

MezzBank



Источники создания стоимости в выкупах долговым финансированием

Существует целый ряд эмпирических исследований выкупов долговым финансированием, которые утверждают, что премии, уплачиваемые в подобных расширениях слияний и поглощений, достигают 40-50% рыночной стоимости акций выкупаемой корпорации. Если мы предположим, что рыночная стоимость акций корпорации хотя бы частично отражает ее реальную стоимость, то подобные эмпирические свидетельства могут означать только одно — выкупы долговым финансированием создают дополнительную стоимость для инвесторов, предпринявших подобную операцию. Иначе, как можно решиться на уплату нынешним акционерам выкупаемой корпорации такой цены за их акции, которая значительно превышает их текущую рыночную стоимость, и при этом еще рассчитывать на получение значительной прибыли на свои инвестиции. Пожалуй, ни одна проблема корпоративного реструктурирования не обсуждалась более глубоко и не рассматривалась так заинтересованно, как проблема источников создания стоимости в выкупах долговым финансированием. В отличие от источников создания стоимости, присутствующих в классическом слиянии, — удаление неэффективного менеджмента, получение операционных и финансовых синергий в выкупе долговым финансированием подобные источники отсутствуют, так как чаще всего эти выкупы проходят при участии менеджмента выкупаемой корпорации {значит, не может идти речи об удалении неэффективного менеджмента}, и корпорация-покупатель является вновь созданной компанией без какой-либо предыдущей производственной истории (значит, финансовые и операционные синергии ей недоступны). Так что же создает стоимость в LBO?

Традиционно все источники создания стоимости выкупами долговым финансированием подразделяются на три блока: создание налоговых щитов, усиление мотивации менеджеров по повышению качества управления компанией и снижение агентских издержек свободных потоков денежных средств. Авторы придерживаются несколько иного взгляда на классификацию источников создания стоимости в LBO. По мнению авторов (хотя достаточно часто можно услышать мнение, что слово «синергия» неприменимо к выкупам долговым финансированием) основные источники создания стоимости в LBO можно подразделить на синергетические и долговые.

СИНЕРГЕТИЧЕСКИЕ ИСТОЧНИКИ

Если, как утверждает М. Дженсен и подтверждает практика, открытая форма конгломеративной корпорации часто является экономически не эффективной, то логично предположить, что закрытая форма деконгломеративной корпорации, возникающая при помощи проведения выкупа долговым финансированием может генерировать что-то напоминающее традиционные финансовые и операционные

синергии, своего рода обратные им анти-синергии. Хотя, конечно, о присутствии таких классических синергий, как эффект агломерации, сокращение R&D издержек, эффект комбинирования взаимодополняющих ресурсов придется забыть. Примером одного из синергетических эффектов, на получение которого по проведению выкупа долговым финансированием может рассчитывать корпорация, может быть сокращение издержек по обслуживанию акционерного капитала. Часто эту синергию еще называют гипотезой транзакционных издержек [transactions cost hypothesis], следуя ДеАнджело Н., ДеАнджело Л. и Раису, впервые выдвинувших ее в 1984 г.¹

СОКРАЩЕНИЕ ИЗДЕРЖЕК ПО ОБСЛУЖИВАНИЮ

АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА ИЛИ ГИПОТЕЗА ТРАНЗАКЦИОННЫХ ИЗДЕРЖЕК

Выкуп долговым финансированием, превращающий открытую корпорацию в закрытую, изменяет не только ее форму, но и количество ее акционеров, а также избавляет от необходимости поиска источников финансирования своих операций на открытом фондовом рынке. На первый взгляд не ясно, что принесет корпорации сокращение количества ее акций, обращающихся на фондовом рынке, и, как следствие, сокращение количества ее акционеров. На самом деле очень много.

Давайте вспомним, сколько различных услуг, сопряженных со значительными операционными издержками, требует акционерный капитал открытой корпорации. Прежде всего — это регистрация, прохождение листинга и остальные этапы, составляющие процедуру дополнительной эмиссии акций, которая необходима открытой корпорации, так как именно дополнительные эмиссии акций являются наиболее распространенным методом финансирования ее инвестиционных проектов.

Подобные процедуры сопряжены со значительными операционными издержками. Кроме того, открытой корпорации приходится обслуживать уже эмитированные акции^о — проводить выплату дивидендов, вести реестр акционеров, рассылать ежегодные (а иногда и ежеквартальные) отчеты своим акционерам и т.п. Как вы думаете, столько стоит подобное удовольствие? Например, для корпорации Barbara Lynn Stores, Inc. только за один год издержки по обслуживанию акционерного капитала составили 100 тыс. долл., в то время как ее общая капитализация составляла 1400 тыс. долл. Неплохо? Эмпирические исследования утверждают, что средние издержки для корпорации, акции которой котируются на AMEX, составляют от 75 до 200 тыс. долл. в год. Выкуп долговым финансированием способен сократить все эти издержки до минимума, а, значит, создать дополнительную стоимость для выкупленной компании.

ДОЛГОВЫЕ ИСТОЧНИКИ

Все долговые источники создания стоимости в LBO можно разделить на выгоды увеличения долговой нагрузки и налоговые щиты.

ГИПОТЕЗА КОНТРОЛЯ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Выдвинутая М. Дженсенем (Michael Jensen) в 1986 г. гипотеза контроля², которая гласит, что увеличение долговой нагрузки на корпорацию вынуждает ее менеджеров повышать эффективность своей деятельности, а, значит, и эффективность корпорации в целом, является еще одним объяснением источника создания стоимости в LBO. Во-первых, каждая LBO-корпорация, контролируемая LBO-партнерством, является высоко леввереджированной. Подобная структура капитала в соответствии с гипотезой контроля долговой нагрузки требует, чтобы свободные потоки денежных средств

¹ См.: DeAngelo Harry, DeAngelo Linda and Rice Edward, M. (1984) «Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth», Journal of Law & Economics 27 (October), p. 367-401.

² См.: Jensen Michael C. (1986) «Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers», American Economic Review, Vol. 76, № 2 (May), p. 323-329.

направлялись менеджментом на обязательное обслуживание долговой нагрузки, а не на «захочу-не захочу» выплату дивидендов. Это хорошо стимулирует менеджеров: как только их работа будет настолько неэффективной, что корпорация не сможет обслужить эмитированные под финансирование выкупа долговые обязательства, держатели этих долговых обязательств (в отличие от акционеров) могут мгновенно удалить менеджмент при помощи процедуры банкротства компании. Кроме того, у менеджеров пропадает соблазн неэффективного использования свободных потоков денежных средств на расширение офисов, покупку новых представительских автомобилей и тому подобные удовольствия, неотразимо действующие на менеджеров открытых корпораций. Во-вторых, менеджеры после проведения выкупа корпорации становятся ее крупнейшими акционерами, и естественно ожидать, что они будут стараться работать более эффективно, так как теперь их благосостояние зависит от стоимости управляемой ими компании. Наконец, качество мониторинга менеджмента возрастает после LBO. Новые собственники корпорации — LBO-партнерство являются одновременно как советом директоров, так и акционерами, поэтому любое финансовое решение, принимаемое ими в качестве совета директоров, отражается на их благосостоянии как собственников компании.

Теория М. Дженсена предлагает три источника создания стоимости выкупами долговым финансированием:

- 1) повышение качества управления корпорацией (повышение качества управленческих решений, принимаемых ее менеджментом);
- 2) прекращение растраты свободных потоков денежных средств на усиление организационной неэффективности;
- 3) повышение качества и оперативности мониторинга операций компании ее собственниками.

НАЛОГОВЫЕ ИСТОЧНИКИ

Как пишет авторский коллектив под руководством Вестона (Fred Weston)³, «налоговые источники создания стоимости точно присутствуют в LBO, единственный вопрос в том, являются ли они основными источниками или только лишь одними из многих...». Выигрыши от создания налоговых щитов в результате использования высокого левереджа сходны с теми, что мы обсуждали в главе 3. Во-первых, это экономия на налогах, которая сопровождает процентные выплаты по долговым инструментам (в отличие от дивидендных выплат по долевым инструментам). Во-вторых, многие авторы утверждают, что основным источником создания стоимости в выкупах долговым финансированием является сокращение налоговых платежей. Например, Ловенштайн утверждает⁴, что выкупленная корпорация может рассчитывать быть не облагаемой подоходным налогом в течение 5–6 лет после проведения выкупа. В-третьих, краткосрочное повышение стоимости активов в результате проведения выкупа может помочь списать часть стоимости активов на амортизационные отчисления, т.е. увести от налогообложения. В конечном счете все налоговые источники создания стоимости в выкупах долговым финансированием зависят от налогового законодательства страны, в которой проводится выкуп.

Все вышерассмотренные источники создания стоимости пользуются огромной популярностью у защитников выкупов долговым финансированием. Критики же LBO утверждают, что создание стоимости в выкупах является результатом проведения чисто спекулятивной операции на фондовом рынке.

³ См.: Weston Fred J., Kwang Chung S. and Juan A. Siu (1998) «Takeovers, Restructuring and Corporate» [second edition], Englewood Cliffs, Prentice Hall, p. 326.

⁴ См.: Lowenstein L. (1985) «Management Buyouts», Columbia Law Review, 85, p. 730-784.

ТРАНСФЕРТЫ БЛАГОСОСТОЯНИЯ ДЕРЖАТЕЛЕЙ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ИЛИ ГИПОТЕЗА ЭКСПРОПРИАЦИИ БЛАГОСОСТОЯНИЯ ДЕРЖАТЕЛЕЙ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Одним из основных аргументов критиков LBO является утверждение о том, что премии, уплачиваемые в выкупе долговым финансированием, представляют собой не что иное, как трансферт благосостояния держателей долговых обязательств компании (как, впрочем, и держателей привилегированных акций и простых рабочих), к акционерам компании (держателям обыкновенных голосующих акций). Этот трансферт происходит в результате реакции рынка на объявление компании о проведении выкупа долговым финансированием. В результате подобного объявления стоимость долговых инструментов корпорации падает (а значит, падает и благосостояние их держателей), утверждают критики LBO. Группа выкупа может позволить себе уплатить 50% премии акционерам при выкупе их акций, надеясь в дальнейшем сэкономить на обслуживании старой долговой нагрузки. Некоторые эмпирические исследования опровергают подобную точку зрения на источник создания дополнительной стоимости в LBO, а некоторые поддерживают.