

# **ОЦЕНКА КОМПАНИЙ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ**

**Создание стоимости  
в частных компаниях**

# **VALUATION FOR M&A**

**Building Value  
in Private Companies**

Frank C. Evans  
David M. Bishop

John Wiley & Sons, Inc.  
New York • Chichester • Weinheim • Brisbane • Singapore • Toronto

# **ОЦЕНКА КОМПАНИЙ ПРИ СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ**

**Создание стоимости  
в частных компаниях**

Фрэнк Ч. Эванс  
Дэвид М. Бишоп

Перевод с английского

3-е издание



Москва  
2009

УДК 65.012.12:334.758  
ББК 65.290  
Э14

Перевод А. Шматова

Научные редакторы Д. Кадыков, М. Чекулаев

**Эванс Ф.**  
Э14 Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М. ; Пер. с англ. — 3-е изд. — М.: Альпина Паблишерз, 2009. — 332 с.

ISBN 978-5-9614-1115-7

Эта книга концентрируется на практических вопросах оценки бизнеса компаний, относящихся к категории «закрытых» (ООО, ЗАО и т.д.). Простой и доступный язык позволяет понять общие принципы и методы, используемые при оценке бизнеса, необходимой не только для его покупки или продажи, но и в повседневной работе. При изложении алгоритмов оценки приводятся необходимые сведения фундаментального характера. Большое количество примеров, почерпнутых из обширной практики авторов, и подробное рассмотрение деталей дает возможность увидеть, как практически, шаг за шагом, выясняется стоимость предприятия. Эта книга без сомнения станет надежным навигатором-справочником в таком непростом деле, как оценка бизнеса.

Книга заинтересует предпринимателей, менеджеров и аналитиков компаний любого размера, а также инвесторов и профессиональных оценщиков.

**УДК 65.012.12:334.758**  
**ББК 65.290**

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав. По вопросу организации доступа к электронной библиотеке издательства обращайтесь по адресу [lib@nonfiction.ru](mailto:lib@nonfiction.ru).*

© John Wiley and Sons, Inc., 2001  
All rights reserved.  
© Издание на русском языке, перевод, оформление.  
ООО «Альпина Бизнес Букс», 2007

ISBN 978-5-9614-1115-7 (рус.)  
ISBN 0-471-41101-9 (англ.)

# Предисловие к российскому изданию

Этой книгой открывается серия «Библиотека M&A Appraisal». В рамках серии будут издаваться книги, посвященные вопросам оценки для целей слияний и поглощений, написанные профессионалами в данной области.

Книга будет полезна и интересна как непосредственным сторонам сделок, так и внешним консультантам, причем не только оценщикам.

Покупателям и продавцам как пользователям оценочных услуг книга может дать лучшее понимание роли независимого оценщика в успешной реализации проектов на рынке слияний и поглощений. Авторами подчеркивается высокое значение качественной оценки, требующей многих лет опыта и глубоких профессиональных знаний, для создания стоимости в результате совершения сделок.

Профессиональные оценщики смогут лучше понимать факторы, влияющие на стоимость компаний, и мотивы участников сделок, а также сам переговорный процесс, что позволит более четко позиционировать свои услуги и достигать максимально достоверных оценок стоимости.

Это одна из первых книг, вышедших на русском языке, посвященных не просто общим вопросам оценки бизнеса, а ее частному применению — оценке для целей слияний и поглощений. При этом она не является фундаментальным учебным пособием, а представляет собой сочетание технических приемов и практических особенностей проведения оценки в условиях подготовки сделки.



*Алексей Асташев  
Директор Специализированной оценочной  
компании M&A Appraisal  
Ноябрь 2003*

# Содержание

<b>Предисловие .....</b>	<b>11</b>
<b>Глава 1. К победе через слияния и поглощения .....</b>	<b>15</b>
Критически важные элементы стоимости, не замечаемые акционерами .....	17
Справедливая рыночная стоимость отдельного бизнеса .....	19
Инвестиционная стоимость для стратегического покупателя .....	21
Взаимные выгоды от слияния и поглощения .....	23
<b>Глава 2. Создание стоимости в компании, не имеющей публичного рынка акций .....</b>	<b>29</b>
Стоимость и создание стоимости .....	30
Модель создания стоимости публичной компании .....	31
Модель создания стоимости непубличной компании .....	33
Измерение создаваемой стоимости .....	38
Анализ стратегий создания стоимости .....	41
<b>Глава 3. Анализ конкуренции .....</b>	<b>49</b>
Связь стратегического планирования и создания стоимости .....	51
Оценка риска конкретной компании .....	53
Конкурентные факторы, часто встречающиеся в непубличных компаниях .....	59
<b>Глава 4. Рынок слияний и поглощений и процесс планирования .....</b>	<b>63</b>
Традиционные мотивы продавцов и покупателей .....	68
Почему терпят неудачу слияния и поглощения .....	68
Стратегия и процесс продаж .....	71
Стратегия и процесс поглощения .....	81
Подготовка к проверке благонадежности .....	94

<b>Глава 5. Измерение синергетического эффекта .....</b>	<b>97</b>
Процесс измерения синергии .....	99
Ключевые переменные параметры в оценке синергий .....	102
Синергия и планирование на перспективу .....	104
<b>Глава 6. Подходы и основные принципы оценки .....</b>	<b>107</b>
Подходы к оценке бизнеса .....	107
Использование модели инвестированного капитала для определения оцениваемых инвестиций .....	109
Почему чистый денежный поток измеряет стоимость с наибольшей достоверностью .....	111
Частая необходимость вести переговоры, отталкиваясь от показателей дохода .....	113
Корректировка финансовых отчетов .....	116
Управление инвестиционным риском в слияниях и поглощениях .....	120
<b>Глава 7. Доходный подход: использование ставок и доходов для определения стоимости .....</b>	<b>129</b>
Почему стоимость для слияний и поглощений следует определять доходным подходом .....	130
Два метода в рамках доходного подхода .....	131
Определение обоснованных показателей долгосрочного темпа роста и терминальной стоимости .....	138
<b>Глава 8. Основы затрат на капитал для достоверных оценок .....</b>	<b>141</b>
Затраты на заемный капитала .....	144
Затраты на привлечение капитала с помощью привилегированных акций .....	145
Затраты на привлечение капитала с помощью обыкновенных акций .....	145
Фундаментальные принципы и ограничения модели оценки капитальных активов .....	146

Модифицированная модель оценки капитальных активов .....	150
Метод кумулятивного построения .....	152
Обзор данных по нормам доходности от Ibbotson .....	157
Стоимость капитала в разрезе разных стран .....	161
Как рассчитывать затраты на собственный капитал для компании-цели .....	163
<b>Глава 9. Средневзвешенные затраты на капитал .....</b>	<b>169</b>
Процесс множественных итераций при оценке средневзвешенных затрат на капитал .....	171
Формула быстрого расчета средневзвешенных затрат на капитал .....	176
Наиболее распространенные ошибки при выяснении затрат на капитал.....	179
<b>Глава 10. Рыночный подход: использование компаний-аналогов и стратегических сделок .....</b>	<b>183</b>
Метод сделок на рынке слияний и поглощений .....	184
Метод публичной компании-аналога .....	188
Выбор оценочных мультипликаторов .....	193
Часто используемые рыночные мультипликаторы .....	194
<b>Глава 11. Подход «по активам» .....</b>	<b>201</b>
Балансовая стоимость в сравнении с рыночной стоимостью .....	203
Предпосылки стоимости .....	204
Использование подхода по активам для оценки неконтрольных пакетов акций .....	204
Методология подхода по активам .....	205
Учет неработающих активов или избытка/недостатка активов .....	212
Конкретные этапы расчета скорректированной балансовой стоимости .....	212



<b>Глава 12.   Корректировка стоимости через внесение премий и скидок .....</b>	<b>215</b>
Применимость премий и скидок .....	216
Применение премий и скидок .....	217
Используйте здравый смысл при определении размера поправок .....	224
Контрольный и неконтрольный пакеты в методах доходного подхода .....	225
Прочие премии и скидки .....	228
Справедливая рыночная стоимость в сравнении с инвестиционной стоимостью .....	229
<b>Глава 13.   Согласование первоначальных результатов оценки стоимости и определение заключения о стоимости .....</b>	<b>231</b>
Необходимость всестороннего рассмотрения .....	232
Обзор доходного подхода .....	235
Обзор рыночного подхода .....	241
Обзор подхода по активам .....	242
Согласование стоимости и итоговое заключение .....	244
Честно оценивайте возможности оценки .....	246
<b>Глава 14.   Искусство сделки .....</b>	<b>249</b>
Особенности процесса переговоров .....	249
Структура сделки: акции в сравнении с активами .....	251
Условия продажи: денежные средства в сравнении с акциями .....	259
Поиск компромисса .....	263
Умейте видеть сделку с другой стороны .....	266
<b>Глава 15.   Оценка и управление стоимостью в высокотехнологичных начинающих компаниях .....</b>	<b>269</b>
Ключевые отличия высокотехнологичных начинающих компаний .....	271
Управление стоимостью начинается с конкурентного анализа .....	272

Измерение стоимости начинающей компании .....	277
Потребность в дополнительных приемах риск-менеджмента .....	285
Согласование стоимости .....	288
<b>Глава 16. Пример оценки для целей слияния и поглощения .....</b>	<b>291</b>
История и условия конкуренции .....	293
Потенциальные покупатели .....	295
Общеэкономические обстоятельства .....	297
Специфические отраслевые обстоятельства .....	297
Рост .....	298
Расчет справедливой рыночной стоимости самостоятельно функционирующего бизнеса .....	298
Расчет инвестиционной стоимости .....	319
Заключительные соображения .....	328

# 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 мультипликативным 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 инвестиционные 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 слышали о наращивании 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. Трудно, но нельзя сказать, что это невозможно.

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

*Фрэнк Ч. Эванс  
Дэвид М. Бишоп*

Авторы хотят поблагодарить всех тех, кто оказал ценную помощь при написании этой книги. В дополнение к Мэгги Хорн (Maggie Horne), Кори Сурано (Cori 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, который предложил нам 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

# 1

---

## 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 покупателя 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 СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ**

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

курсивом со ссылками на главы, в которых объясняется, как решать данные вопросы.

Компания Cardinal была основана около 10 лет назад Лу Бертином (Lou Bertin), сделавшим успешную карьеру в рекламном бизнесе. Бертин полагал, что многие люди разделяют его любовь к открытому воздуху и простой сельской жизни, а потому они подпишутся на журналы, посвященные этой теме. Вооруженный своим предпринимательским духом, существенными знаниями и опытом в области прямой почтовой рекламы, 1,7 млн. долл. акционерного капитала, внесенного им и двумя миноритарными акционерами (по 10%), а также хорошо продуманным бизнес-планом, он основал Cardinal. Благодаря дружественному тону и стилю в сочетании с превосходными фотографиями, минимальной рекламой, привлекательными ценами на подписку и творческими действиями в прямой почтовой рекламе компания Cardinal быстро выросла из концепции в несколько прибыльных специализированных журналов.

Однако, как это часто бывает в случаях вновь появившихся компаний, сопровождающие начало бизнеса крупные риски и ограничения сильно измотали Бертина. Он стремится удалиться от дел или по крайней мере сократить свое рабочее время. И хотя Cardinal преуспевает, Бертин наблюдает, как его личное состояние все более и более связывается с судьбой компании. В то же время его жизненный опыт подсказывает: диверсификация является намного более разумной инвестиционной стратегией.

*Следует ли оценивать 80%-ную долю акционерного капитала Бертина в Cardinal или какую-то другую инвестицию? Отличался бы процесс оценки, если бы Бертин владел компанией на 100% и никаких миноритарных акционеров не существовало или принадлежи все акции миноритарным акционерам?* (См. главу 12.)

В прошлом году объем продаж Cardinal превысил 75 млн. долл., а прибыль до уплаты процентов и налогов (earnings before interest and taxes, EBIT) с поправкой на отражение текущих операций составит приблизительно 7,5 млн. долл. *Является ли EBIT лучшим измерением дохода для Cardinal? Не правильнее ли будет использовать выручку или чистую прибыль до либо после уплаты налогов либо следует ориентироваться на денежный поток?* (См. главу 6.) Cardinal использует большие объемы заемного капитала. Чтобы достичь долгосрочной стабильности, требуются значительные вложения дополнительного капитала. *Влияет ли финансовый рычаг на стоимость, и если да, то как?* (См. главу 9.) *Затрагивают ли стоимость ожидаемые вложения капитала и как мы это учитываем?* (См. главу 6.)

По стандартам отрасли ассортимент продукции компании узок, хотя она и создала лояльную и быстро растущую базу платежеспособных чита-

телей. Из-за природы специализации Cardinal имеет слабую систему распределения, полностью опирающуюся на генеральных дистрибьюторов, которая усложняет усилия Бертина, направленные на создание новых продуктов и привлечение дополнительной рекламы. *Как оценка может отразить эти различные факторы, определяющие риск и стоимость? Что, если покупатель сумеет устранить некоторые из этих слабых сторон?* (См. главы 3 и 8.) Персонал Cardinal состоит главным образом из членов семьи Бертина и сторонних энтузиастов, а сам Бертин не имеет склонности к стратегическому планированию, которое требуется компании для продолжения продемонстрированных ею в прошлом результатов деятельности. *Следует ли внести поправки, если некоторые из этих сотрудников не приносят материальный вклад в успех компании? А также если кто-либо получает вознаграждение выше или ниже среднерыночной компенсации?* (См. главу 6.)

К Бертину постоянно обращаются брокеры по продаже предприятий и знакомые по издательской деятельности с предложениями продать компанию, и он особенно обеспокоен тем, что в последние два года несколько крупных издателей запустили новые продукты, нацеленные на его рынок. Хотя новым периодическим изданиям не хватает качества и творческого потенциала Cardinal, они имеют намного лучшую рекламу, продаются в газетных киосках и ко всему прочему продвигаются через отрывные купоны в нескольких общенациональных периодических изданиях. Эта конкуренция заставила Бертина отложить запланированное повышение цен, и хотя он продолжает искать новых рекламодателей, у него не получается привлечь те компании, которые для него наиболее интересны и важны. *Можно ли идентифицировать эти проблемы конкуренции, изучая финансовые отчеты Cardinal? Какие нужны дополнительные исследования, если они вообще требуются? Каким образом эти конкурентные факторы отражаются в оценке?* (См. главы 3 и 8.)

### **Расчет справедливой рыночной стоимости Cardinal как отдельного бизнеса**

Как компания, относящаяся к категории малого или среднего бизнеса, Cardinal подвержен множеству рисков, включая ограниченный капитал, высокий финансовый рычаг, узкий ассортимент продукции, слабую систему распределения и весьма ограниченное управление. В сочетании с лояльной клиентской базой компании, быстрым ростом объема продаж, высоким качеством продукта и средней доходностью эти факторы определяют для Cardinal ставку средневзвешенных затрат на капитал в размере 18%, отражающую профиль риска и перспективы роста компании.



*Соответствуют ли средневзвешенные затраты на капитал ставке дисконтирования? Равны ли они ставке капитализации? (См. главы 7 и 9.) Чистый доход компании на инвестированный капитал, составляющий в этом году 4,8 млн. долл., делится на ставку капитализации по средневзвешенным затратам на капитал (weighted average cost of capital, WACC) в размере 14%; справедливая рыночная стоимость предприятия как отдельного бизнеса определяется в размере 36 млн. долл. Является ли эта сумма стоимостью собственного капитала? (См. главу 6.) Почему для расчета стоимости используется прибыль только за один год? В какой степени это отражает рост в будущем году? (См. главу 7.)*

### **Инвестиционная стоимость для стратегического покупателя**

Большая публичная компания, желающая быстро приобрести присутствие на этом новом «сельском» рынке, осознает сильные и слабые стороны Cardinal. Поскольку крупный покупатель зачастую способен ликвидировать многие или все ограничения этой компании, он может гораздо быстрее увеличивать рост ее объема продаж и прибыли. Cardinal также будет подвергаться гораздо меньшему риску как подразделение крупной компании, обладающей сильными позициями на рынке. *Как эти изменения риска отражаются в оценке? Кто получает эту стоимость? (См. главу 3.)*

После перехода в собственность стратегического покупателя EBIT Cardinal за следующие несколько лет может быть увеличена за счет повышения эффективности ведения операций, а также доступа к более широкому рынку и обширной системе распределения. В постпрогнозном периоде рост Cardinal должен соответствовать темпам развития издательской индустрии. *Как должны использоваться прогнозный и постпрогнозный периоды в расчете стоимости? (См. главу 7.)*

В то время как Cardinal имеет ставку капитализации WACC 18%, ее возможный покупатель Omni Publications, крупная известная публичная компания, характеризуется ставкой дисконтирования по WACC приблизительно на уровне 12%. *В чем отличие между ставкой капитализации и ставкой дисконтирования и в каком случае должна использоваться каждая из них? (См. главы 7, 8 и 9.)* Поскольку Cardinal работает на новом для этого покупателя рынке, имеет ограниченное управление и усиливающую конкуренцию, покупатель корректирует свою ставку дисконтирования на добавляющийся от Cardinal риск. *Следует ли покупателю использовать свою собственную ставку дисконтирования для расчета инвестиционной стоимости Cardinal? Если нет, как следует ее корректировать? Как*

должна измениться эта ставка под воздействием высокого финансового рычага Cardinal? (См. главу 9.) Дисконтирование прогнозируемого чистого денежного потока на инвестированный капитал Cardinal с поправкой на синергетический эффект позволило определить: инвестированный капитал Cardinal стоит для некоторого стратегического покупателя 50 млн. долл. Что такое чистый денежный поток на инвестированный капитал, как он рассчитывается и на сколько лет следует выполнять прогнозирование? (См. главу 6.) Как процесс дисконтирования отражает возможные поправки к доходу и норме доходности для рассмотренных факторов риска и стоимости? (См. главы 7 и 8.) 15-миллионное превышение инвестиционной стоимости инвестированного капитала в размере 50 млн. долл. над справедливой рыночной стоимостью Cardinal в размере 35 млн. долл. означает, что этот покупатель может заплатить до 15 млн. долл. сверх справедливой рыночной стоимости, чтобы приобрести Cardinal. Какой должна быть минимальная стоимость, рассматриваемая и покупателем, и продавцом, чтобы начать переговоры? На сколько больше 35 млн. долл. должен быть готов заплатить этот покупатель, чтобы приобрести Cardinal? Должно ли это решение подвергаться влиянию со стороны конкурентов, также предлагающих цену за Cardinal? Если покупатель заплатит 50 млн. долл., будет ли сделка выгодна для него? В какой степени? (См. главы 1, 4 и 5.)

Балансовый отчет Cardinal показывает активы в размере почти 44 млн. долл. и собственный капитал в 15 млн. долл. Как они влияют на стоимость компании? (См. главы 11 и 12.) Публичные компании в отрасли Cardinal продаются с мультипликаторами EBIT в диапазоне от 3 до 18 при среднем значении, равном 8. Следует ли это учитывать и как? Показывают ли мультипликаторы EBIT затраты на собственный капитал? (См. главу 10.) Другая публичная издательская компания была недавно продана с премией в 72% сверх ее рыночной стоимости. Следует ли рассматривать эту сделку при определении стоимости? (См. главу 10.)

Поскольку Cardinal не является публичной компанией, следует ли вносить скидку за более низкую ликвидность? Поскольку Cardinal имеет миноритарных акционеров, необходима ли премия за контроль или скидка за недостаток контроля? (См. главу 13.)

Может ли покупатель использовать стратегии для уменьшения риска в процессе поглощения? (См. главы 4 и 16.) Каким образом покупатели могут наиболее точно прогнозировать синергетические эффекты? (См. главу 5.)

Могут ли продавцы использовать стратегию для наращивания стоимости? Можно ли эффективно заранее планировать продажу? (См. главы 2 и 4.)

Покупатели и продавцы, вне всякого сомнения, обладают возможностью материально выигрывать через слияния и поглощения. Однако что-

бы создавать стоимость, они должны уметь измерять ее и управлять ею. Этот процесс начинается со способности идентифицировать и измерять факторы, влияющие на стоимость. Наиболее часто это приходится делать в частной компании или подразделении публичной корпорации, для которых не существует рыночных котировок акций. В последующих главах объясняется, как наращивать операционную стоимость частной компании, а также как создавать, измерять и управлять стоимостью в процессе слияний и поглощений.

## 2

---

# Создание стоимости в компании, не имеющей публичного рынка акций

О «стоимости» и «создании стоимости» было написано так много, что эти концепции приобрели множество трактовок. Чтобы достичь максимальной выгоды от решений, связанных с покупкой или продажей, а также в повседневных операциях, когда немедленной продажи не ожидается, покупатели и продавцы должны понимать, как стратегии влияют на стоимость. Для эффективного управления созданием стоимости в закрытых компаниях, сегментах публичных компаний и в компаниях, чьи акции вяло торгуются на публичных рынках, сначала эту стоимость нужно измерить. В свою очередь, это требует аккуратности в определении и измерении прибыли (return), инвестиций (investment) и нормы доходности (rate of return), чтобы можно было точно рассчитывать стоимость и прибыль на инвестированный капитал. Однако для непубличных компаний каждый из этих параметров почти всегда измеряется и сообщается неправильно. В результате их истинные экономические результаты и любой получающийся итог — будь то создание или разрушение стоимости — оказываются не известны. При этом даже инвесторы редко когда осознают, что они дезинформированы. Правильный путь к определению этих параметров начинается с понимания основ оценки и прибыли на инвестированный капитал.