

# Содержание

<b>Предисловие .....</b>	<b>13</b>
<b>Глава 1. К победе через слияния и поглощения .....</b>	<b>17</b>
Критически важные элементы стоимости, не замечаемые акционерами .....	19
Справедливая рыночная стоимость отдельного бизнеса .....	21
Инвестиционная стоимость для стратегического покупателя .....	23
Взаимные выгоды от слияний и поглощений .....	25
<b>Глава 2. Создание стоимости в компании, не имеющей публичного рынка акций .....</b>	<b>31</b>
Стоимость и создание стоимости .....	32
Модель создания стоимости публичной компании .....	33
Модель создания стоимости непубличной компании .....	35
Измерение создаваемой стоимости .....	40
Анализ стратегий создания стоимости .....	43

<b>Глава 3. Анализ конкуренции .....</b>	<b>51</b>
Связь стратегического планирования и создания стоимости .....	53
Оценка риска конкретной компании .....	55
Конкурентные факторы, часто встречающиеся в непубличных компаниях .....	61
<b>Глава 4. Рынок слияний и поглощений и процесс планирования .....</b>	<b>65</b>
Традиционные мотивы продавцов и покупателей .....	70
Почему терпят неудачу слияния и поглощения .....	70
Стратегия и процесс продаж .....	73
Стратегия и процесс поглощения .....	83
Подготовка к проверке благонадежности .....	96
<b>Глава 5. Измерение синергетического эффекта .....</b>	<b>99</b>
Процесс измерения синергии .....	101
Ключевые переменные параметры в оценке синергий .....	104
Синергия и планирование на перспективу .....	106
<b>Глава 6. Подходы и основные принципы оценки .....</b>	<b>109</b>
Подходы к оценке бизнеса .....	109
Использование модели инвестированного капитала для определения оцениваемых инвестиций .....	111
Почему чистый денежный поток измеряет стоимость с наибольшей достоверностью .....	113
Частая необходимость вести переговоры, отталкиваясь от показателей дохода .....	115
Корректировка финансовых отчетов .....	118
Управление инвестиционным риском в слияниях и поглощениях .....	122

<b>Глава 7. Доходный подход: использование ставок и доходов для определения стоимости .....</b>	<b>131</b>
Почему стоимость для слияний и поглощений следует определять доходным подходом .....	132
Два метода в рамках доходного подхода .....	133
Определение обоснованных показателей долгосрочного темпа роста и терминальной стоимости .....	140
<b>Глава 8. Основы затрат на капитал для достоверных оценок .....</b>	<b>143</b>
Затраты на заемный капитал .....	146
Затраты на привлечение капитала с помощью привилегированных акций .....	147
Затраты на привлечение капитала с помощью обыкновенных акций .....	147
Фундаментальные принципы и ограничения модели оценки капитальных активов .....	148
Модифицированная модель оценки капитальных активов .....	152
Метод кумулятивного построения .....	154
Обзор данных по нормам доходности от Ibbotson .....	159
Затраты на капитал в разрезе разных стран .....	163
Как рассчитывать затраты на собственный капитал для компании-цели .....	165
<b>Глава 9. Средневзвешенные затраты на капитал .....</b>	<b>171</b>
Процесс множественных итераций при определении средневзвешенных затрат на капитал .....	173
Формула быстрого расчета средневзвешенных затрат на капитал .....	178
Наиболее распространенные ошибки при выяснении затрат на капитал .....	181

<b>Глава 10. Рыночный подход: использование компаний-аналогов и стратегических сделок .....</b>	<b>185</b>
Метод сделок на рынке слияний и поглощений .....	186
Метод публичной компании-аналога .....	190
Выбор оценочных мультипликаторов .....	195
Часто используемые рыночные мультипликаторы .....	196
<b>Глава 11. Подход по активам .....</b>	<b>203</b>
Балансовая стоимость в сравнении с рыночной стоимостью .....	205
Предпосылки стоимости .....	206
Использование подхода по активам для оценки неконтрольных пакетов акций .....	206
Методология подхода по активам .....	207
Учет неработающих активов или избытка/недостатка активов .....	214
Конкретные этапы расчета скорректированной балансовой стоимости .....	214
<b>Глава 12. Корректировка стоимости через внесение премий и скидок .....</b>	<b>217</b>
Применимость премий и скидок .....	218
Применение премий и скидок .....	219
Используйте здравый смысл при определении размера поправок .....	226
Контрольный и неконтрольный пакеты в методах доходного подхода .....	227
Прочие премии и скидки .....	230
Справедливая рыночная стоимость в сравнении с инвестиционной стоимостью .....	231

<b>Глава 13. Согласование первоначальных результатов оценки стоимости и определение заключения о стоимости .....</b>	<b>233</b>
Необходимость всестороннего рассмотрения .....	234
Обзор доходного подхода .....	237
Обзор рыночного подхода .....	243
Обзор подхода по активам .....	244
Согласование стоимости и итоговое заключение .....	246
Честно оценивайте возможности оценки .....	248
<b>Глава 14. Искусство сделки .....</b>	<b>251</b>
Особенности процесса переговоров .....	251
Структура сделки: акции в сравнении с активами .....	253
Условия продажи: денежные средства в сравнении с акциями .....	261
Поиск компромисса .....	265
Умейте видеть сделку с другой стороны .....	268
<b>Глава 15. Оценка и управление стоимостью в высокотехнологичных начинающих компаниях .....</b>	<b>271</b>
Ключевые отличия высокотехнологичных начинающих компаний .....	273
Управление стоимостью начинается с конкурентного анализа .....	274
Измерение стоимости начинающей компании .....	279
Потребность в дополнительных приемах риск-менеджмента .....	287
Согласование стоимости .....	290
<b>Глава 16. Пример оценки для целей слияний и поглощений .....</b>	<b>293</b>
История и условия конкуренции .....	295
Потенциальные покупатели .....	297

Общеэкономические обстоятельства .....	299
Специфические отраслевые обстоятельства .....	299
Рост .....	300
Расчет справедливой рыночной стоимости самостоятельно функционирующего бизнеса .....	300
Расчет инвестиционной стоимости .....	321
Заключительные соображения .....	330

Авторы хотят поблагодарить всех тех, кто оказал ценную помощь при написании этой книги. В дополнение к Мэгги Хорн (Maggie Horne), Кори Сурано (Cory Surano), Чаку Лэйверти (Chuck Laverty) и Нэнси Бернارد (Nancy Bernard) из компании Smith Evans Strimbu Valuation Advisory Services, талантливым профессионалам из издательства John Wiley & Sons и тем персонам, которые упоминаются в конце некоторых глав, также выражаем нашу искреннюю признательность и благодарность:

*Гарри Эвансу — за его веру и поддержку, а также чрезвычайно острую критическую обзорную статью.*

Фрэнк Эванс

*Джинни Бишоп — чьи таланты и поддержка обогатили и эту книгу, и мою жизнь.*

Дэвид Бишоп





# Предисловие

Тайна, окружающая стоимость компании, нередко вынуждает руководителей принимать плохие инвестиционные и операционные решения. Но подобных неудач можно избежать. Точные оценки возможны, а сделки по слияниям и поглощениям (merger and acquisition, M&A) могут завершаться успехом, причем как для покупателей, так и для продавцов. Ключи к успеху вы найдете на страницах этой книги.

В процессе оказания консультационных услуг, связанных с оценкой сотен компаний и оказанных тысячам руководящих работников корпораций, мы разработали инструменты, позволяющие точно измерять и успешно наращивать стоимость бизнеса. Применяя предлагаемые нами методы, владельцы и менеджеры могут определять стоимость своих компаний, узнать, что движет ею и как увеличить эту стоимость, — как в процессе M&A, так и в повседневной работе.

В процессе M&A продавцы, покупатели и даже их консультанты испытывают трудности, когда речь заходит о стоимости бизнеса. Нередко их разочаровывают нереалистичные ожидания другой стороны. Зачастую имеют место следующие неопределенности:

- Представляют ли прибыли, обычно рассчитываемые как EBIT (earnings before interest and taxes — прибыль до уплаты процентов и налогов) или EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization — прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации), истинные доходы акционеров компании?
- Реалистичны ли прогнозируемые результаты работы?

- Что является адекватной нормой доходности или мультипликатором с учетом риска данного варианта инвестирования?
- Должна ли сделка структурироваться как сделка с активами или как сделка с акциями?
- Подготовил ли продавец компанию и представил ли ее должным образом, т.е. так, чтобы получить наилучшую цену?
- Какие личные вопросы имеют критически существенное значение для продавца?
- Нашел ли покупатель лучшую цель и измерил ли точно ее потенциальный синергетический эффект?
- Имеет ли смысл сделка по указанной цене?

Еще бóльшая загадка существует в частных компаниях — тех, акции которых не обращаются на публичном фондовом рынке, включая вяло торгуемые публичные компании или подразделения крупных корпораций. Большинство владельцев и менеджеров год за годом управляют этими компаниями, даже не зная ответов на следующие первостепенные вопросы:

- Сколько стоит компания?
- Насколько больше заплатил бы стратегический покупатель при ее приобретении?
- Какие факторы более всего влияют на стоимость акций компании?
- Какова реальная прибыль на инвестиции и норма доходности у владельцев?
- Оправдывает ли эта прибыль риск?
- Не лучше ли владельцам продать компанию, и если да, то когда и как?

Эта книга приводит инструменты, позволяющие ответить на вышеуказанные и другие, связанные с ними вопросы. Она написана для инвесторов и менеджеров компаний, не имеющих ориентира в виде курса акций, устанавливаемого на свободном и активном рынке. Наши решения процесса оценки и вопросов, касающихся доходности инвестиций, создают ответственность и дисциплину в процессе слияний и поглощений. Наши методы включают введение стоимости в ежегодное стратегическое планирование частной компании с целью подсказать акционерам направление, в котором им следует двигаться, принимая инвести-

ционные решения. Если говорить кратко, наша книга — это подробная инструкция по созданию стоимости как при управлении компанией, так и в процессе ее продажи или покупки.

Многие инвесторы слышаны о создании стоимости в публичной компании, где цена акций отражает реакцию рынка на результаты бизнеса. Гораздо труднее разработать успешную стратегию и правильно измерить результаты работы, когда рыночного курса акций не существует. Это трудно, но нельзя сказать, что невозможно.

Мы приглашаем наших читателей к использованию предлагаемых нами методов, чтобы достичь точных оценок при слияниях или поглощениях, а также добиться увеличения стоимости бизнеса в повседневных операциях. Обменяйте свое невежество на эту путеводную нить, прямо ведущую к богатству.

*Фрэнк Ч. Эванс  
Дэвид М. Бишоп  
Июнь 2001*



---

# К победе через слияния и поглощения

Покупатели и продавцы способны создавать немалую стоимость через процедуры слияний и поглощений компаний\*. Причем от сделки могут выигрывать обе стороны. В этом и состоит вся прелесть проведения подобных операций. В этом же заключена немалая доля той привлекательности, которая обеспечила огромную по своему масштабу активность в области слияний и поглощений в Соединенных Штатах в течение 1990-х годов, а в последние годы эта тенденция распространилась и на весь мир\*\*.

Предлагаемая читателю книга рассказывает о стоимости бизнеса: что создает ее, как она измеряется, каким образом наращивается и как ее максимизировать в процессе слияний и поглощений. Эти концепции одинаково важны и для покупателей, и для продавцов, поскольку и те, и другие способны и должны выигрывать от сделки. Но зачастую получаются совсем иные результаты. Продавцы могут продать при неблагоприятных обстоятельствах или согласиться на слишком низкую цену из-за отсутствия у них должной подготовки или необходимых знаний. А каждый покупатель рискует приобрести бизнес, не соответствующий его интересам, или заплатить за него слишком много. Именно поэтому пони-

---

\* Merger and acquisition, M&A — более правильно было бы определять данный термин как «слияния и приобретения», однако в настоящее время в отечественной практике устоялся термин «слияния и поглощения», который и будет употребляться на протяжении всей книги. В этом контексте «приобретение» есть синоним «поглощения». Также на протяжении книги будет использоваться аббревиатура M&A, означающая merger and acquisition. — *Прим. ред.*

\*\* В главе 5 представлена столь необходимая для полного понимания иная точка зрения на потенциальные результаты слияний и поглощений.

мание стоимости, а также влияющих на нее факторов — критически важные элементы в процессе слияний и поглощений.

Однако разумные акционеры и менеджеры не ограничиваются тем, что уделяют внимание стоимости только во время слияний и поглощений. Создание стоимости лежит в основе стратегического планирования, в результате которого компания сосредоточивает свои усилия на наиболее важных направлениях деятельности. Стратегия слияний и поглощений поддерживает и дополняет важную цель, связанную с увеличением стоимости для акционеров, поэтому они покупают и продают компании только в том случае, если сделка создает для них стоимость.

Это возвращает нас к цели настоящей книги. Она объясняет, как создавать, измерять и максимизировать стоимость в процессе слияний и поглощений в контексте более общей цели бизнеса, заключающейся в создании стоимости. Топ-менеджеры большинства публичных компаний сосредоточиваются на стоимости каждый день, поскольку она находит свое отражение в движении цены акций компании, тем самым ведя ежедневный подсчет очков результативности работы компании относительно других инвестиционных возможностей. Однако частные компании лишены этой обратной связи и возможности проверки фондовым рынком своей деятельности. Их акционеры и руководители редко знают, сколько стоит их компания, и обычно неясно видят, что же влияет на ее стоимость. По этой причине многие частные компании, равно как и бизнес-подразделения публичных компаний, не имеют должного вектора развития своей деятельности и поэтому работают не в полную силу.

Управление стоимостью частной компании или подразделения публичной корпорации является особенно трудным делом, так как эту стоимость труднее рассчитать и обосновать. Однако большая часть экономической деятельности, в том числе создание или разрушение стоимости, происходит именно на этом уровне.

В процессе создания стоимости критически важной становится способность точно измерять и управлять стоимостью небольшого бизнеса или подразделения компании. И этот навык также окупается в слияниях и поглощениях, поскольку в большинство сделок вовлекается небольшой бизнес. Хотя мы читаем и слышим о крупных сделках, в которых участвуют большие корпорации с известными котировками акций, средний размер сделки M&A в Соединенных Штатах в последние годы составлял приблизительно от 25 млн. до 40 млн. долл. Основное поле для большей части сделок слияний и поглощений — это небольшие сделки с участием закрытых компаний или подразделений публичных компаний.

Следовательно, каждый думающий о стоимости акционер и руководитель должен стремиться максимизировать стоимость на этом уровне бизнеса, где отсутствуют котировки акций. Концепции и методы, описанные далее, объясняют, как ежедневно измерять и управлять стоимостью, особенно в процессе слияний и поглощений. Наш рассказ начинается с уточнения того, чем является стоимость.

## **КРИТИЧЕСКИ ВАЖНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ СТОИМОСТИ, НЕ ЗАМЕЧАЕМЫЕ АКЦИОНЕРАМИ**

Когда покупатели видят потенциальную цель, их анализ часто начинается с идентификации и измерения синергетического эффекта, который они могут получить в результате поглощения. Для этого покупатели создают модель, предсказывающую потенциальные доходы компании-цели в том случае, если они будут владеть ею, скорректированные уровни затрат под их управлением и получающийся в результате ожидаемый доход или денежный поток. Затем они дисконтируют эти будущие поступления по затратам на капитал их компании, чтобы определить для себя стоимость цели. Вооруженные этой оценкой стоимости, покупатели начинают переговоры, нацеленные на сделку, предполагающую создание стоимости.

Если целью является непубличная компания с неизвестной ценой акций, часто никто даже и не задается вопросом, сколько она стоит для ее существующих владельцев. Однако стоимость, создаваемая бизнесом для существующих владельцев, — это все, что действительно есть для продажи. Большинство, а возможно, и все сделки, обладающие потенциальным синергетическим эффектом, создаются покупателем, а не продавцом. Поэтому покупателю не следует платить продавцу за стоимость, создаваемую самим покупателем. Однако в только что описанном сценарии покупатель, вероятно, именно так и поступит, поскольку его компания не знает, сколько стоит компания-цель как отдельный бизнес. Вследствие этого покупатель также не знает, сколько стоят синергии, создаваемые его компанией в результате поглощения, или каким должно быть первоначальное предложение о цене.

Продавцы часто бывают мало информированы или даже дезинформированы в той же степени, как и покупатели. Во многих случаях владельцы компании-цели не знают: следует ли им продавать ее, как найти потенциальных покупателей, какие покупатели могут позволить себе заплатить больше других, что они могут сделать для максимизации сто-

имости своей компании перед продажей или как приступить к процессу продажи. В конце концов, многие продавцы в ходе своей карьеры сталкиваются лишь только с одной подобной сделкой. Они редко знают, сколько в настоящее время стоит их компания как отдельный бизнес, какие факторы стоимости или риска оказывают наибольшее влияние на его стоимость или насколько большую ценность он представляет для стратегического покупателя. Как правило, ни один из членов команды традиционных консультантов компании — главный бухгалтер, внешний бухгалтер, банкир или юрист — не является экспертом в области оценки бизнеса. Немногие из этих профессионалов понимают, что влияет на стоимость бизнеса или в чем состоит тонкое различие между стоимостью бизнеса, функционирующего отдельно, и тем, сколько он может стоить, находясь в руках стратегического инвестора.

Продавец может искать совета у посредника, чаще всего — у инвестиционного банкира или брокера по продаже бизнеса. Но эти консультанты, как правило, получают комиссионные, если — и только если — они доводят дело до продажи. Возможно, сегодняшние владельцы могли бы достичь более высокой прибыли, улучшив бизнес и позиционируя его так, чтобы повысить его стоимость перед продажей. Этот совет редко нравится посредникам, поскольку он откладывает срок получения или вовсе лишает их комиссионных.

В ситуации, когда крайне трудно получить надежный совет, продавцы нередко откладывают рассмотрение вопроса о продаже. Задержка часто оказывается более легким эмоциональным выбором для многих предпринимателей, отождествляющих себя со своей компанией. Но при задержке зачастую теряются благоприятные возможности. Внешние факторы (включая экономические условия, состояние отрасли и конкурентной среды), способные серьезно повлиять на стоимость, могут быстро изменяться. Тенденции, обуславливающие такие процессы, как консолидация, внедрение технологических новшеств или реформы в области регулирования и налогообложения, тоже могут расширять или сужать возможности и стоимость сделок M&A.

Промедление может также сдерживать планирование стратегии и налогообложения собственности, так как задержки уменьшают возможности выбора. При этом негативные последствия становятся особенно острыми с увеличением стоимости.

Таким образом, у покупателей и продавцов есть весьма сильные стимулы, чтобы разобраться в вопросах стоимости и управления ее факторами, а также отслеживать их к взаимной выгоде обеих сторон.



## СПРАВЕДЛИВАЯ РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ ОТДЕЛЬНОГО БИЗНЕСА

Уделяя надлежащее внимание максимизации стоимости для акционеров, покупатели и продавцы начинают с расчета справедливой рыночной стоимости компании-цели как отдельного бизнеса, т.е. стоимости того, чем в настоящее время обладают продавцы. Эта стоимость учитывает размер компании, доступ к капиталу, ассортимент товаров и услуг, качество управления, долю рынка и клиентскую базу, уровни ликвидности и заемного финансирования, а также общую рентабельность и денежный поток компании как отдельного бизнеса.

С учетом этих характеристик *справедливая рыночная стоимость (fair market value)* определяется Налоговым разъяснением 59–60 Службы внутренних доходов США (Internal Revenue Service — IRS) как «...сумма, за которую собственность могла бы перейти из рук в руки при добровольном согласии покупателя и продавца, когда первого не принуждают покупать, а последнего не принуждают продавать, и обе стороны располагают разумным знанием существенных фактов».

Справедливая рыночная стоимость основывается на следующих предположениях:

- Покупатели и продавцы являются гипотетическими, типичными для рынка и действуют в своих собственных интересах.
- Гипотетический покупатель благоразумен, но действует без учета получения выгоды от синергетического эффекта.
- Бизнес продолжит свою деятельность и не будет ликвидирован.
- Гипотетическая продажа осуществляется за денежные средства.
- Возможности сторон совпадают с их желаниями.

Под покупателем в рамках определения справедливой рыночной стоимости рассматривается «финансовый», а не «стратегический» покупатель. Покупатель вносит только капитал и менеджмент, чья компетентность эквивалентна текущему менеджменту. Это исключает покупателя, который благодаря другой своей экономической деятельности привносит в компанию некоторую «добавленную стоимость», усиливающую оцениваемую компанию и/или другие деловые стороны деятельности покупателя. Например, поглощение другой компании в той же или сходной по характеру отрасли. Также исключается покупатель, уже являющийся акционером, кредитором, зависимым или контролирующим юридическим лицом, способным пожелать приобрести долю в бизнесе по искусст-

венно завышенной или заниженной цене из соображений, не свойственных мотивации независимого финансового покупателя.

Продавец в процессе, основанном на справедливой рыночной стоимости, также является гипотетическим и обладает знанием существенных фактов, включая влияние на стоимость со стороны рынка, факторы риска и стоимости компании, а также степень контроля и недостаток ликвидности данной конкретной доли участия в бизнесе.

*Инвестиционная стоимость (investment value)* представляет собой стоимость для конкретного покупателя, основанную на его обстоятельствах и инвестиционных потребностях. Эта стоимость включает синергетический эффект или другие преимущества, которые, как ожидает стратегический покупатель, будут созданы в результате поглощения.

Справедливая рыночная стоимость должна представлять минимальную цену, которую принял бы финансово заинтересованный продавец, поскольку продавец как владелец бизнеса в настоящее время пользуется выгодами, обеспечиваемыми этой стоимостью. Пакет акций контролирующего акционера частной компании нередко обладает хорошей ликвидностью, поскольку он имеет возможность контролировать денежный поток, производимый фирмой. Альтернативой этому потоку является выбор, связанный с продажей компании. Вместе с тем миноритарный акционер, не имеющий контроля, обычно сталкивается с гораздо меньшей ликвидностью своего пакета. В результате стоимость неконтрольного пакета акций часто существенно меньше, чем такая же доля собственности в стоимости бизнеса, входящая в контрольный пакет.

Предполагаемые покупатели, рассчитавшие справедливую рыночную стоимость автономного бизнеса, должны также понимать, что это лишь базовая стоимость, на которой должна строиться их позиция в переговорах. Максимальная стоимость, которую покупатель ожидает создать в результате сделки, представляет собой превышение инвестиционной стоимости над справедливой рыночной стоимостью. Поэтому любая премия, уплачиваемая покупателем сверх справедливой рыночной стоимости, уменьшает потенциальную прибыль покупателя, поскольку эту часть созданной стоимости получает продавец.

Мотивы продавцов зачастую связаны с нефинансовыми соображениями: например, желанием передать права собственности на компанию своим детям или уйти в отставку, если они работают в компании, либо заняться чем-то другим. Когда существуют эти нефинансовые соображения, для акционеров особенно важно понимать финансовый эффект от решений, принятых по личным мотивам. Гибкие покупатели могут воспользоваться ситуацией продавцов, особенно тех, которые находятся

в неблагоприятных личных обстоятельствах. Этот факт еще раз подчеркивает потребность в непрерывной концентрации внимания на стоимости и внедрении процесса стратегического планирования, обычно рассматривающего продажу компании как возможный вариант максимизации стоимости для акционеров. Этот процесс позволяет учитывать нефинансовые цели акционеров и, одновременно управляя стоимостью, дает время и структурированный план для их достижения.

## **ИНВЕСТИЦИОННАЯ СТОИМОСТЬ ДЛЯ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ПОКУПАТЕЛЯ**

Инвестиционная стоимость компании-цели — это ее стоимость для определенного стратегического покупателя, учитывающая качественные характеристики и синергии покупателя, а также и другие характерные для него выгоды, которые могут быть достигнуты через поглощение. Известная также как стратегическая стоимость (*strategic value*), инвестиционная стоимость цели, по всей вероятности, различна для каждого потенциального покупателя вследствие различия синергетических эффектов, которые каждый из них может создать через поглощение. Например, отдельный покупатель может иметь систему дистрибуции, ассортимент продукции или сбытовую территорию, куда цель впишется лучше, чем у любого другого потенциального покупателя. Как правило, это компания, для которой цель стоит больше всего. Хорошо осведомленные покупатели и продавцы определяют эти стратегические преимущества заранее и ведут переговоры, располагая этими знаниями.

Различие между справедливой рыночной стоимостью и инвестиционной стоимостью представлено в примере 1–1, показывающем инвестиционную стоимость для двух потенциальных покупателей. Превышение инвестиционной стоимости над справедливой рыночной стоимостью компании обычно называется премией за контроль (*control premium*), но этот термин несколько вводит в заблуждение. Хотя типичный покупатель в результате поглощения действительно приобретает контроль над целью, смысл уплаченной премии состоит в достижении синергетического эффекта, создаваемого этой комбинацией. Таким образом, эту премию более правильно называть премией поглощения (*acquisition premium*), поскольку ее главной движущей силой являются синергии, а не контроль, представляющий собой лишь полномочия, необходимые для активизации синергии.

Очевидные вопросы, возникающие в ходе данного изложения, заключаются в следующем:

*Пример 1–1.* Сравнение справедливой рыночной стоимости и инвестиционной стоимости

---

Инвестиционная стоимость — 2	_____
Инвестиционная стоимость — 1	_____
Премия поглощения	
Справедливая рыночная стоимость	_____

---

- Почему покупатель должен платить больше справедливой рыночной стоимости?
- Если покупатель должен уплатить премию, чтобы осуществить поглощение, насколько больше справедливой рыночной стоимости он должен заплатить (т.е. в какой степени крупной должна быть премия поглощения, будь то в денежном или в процентном выражении от справедливой рыночной стоимости)?

Глава 4 обобщает статистику, указывающую: за последние 10 лет среднеарифметические значения и медианы\* премий поглощения при покупке публичных компаний в Соединенных Штатах составляли около 40 и 30% соответственно. Эти данные не являются руководством к действию или целевым значением. Уплаченные премии основаны на конкурентных факторах, тенденциях консолидации, экономии на масштабе, а также мотивах продавца и покупателя. То есть на фактах, снова подчеркивающих необходимость достижения полного понимания стоимости и отраслевых тенденций еще до начала переговоров. Например, компания со справедливой рыночной стоимостью 10 млн. долл. имеет намного более сильные переговорные позиции, если ее максимальная инвестиционная стоимость составляет 20 млн. долл., а не всего лишь 12 млн. долл. При этом, чтобы выторговать наилучшую из возможных цену, продавец должен попытаться определить: какова максимальная инвестиционная стоимость, какой потенциальный покупатель может позволить себе заплатить в сделке поглощения больше других, а также какие альтернативы имеет каждый покупатель — и только потом вести переговоры соответствующим образом.

---

\* Медиана (median), или медианное значение — значение, разбивающее выборку на две равные части, т.е. срединное значение в выборке. — *Прим. ред.*

Говоря в общем, покупатели должны начинать переговоры, отталкиваясь от справедливой рыночной стоимости. Прежде чем вступить в процесс переговоров, где верх берут эмоциональные факторы и желание «проверить сделку», покупатели должны установить свою предельную цену. Это та максимальная сумма выше справедливой рыночной стоимости, которую они готовы уплатить, чтобы совершить поглощение. Установление максимальной цены заранее побуждает покупателей сосредоточиваться в большей степени на стоимости, а не на «победе» в сделке. Естественно, чем дальше движется цена вверх от справедливой рыночной стоимости к инвестиционной стоимости данного покупателя, тем менее привлекательной становится сделка. Ориентирующиеся на стоимость покупатели понимают, что приобретения по цене, близкой к их инвестиционной стоимости, требуют полного достижения почти всех синергетических эффектов в запланированные сроки, чтобы получить прогнозируемую стоимость. И чем ближе подходит цена приобретения к инвестиционной стоимости, тем меньшую стоимость может создать поглощение для акционеров покупателя и тем меньше допустимый размер возможной ошибки покупателя. Когда продавец требует слишком высокую цену, для покупателя нередко лучшим выбором становится отказ от этой сделки и поиск другой — с лучшим потенциалом создания стоимости.

Этот факт иллюстрирует фундаментальный, но обязательный урок для совершения любой инвестиции: *идентифицируйте различие между хорошей компанией и хорошей инвестицией*. В то время как хорошая компания может обладать многими сильными сторонами, она окажется плохой инвестицией, если уплаченная за нее цена слишком высока. Наоборот, слабая компания может оказаться хорошей инвестиционной возможностью, если цена адекватно низка относительно прогнозируемых прибылей, особенно для стратегического покупателя, обладающего возможностями, компенсирующими слабые стороны цели.

## **ВЗАИМНЫЕ ВЫГОДЫ ОТ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ**

Чтобы проиллюстрировать взаимную выгоду от слияний и поглощений для покупателей и продавцов, в дальнейшем повествовании обобщается оценка Cardinal Publishing Company, подробно представленная в главе 16. В приводимом здесь примере многие из технических этапов объясняются лишь кратко. Более подробно каждый шаг описан в последующих главах. Различные технические аспекты будут представляться

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

[e-Univers.ru](http://e-Univers.ru)