка.

Продающая компания имеет несколько вариантов использования денег. Компания может выплатить их акционерам в форме дивиденда или осуществить обратный выкуп своих собственных акций с премией. Каждый из этих вариантов является способом обеспечить акционерам немедленные выплаты. Если продавец удерживает деньги, они будут использованы для внутреннего инвестирования с целью расширения одной из существующих сфер деятельности или для поглощения. Вариант, предусматривающий новое приобретение, может вызывать беспокойство акционеров. Некоторые финансовые исследования установили, что приобретения могут оказывать понижающее влияние на цены акций.

Расщепление капитала стало распространенным методом финансирования в США в конце 1980-х гг.

Материнская компания может продать 100% дочерней компании или предпочтет остаться в сфере деятельности дочерней компании, продав только часть собственности и сохранив оставшуюся долю. Многие компании рассматривают расщепление капитала как средство уменьшения своего риска в опасной сфере бизнеса.

Существует ряд важных различий между «отпочкованием» и расщеплением капитала. Расщепление капитала создает новый состав акционеров, тогда как у «отпочковавшейся» компании акционеры те же, что и у материнской. Расщепление капитала оказывает положительное влияние на денежный поток, а «отпочкование» не приводит к немедленным изменениям в денежных потоках материнской компании. Расщепление капитала является более

дорогостоящей операцией и требует большего раскрытия информации.

Выводы

Из всего вышеизложенного можно сделать вывод о том, что решение о дивестировании может быть принято в том случае, если какое – то подразделение компании работает плохо или просто потому, что оно больше не соответствует планам компании; если активы или подразделения компании негативно воздействуют друг на друга и на результаты хозяйственной деятельности. Это может быть обусловлено также несовместимостью части активов с общей производственной структурой компании, неспособностью менеджмента управлять некоторыми активами, отсутствием ресурсов для эффективного использования части активов компании.

Также исследования, проводимые в США и странах Европы, свидетельствуют, что дивестирование может быть необходимым для ликвидации более раннего слияния или поглощения, оказавшегося безуспешным. Для некоторых компаний дивестиции являются одной из немногих альтернатив облегчения выплаты долга. Даже компании, не обремененные давлением долга или плохими результатами работы, рассматривают дивестиции как способ увеличения богатства акционеров.

Дивестирование корпораций часто оказывается оправданным, когда текущая структура корпорации не приносит стоимости, соответствующей ожиданиям рынка или руководства. Она может произойти и в том случае, если какая – то часть компании или корпорация в целом более не соответствует планам руководства. Дивестирование может быть необходимым, когда неудачное приобретение не работает в соответствии с ожиданиями. Решение о продаже может быть трудным, поскольку оно требует от руководства признания, что компания совершила ошибку, когда приобрела продаваемый теперь актив. Когда решение о продаже принято, руководство должно определить, как осуществить такую продажу.

Управляющие могут рассмотреть некоторые из различных вариантов, описанных в настоящей статье, например продажу предприятия,

как единого имущественного комплекса, продажу подразделения или актива, продажу доли в акционерном капитале дочернего предприятия внешним инвесторам, что представляет собой расщепление капитала, либо выпуск новых акций, но здесь они распределяются между акционерами на пропорциональной основе. В обоих последних случаях создается отдельное юридическое лицо, и отделяемое предприятие управляется новой управленческой командой как автономная компания.

Эмпирические исследования установили, что значительное число распродаж оказывает положительное влияние на богатство акционеров материнской компании. Это означает, что рынок соглашается с тем, что продажа части компании принесет больше прибыли, чем продолжение работы подразделения в рамках компании. Рынок указывает, что выручка от продажи подразделения или некоторого вида активов может быть использована компанией более выгодно, чем продаваемая часть компании. Рынок также реагирует положительным движением цен акций дивестируемых компаний. Результаты исследований показывают положительное влияние на цены акций и при объявлениях о добровольной ликвидации.

Положительная реакция рынка на реструктуризацию представляет эту форму изменения корпорации в благоприятном свете.

Литература:

1. Богатая И. Н. Стратегический учет собственности предприятия. – Ростов-на-Дону: “Феникс”, 2001.
2. Гохан, Патрик А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний.- М.: “Альпина Бизнес Букс”, 2004.
3. Bartlett Ch. A., Hoshal G. Building the entrepreneurial corporation: new organizational processes//Europ. Management. Oxford, 1999. № 2.
4. Scott C. Linn and Michael S. Rozeff. “The Corporate Selloff”, Midland Corporate Finance Journal 2, no. 2 (Summer 1984), p. 24
5. Michael Porter, “From Competitive Advantage”, Harvard Business Review (May / June 1987). pp. 43-59
6. David Ravenscraft and Frederic Scherer, Mergers, Selloffs and Economic Efficiency (Washington, B.C: Brooking Institution, 1987).
7. J. Fred Weston, “Divestitures: Mistakes or Learning”, Journal of Applied Corporate Finance 2, no. 2 (Summer 1989). pp. 68-76
8. Steven N. Kaplan and Michael N. Weisbach, “The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures”, Journal of Finance 47, no. 1 (March 1992), pp. 107 – 138.
9. Семь нот менеджмента. 3-е изд., доп. – М.: ЗАО “Журнал Эксперт”, 1999.

Савельева Татьяна Михайловна – кандидат экономических наук, доцент кафедры “Экономика предприятия” Донбасской национальной академии строительства и архитектуры, научные интересы – экономика городского хозяйства.

Медведь Виктория Юрьевна – ассистент кафедры “Экономика предприятия” Донбасской национальной академии строительства и архитектуры, научные интересы – вопросы равноинвестирования прибыли предприятия.

Савельева Тетяна Михайлівна – кандидат економічних наук, доцент кафедри „Економіка підприємств” Донбаської національної академії будівництва і архітектури, наукові інтереси – економіка міського господарства.

Медвідь Вікторія Юрївна – асистент кафедри „Економіка підприємств” Донбаської національної академії будівництва і архітектури, наукові інтереси – питання рівноінвестування прибутку підприємства.

Saveljeva Tatyana Mikhaylivna – the candidate of economics science, the senior lecture department of economics of enterprise, scientific interests – economy of city economy.

Medved Victoria Jurjevna – assistant the lecture department of economics of enterprise of the Donbass National Academy of Civil Engineering and Architecture, scientific interests – questions of ravnoynvestyrovanyya enterprises arrived.