

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



Москва
2004

Издано при содействии M&A Appraisal

Перевод А. Шматова

Научные редакторы Д. Кадыков, М. Чекулаев

Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М.**Э14** Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях/Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. — 332 с.

ISBN 5-9614-0051-4

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. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.

© 2001 by John Wiley and Sons, Inc.
All rights reserved.

© Альпина Паблишер, перевод,
оформление, 2004

© Альпина Бизнес Букс, 2004

Содержание

Предисловие к российскому изданию	11
Предисловие	13
 Глава 1. К победе через слияния и поглощения	17
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
 Глава 2. Создание стоимости в компании, не имеющей публичного рынка акций	31
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

Глава 3. Анализ конкуренции	51
Связь стратегического планирования и создания стоимости	53
Оценка риска конкретной компании	55
Конкурентные факторы, часто встречающиеся в непубличных компаниях	61
Глава 4. Рынок слияний и поглощений и процесс планирования	65
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
Глава 5. Измерение синергетического эффекта	99
Процесс измерения синергии	101
Ключевые переменные параметры в оценке синергий	104
Синергия и планирование на перспективу	106
Глава 6. Подходы и основные принципы оценки	109
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

Глава 7.	Доходный подход: использование ставок и доходов для определения стоимости	131
	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
Глава 8.	Основы затрат на капитал для достоверных оценок	143
	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
Глава 9.	Средневзвешенные затраты на капитал	171
	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

Глава 10.	Рыночный подход: использование компаний-аналогов и стратегических сделок	185
	Метод сделок на рынке слияний и поглощений	186
	Метод публичной компании-аналога	190
	Выбор оценочных мультипликаторов.....	195
	Часто используемые рыночные мультипликаторы	196
Глава 11.	Подход по активам	203
	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
Глава 12.	Корректировка стоимости через внесение премий и скидок	217
	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

Глава 13.	Согласование первоначальных результатов оценки стоимости и определение заключения о стоимости	233
	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
Глава 14.	Искусство сделки	251
	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
Глава 15.	Оценка и управление стоимостью в высокотехнологичных начинающих компаниях	271
	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
Глава 16.	Пример оценки для целей слияний и поглощений	293
	История и условия конкуренции	295
	Потенциальные покупатели	297

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

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

Авторы хотя и поблагодарить всех тех, кто оказал ценную помощь при написании этой книги. В дополнение к Мэгги Хорн (Maggie Horne), Корн Сурано (Cori Surano), Чаку Лэйверти (Chuck Lavery) 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 бо́льшая 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 неведение 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 компаний⁶. 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^{6*}.

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-

⁶ 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.

^{6*} 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 правится 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 отсасживать 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 факторов, 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 занявшись 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 среднесарифметические 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 сосредотачиваться 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

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 беспокоили 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, которого 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, осознаст 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 тот 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.

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.

СТОИМОСТЬ И СОЗДАНИЕ СТОИМОСТИ

Стоимость является выражением ценности чего-либо. Она может быть измерена различными способами. Например, семейная реликвия может иметь большую сентиментальную, но небольшую финансовую стоимость. Данный материал посвящен в основном финансовой стоимости, но признает, что в непубличных компаниях на инвестиционные решения часто влияют нефинансовые или личные соображения. Когда инвесторы принимают решения по личным причинам, их воздействие должно измеряться так, чтобы они осознавали финансовые последствия своих действий.

Чтобы ощущать финансовую выгоду от инвестиции, владелец должен иметь возможность получать свою прибыль или через владение, или через фондовый рынок. Чтобы измерять стоимость и прибыль на инвестированный капитал для сопоставления, мы признаем рыночные условия и денежные единицы, которые снабжают инвестора возможностью передавать права и обеспечивают ликвидность.

Основные принципы оценки и прибыли на инвестированный капитал включают следующие ключевые параметры:

- *Прибыль (return)* представляет собой ожидаемый будущий чистый денежный поток от инвестиции (net cash flow from an investment), что описывается в главе 6. Параметры дохода являются лишь оценками экономических результатов, которые обычно основаны на накопительных методах бухгалтерского учета, а не на фактических поступлениях денег поставщикам капитала. Ретроспективные параметры дохода или денежного потока могут давать понимание истории деятельности компании, но они не применимы к любому текущему инвестиционному решению. Инвесторам следует сосредоточиться исключительно на будущих чистых денежных потоках, поскольку в них заключается единственная финансовая выгода для инвесторов.
- *Инвестиция (investment)* рассчитывается как текущая стоимость (present value) ожидаемых будущих чистых денежных потоков (anticipated future net cash flow), которые описаны выше, дисконтированная на норму прибыли (rate of return) и отражающая их уровень риска. Справедливая рыночная стоимость чаще всего отражает стоимость для финансового покупателя, в то время как инвестиционная стоимость для стратегического покупателя обычно выше. Разумные инвесторы должны иметь представление о размере каждой величины. Альтернативные способы измерения стоимости

инвестиции, такие, как балансовая стоимость или фактические суммы, инвестированные в предшествующие периоды, в данном случае неуместны. Только текущая стоимость может влиять на существующее богатство инвестора — через решение держать либо продать инвестицию.

- *Risk (risk)* измеряет неопределенность получения ожидаемых в будущем чистых денежных потоков. Без учета риска каждый доллар будущей прибыли независимо от того, насколько спекулятивной она является, был бы одинаково привлекателен. Таким образом, риск является обязательной переменной, используемой для измерения справедливой рыночной стоимости и инвестиционной стоимости будущих денежных потоков. Измерение риска или необходимой нормы доходности для непубличной компании требует проницательности и компетентности. Однако риск может быть достоверно измерен, что объясняется в главах 7–9.

МОДЕЛЬ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ

Путь к пониманию создания стоимости в компаниях, не имеющих публичного рынка акций, начинается с понимания модели публичной компании. Эта модель оценивает поступления будущих чистых денежных потоков и показывает стоимость через рыночные котировки акций, которые отражают восприятие инвестором относительного уровня риска компании.

Создаваемая стоимость и доход на инвестированный капитал — достаточно ясные концепции при инвестициях в обыкновенные акции публичных корпораций. Инвесторы ожидают будущих денежных поступлений (чистых денежных потоков), которые они получают в виде выплаты дивидендов и положительной разницы в цене при продаже акций. Повышение курса акций есть функция ожидаемых денежных поступлений в последующих периодах, а также ожидаемого роста этих поступлений. Таким образом, стоимость обыкновенной акции публичной компании в конечном счете может быть сведена к дивидендным выплатам и ожидаемому росту этих денежных поступлений, отражаемому в повышении рыночного курса акций.

Эта теория оценки обыкновенных акций, основанная на ожидаемых денежных поступлениях, широко распространена. Однако многие инвестиционные решения принимаются на основе неадекватных инвестиционных или ценовых данных. Располагая текущей информацией о коти-

ровках акций, существующих для публично торгуемых ценных бумаг, одни инвесторы акцентируют свое внимание на сумме, которую они первоначально вложили в ценную бумагу, в то время как другие сосредоточены на ее текущей стоимости. Правильным выбором является последний вариант. На бухгалтерском языке первоначальные инвестиции определяются как «невозвратные издержки» (sunk cost). Они не имеют отношения к сегодняшнему решению инвестора, поскольку это не будущий доход и они не могут быть изменены в результате выбора каких-либо альтернатив, доступных инвестору. Текущая же стоимость ценной бумаги имеет непосредственное отношение к делу, так как представляет собой сегодняшний выбор инвестора среди альтернативных инвестиций. Инвесторы должны сосредотачиваться на этой стоимости, поскольку решение держать акцию является решением не инвестировать эту текущую стоимость каким-либо иным способом.

Количественно риск определяется, когда прибыль правильно идентифицируется как чистый денежный поток и внимание обращается на текущую, а не на историческую стоимость. Различные уровни риска отражаются в соотношении рыночного курса акции и ожидаемого от нее дохода. Более рискованные инвестиции должны генерировать повышенные нормы доходности, когда инвесторы для достижения своих инвестиционных целей совершают выбор из общей совокупности вариантов соотношений между потенциальным риском и прибылью. Имея легко доступные ежедневные цены фондового рынка и периодически публикуемые показатели, демонстрирующие качество работы компании, инвесторы, сосредоточенные на публично торгуемых акциях, изучают их текущую стоимость и будущие денежные потоки.

Здесь в анализ включаются показатели прошлых прибылей компании. Коэффициент цена/прибыль (price-to-earnings multiple, P/E), на который обычно ссылаются, сравнивает текущую цену акции с прибылью прошлого периода. Но инвесторы все более и более признают, что будущие обстоятельства могут отличаться от тех, что были в прошлом. Это наиболее очевидно проявляется в том, каким образом средства информации в настоящее время раскрывают сведения о прибылях компаний. Объявленная прибыль публичной компании обычно сравнивается с ожиданиями рынка, при этом подчеркивается зависимость стоимости от будущего, в то время как исторические данные используются в первую очередь для оценки надежности прогнозов.

Исторические данные о доходности публично торгуемых акций снабжают инвестора реальным пониманием ожиданий соотношения риска и прибыли, а также вытекающих из этого норм доходности, ко-

горых могут ожидать инвесторы. Эта годовая доходность, получаемая инвесторами, основывается на следующих существенных значениях:

- инвестиции, выраженные как исходящий денежный поток на начало периода;
- доход, выраженный как чистый приток денег в течение этого периода.

Используя эти данные, подготавливаемые в ежегодных исследованиях Ibbotson Associates* и описываемые в главе 8, инвесторы могут сравнивать свои ожидания со средними историческими результатами прошлых инвестиций в публично торгуемые ценные бумаги.

Таким образом, модель публичной компании рассчитывает реальную текущую стоимость, основанную на соответствующих ожидаемых будущих поступлениях чистого денежного потока. Причем отношение между ними выражается как мультипликатор или процент, позволяющий измерить риск компании. Эта процедура, помимо всего прочего, позволяет анализировать и сравнивать альтернативные инвестиции. Движение рыночного курса акций отражает реакцию инвесторов на изменения ожидаемого чистого денежного потока компании либо ее риска, либо обоих показателей.

МОДЕЛЬ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ НЕПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ

Секрет правильной оценки и анализа прибыли на инвестированный капитал для компаний, чьи акции не торгуются на публичном рынке, включая подразделения публичных компаний и тех компаний, бумаги которых торгуются с низкой активностью, состоит в адаптации модели инвестирования в публично обращающуюся ценную бумагу к уникальным характеристикам непубличной компании.

Инвестиции в непубличную компанию редко оцениваются должным образом по нескольким причинам:

- Собственники капитала редко знают свою истинную наличную прибыль. Традиционный бухгалтерский подход к измерению прибыли компании редко является точной мерой прибыли акционера на инвестированный капитал. Во-первых, препятствие точной оценки

* Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation® Valuation Edition 2001 Yearbook* (Chicago: Ibbotson Associates, 2001).

возникает в результате того, что сообщаемые данные о доходах обычно подвергаются манипуляциям в интересах налогового планирования или в иных целях распределения дохода, в результате чего искажаются истинные экономические результаты деятельности компании. Во-вторых, накопительные методы бухгалтерского учета описывают доход, отличающийся от денежного потока. Часто используются альтернативные измерения прибыли, включая прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, EBITDA), прибыль до уплаты процентов и налогов (earnings before interest and taxes, EBIT) и чистый доход до налогообложения (net income before taxes). Все эти показатели не отражают денежной прибыли инвесторов, поскольку налоги и инвестиции в оборотный капитал и основные средства должны быть уплачены прежде, чем деньги окажутся доступными поставщикам капитала. В-третьих, затраты на заемный капитал показываются как расходы по уплате процентов. Но при этом исключаются затраты на собственный капитал, поэтому прибыль компании отражает некоторые, но не все ее затраты на финансирование. В результате собственники капитала остаются в неведении относительно их реальной наличной прибыли.

Обычно используемое бухгалтерское измерение «инвестиций» в большинстве случаев не относится к делу и только вводит в заблуждение. Традиционный анализ прибыли на инвестиционный капитал может рассчитывать инвестиции в закрытый бизнес как сумму, внесенную инвесторами много лет назад. Еще более распространенным является отражение инвестиций по балансовой стоимости (book value) активов или акционерного капитала на основе финансовых отчетов компании, но эти значения редко отражают текущую стоимость. Чтобы преодолеть недостатки этих первых двух методов измерения, инвестиции иногда отражаются по оценочной стоимости материальных активов, принадлежащих бизнесу. Для прибыльной компании в этом случае игнорируется совокупная нематериальная стоимость, способная представлять большую часть стоимости, принадлежащей инвестору. В силу этих причин собственники капитала зачастую применяют ошибочную стоимость своих инвестиций.

Относительная рискованность инвестиций, т.е. неопределенность получения будущих доходов, не измеряется формальными методами. Хотя инвесторы знают, что компании малого и среднего размера могут содержать в себе существенный риск, они зачастую не понимают, как выразить этот риск в соразмерной норме доходности. В результате

собственники капитала редко имеют представление о том, какой должна быть соответствующая норма доходности для их инвестиций.

- Из-за того что ожидаемые прибыли не рассчитываются должным образом, а степень риска практически не определяется, текущая справедливая рыночная стоимость инвестиций, как правило, неизвестна. Хотя такой бизнес или сегмент крупного бизнеса в конечном счете может быть продан стратегическому покупателю, акционеры редко знают стоимость своих инвестиций для потенциальных стратегических покупателей, рассматривающих ожидаемый синергетический эффект. Не зная реальной стоимости компании, поставщики капитала могут упускать хорошие возможности для инвестирования или продажи.

Вышеописанные проблемы могут быть решены, если следовать следующим этапам.

1. Измерьте прибыль. Оцените истинную экономическую прибыль компании, определенную как ее чистый денежный поток на инвестированный капитал (net cash flow to invested capital, NCF_K). Он представляет собой чистый денежный поток, остающийся в распоряжении поставщиков заемного и собственного капитала после того, как удовлетворяются все внутренние потребности компании, включая налоги, а также финансирование оборотного капитала и капиталовложений. Корректировки, вводимые для этого расчета, описываются в главе 6. Чтобы рассчитать достоверные значения, изучите исторические результаты работы компании, идентифицируя, как будущие условия могут отличаться от тех, что были в прошлом. Внеоперационные или неповторяющиеся доходы или расходы, такие, как издержки, связанные с переездом, или прибыль от продажи активов, не должны учитываться, если они не связаны с продолжающейся основной деятельностью. Аналогично должны быть откорректированы до рыночных уровней манипуляции с доходом, цель которых — минимизировать подоходные налоги, такие, как выплаты компенсации сверх рыночной цены или арендная плата за недвижимое имущество, используемое компанией и принадлежащее акционерам.

В результате выявляются ожидаемые чистые денежные потоки, которые текущие поставщики капитала могут выводить из компании после того, как профинансируют все потребности бизнеса. Темп роста денежного потока является главным фактором стоимости почти в каждой компании.

Что рассчитывают эти три этапа — стоимость собственного капитала или стоимость заемного и собственного капитала?

Хороший вопрос. Модель публичной компании, описанная ранее, рассчитывает затраты на собственный капитал, т.е. цену акций. Три этапа модели создания стоимости в непубличной компании рассчитывают стоимость заемного и собственного капитала. Это делается потому, что мы хотим знать, сколько стоит вся компания независимо от того, как она финансируется. В главе 6 разъясняются эти различия.

Чтобы оценить инвестиционную стоимость компании для стратегического покупателя, пересчитайте денежный поток таким образом, чтобы отразить все синергетические и интегрируемые выгоды, включая повышение доходов и сокращение расходов. Эти выгоды представлены и проанализированы в главе 5.

2. Измерьте риск. Поскольку каждая инвестиция несет свой уникальный уровень неопределенности, этот риск должен быть оценен и измерен, чтобы можно было определить его воздействие на стоимость. В качестве измерителя риска выступает требуемая норма доходности или средневзвешенные затраты на капитал (weighted average cost of capital, WACC). Процедуры, более подробно описанные в главах 8 и 9, оценивают нормы, являющиеся подходящими для расчета как справедливой рыночной стоимости компании, так и ее инвестиционной стоимости. Получающиеся в результате значения отражают, как изменились бы наличные прибыли и профиль риска компании, если бы она была поглощена, став сегментом более крупной компании.

Требуемая норма доходности компании отражает риск или вероятность того, что в будущих периодах будут получены чистые денежные потоки согласно сделанной оценке. Этот риск обычно существенно уменьшается, когда компания приобретает более крупным покупателем, и это снижение риска увеличивает стоимость за счет применения более низкой нормы доходности.

3. Измерьте стоимость. Используя оценочный NCF_k из этапа 1 и WACC из этапа 2, оцените текущую стоимость компании, которая представляет собой текущую стоимость ее прогнозируемых будущих денежных пото-

Означает ли рост автоматическое создание стоимости?

Многие акционеры и руководители корпораций с удивлением узнают, что стоимость не создается автоматически в случае роста доходов или активов компании. Увеличение размера не обязательно ведет к увеличению денежных доходов или снижению риска. Даже прибыльный рост обычно требует инвестиций денежных средств в оборотный капитал и основные средства, а ведь и то, и другое уменьшает ожидаемый чистый денежный поток компании. Следовательно, рост увеличивает стоимость только в том случае, если он уменьшает риск или создает положительные чистые денежные потоки, причем с учетом необходимых реинвестиций капитала.

ков с поправкой на риск, как это объясняется в главе 7. Этот процесс должен быть выполнен дважды: сначала для расчета справедливой рыночной стоимости и во второй раз — чтобы рассчитать инвестиционную стоимость. Когда существует несколько вероятных покупателей, должна быть оценена инвестиционная стоимость для каждого из них с учетом различий в рисках и доходах каждого.

Полученные результаты представляют справедливую рыночную стоимость компании как автономного бизнеса и одну или более инвестиционных стоимостей для стратегических покупателей. Все стоимости показываются как обоснованные текущие величины, учитывающие рыночные риски и ожидаемые поступления чистых денежных потоков в пользу собственников капитала.

Для проверки справедливости и точности этих оценок стоимости могут использоваться различные рыночные мультипликаторы результатов деятельности, вроде широко известного коэффициента Р/Е. Это делается путем применения рыночного подхода, который объясняется в главе 10. Рыночный подход основывает стоимость на цене, уплачиваемой за сходные альтернативные инвестиции, причем рыночные мультипликаторы можно использовать для проверки и справедливой рыночной стоимости, и стратегической стоимости.

Обратите внимание, как близко эти три этапа подходят к модели инвестиций в публично обращающуюся ценную бумагу. При оценке инвестиций в публичные ценные бумаги сначала рассматривается ожидаемая прибыль на инвестиции (чистые денежные потоки в форме дивидендов или повышения цены акций). Затем изучаются рыночные риски — во всей экономике, конкретной отрасли и в самой компании — с целью

оценки вероятности получения денежных потоков в будущем. Затем полученные переменные показатели прибыли и нормы доходности объединяются, чтобы определить соответствующую цену, которая и есть стоимость этой ценной бумаги.

Когда инвесторы в акции публичных компаний становятся свидетелями событий, являющихся факторами конкуренции и способных повлиять на ожидаемые доходы или профиль риска компании, они могут в ответ на это покупать или продавать акции, изменяя тем самым их рыночную цену. Этот процесс показывает, как воздействуют на котировки акций ожидаемые изменения в поступлении чистых денежных потоков и норме доходности. Изменение конкурентоспособности непубличной компании также влияет на ее денежный поток и профиль риска, а в конечном счете и на ее стоимость. Инвесторы должны понимать эти факторы, анализировать их воздействие на стоимость и перестраивать стратегию компании, основываясь на этих новых конкурентных обстоятельствах.

ИЗМЕРЕНИЕ СОЗДАВАЕМОЙ СТОИМОСТИ

Мы ясно идентифицировали два ключевых параметра измерения стоимости — прибыль и норму доходности. Концептуально создание стоимости теперь становится очевидным и принципиально простым: следуйте стратегиям, которые повышают прибыль, уменьшают риск или делают и то, и другое. Применять это на практике труднее, но, чтобы добиваться эффективного создания стоимости, эту теоретическую цель необходимо понять.

Поскольку стоимость может быть рассчитана как текущая стоимость будущих прибылей, дисконтированных по ставке, отражающей уровень риска, математика модели оценки (описанная в главе 7) показывается в примере 2-1.

Если предположить, что прибыль в этой формуле каждый год представляет собой *постоянную* сумму, расчет дисконтирования за несколько периодов в этом примере может быть сведен до расчета капитализации, демонстрируемого в примере 2-2. Эта формула также разбирается в главе 7.

Рассмотрим следующий пример создания стоимости через увеличение чистого денежного потока компании на инвестированный капитал. Некая условная Компания, которая пять лет назад получила первоначальные инвестиции капитала в размере 10 млн. долл., в своем балансовом отчете в конце прошлого года отражала инвестированный капитал по балансовой стоимости в размере 15 млн. долл. Материальные активы

Пример 2-1.

Метод оценки с помощью
дисконтирования

$$V = \frac{r_1}{(1+d)} + \frac{r_2}{(1+d)^2} + \dots + \frac{r_n}{(1+d)^n}$$

где:

V = стоимость;

r = прибыль;

d = ставка дисконтирования;

n = последний год прогноза, который уходит в бесконечность

Пример 2-2.

Метод оценки с помощью
капитализации

$$V = \frac{r}{d}$$

Компании оценивались по состоянию на эту дату как имеющие совокупную стоимость в 18 млн. долл. Основываясь на изучении исторических финансовых отчетов компании за последние годы и оценке ее будущих результатов, получаем, что ее NCF_{ic} на следующий год ожидается в размере 5 млн. долл. Приняв, что средневзвешенные затраты на капитал Компании составляют 15% и никаких существенных изменений в поступлениях чистого денежного потока Компании не ожидается, в примере 2-3 рассчитываем ее текущую справедливую рыночную стоимость.

В первую очередь обратите внимание, что эта стоимость превышает первоначальные инвестиции в размере 10 млн. долл., балансовую стоимость — 15 млн. долл. и оценочную стоимость материальных активов — 18 млн. долл. Таким образом, реальной стоимостью для инвестора является текущая стоимость будущих доходов, которая отражает текущую финансовую выгоду, обеспеченную осуществленными инвестициями. При этом полученная стоимость в размере 33,3 млн. долл. отражает ожидания того, что в будущие годы будут получены только текущие 5 млн. долл. чистого денежного потока.

Чтобы обеспечивать рост, руководство предлагает продвинуть новую линию продуктов, которая, как ожидается, увеличит NSF_k на 200 тыс. долл. в первый год, на 300 тыс. долл. во второй, на 400 тыс. долл. в третий год и на 500 тыс. долл. в четвертый, после чего увеличенный объем должен оставаться постоянным. Эта возросшая прибыль представляет собой чистый денежный поток, оказывающийся в распоряжении поставщиков капитала после оплаты всех расходов и финансирования оборотного капитала, а также после удовлетворения потребности в капитальных затратах. В примере 2–4 показано увеличение стоимости, созданное новой линией продуктов, при условии, что предполагаемые затраты на капитал компании вновь составят 15%.

Увеличенная стоимость, рассчитанная в примере 2–4, образуется каждый год, поскольку новый продукт создает повторяющееся ежегодное увеличение NSF_k . Этот ежегодный доход капитализируется, определяя стоимость, создаваемую в прогнозируемом периоде, и эти суммы затем дисконтируются к их текущей стоимости. Таким образом, растущий NSF_{15} увеличивает стоимость для поставщиков капитала.

Сокращение риска компании также способствует увеличению стоимости. Например, предположим, что наша Компания не может добавить новую линию продуктов, которую мы только что описали. Вместо этого она добавит линию иной продукции, требующую первоначальных инвестиций в размере 1 млн. долл., но не производящую никакого дополнительного денежного потока. Однако это сместит продажи на новую клиентскую базу, создаст географическую диверсификацию и уменьшит чрезмерную зависимость Компании от единственного клиента. По оценке менеджмента, это снизит риск Компании, а также ее затраты на капитал с 15 до 14%, о чем мы подробнее поговорим позднее, в главах 8 и 9. Получившееся в итоге воздействие на стоимость показано в примере 2–5.

Повышение стоимости, рассчитанной в примере 2–5, сверх суммы, первоначально определенной в примере 2–3, происходит потому, что 5 млн. долл. NSF_k капитализированы по ставке 14%, а не 15%. Эта более низкая ставка отражает снизившийся риск Компании, демонстрируя восприятие рынком более высокой вероятности достижения ожидаемой в будущем прибыли. Увеличение стоимости также отражает расход капитала в размере 1 млн. долл., необходимый для добавления новой линии продукции. Таким образом, снизившийся риск увеличивает стоимость для поставщиков капитала.

Пример 2-3.

Расчет текущей стоимости через
капитализацию

$$\$33\,333\,333 = \frac{\$5\,000\,000}{15\%}$$

Пример 2-4.

Расчет создаваемой стоимости через
капитализацию возросшей прибыли

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4
Увеличение чистого денежного потока на инвестированный капитал (NCF_{ic})	\$200 000	\$300 000	\$400 000	\$500 000
Капитализированная стоимость возрастающего чистого денежного потока ($\frac{NCF_{ic}}{d}$)	\$1 333 333	\$2 000 000	\$2 666 667	\$3 333 333
Текущая стоимость при 15%-ной ставке дисконта ($\frac{NCF_{ic}}{d} \cdot \frac{1}{(1+d)^{n-1}}$)	\$1 333 333	\$1 739 130	\$2 016 383	\$2 191 721
Совокупная созданная стоимость	\$1 333 333	\$3 072 463	\$5 088 846	\$7 280 567
Первоначальная стоимость				\$33 333 333
Итоговая стоимость				\$40 613 900

АНАЛИЗ СТРАТЕГИЙ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ

Исторические результаты и будущий потенциал создания стоимости компании могут отслеживаться с помощью использования инструмента, анализирующего прибыль на инвестированный капитал, под названием модель Дюпона или Дюпон-анализ (DuPont analysis). Разработанный специалистами из компании DuPont около столетия назад для отслеживания эффективности деятельности этой компании в ее разнообразных инвестициях, этот анализ рассматривает маржу прибыли и оборачиваемость активов как компоненты доходности активов.

Пример 2–5.

Расчет создаваемой стоимости
путем снижения затрат на капитал

$$\$35\,714\,286 = \frac{\$5\,000\,000}{14\%}$$

Капитализированная стоимость	\$35 714 286
Минус: общая стоимость капитальных вложений	–\$1 000 000
Общая стоимость	\$34 714 286
Минус: первоначальная стоимость (пример 2–3)	–\$33 333 333
Общая созданная стоимость	\$1 380 953

Формула модели Дюпона включает бухгалтерские измерения «прибыли» и «инвестиций», в данном изложении критикуемые как потенциально вводящие в заблуждение. Она использует бухгалтерские измерения дохода и инвестиций по балансовой стоимости, способной исказить результаты деятельности и стоимость. Однако при надлежащих корректировках и осторожной интерпретации Дюпон-анализ может помочь идентифицировать и измерить факторы стоимости и в конечном счете разработать стратегии, способствующие увеличению прибыли на инвестиции и созданию стоимости.

Дюпон-анализ идентифицирует составные части маржи прибыли (profit margin) и оборачиваемости активов (asset turnover), которые управляют прибылью на чистые операционные (участвующие в основной деятельности) активы (net operating assets) в уравнении, показанном в примере 2–6.

Маржа прибыли (profit margin), известная также как прибыль от продаж (return on sales), измеряет маржу прибыли на один доллар продаж, сравнивая размер дохода с выручкой. Как ранее говорилось, для целей этого анализа должны быть исключены внеоперационные (не связанные с основной деятельностью) и неповторяющиеся статьи доходов и расходов. Затраты на выплату процентов, чистые льготы по подоходному налогу должны быть снова добавлены к доходу, чтобы предотвратить влияние затрат финансирования на анализ операционных результатов. В итоге получается нормализованный чистый доход компании после налогообложения, но до учета затрат на финансирование, известный как чистый доход

Пример 2–6.

Модель Дюпона

Маржа прибыли		Оборачиваемость чистых операционных активов	Прибыль на чистые операционные активы	
$\frac{\text{Чистый доход на ИС}}{\text{Продажи}}$		$\times \frac{\text{Продажи}}{\text{Чистые операционные активы}}$	$= \frac{\text{Чистый доход на ИС}}{\text{Чистые операционные активы}}$	

Пример 2–7.

Факторы стоимости,
влияющие на маржу прибыли

Факторы стоимости	Счета отчета о доходах
Рынки Клиенты Политика рекламы и маркетинга Объемы Ценообразование	Продажи
Производственные мощности Эффективность производства Разработка продукции Ассортимент и стоимость сырья и материалов Затраты на оплату труда Накладные расходы и утилизация	Себестоимость реализованных товаров
Затраты и эффективность складирования и распределения Затраты на маркетинг, рекламу и продажи Общая административная политика и управленческие расходы	Операционные расходы
Атрибуты Стратегии Ставки	Налоги на доходы

Может ли существенно изменяться профиль риска компании и можно ли это изменение достоверно измерить?

Процедуры для расчета норм доходности представлены в главах 8 и 9. Хотя они и включают в себя элементы оценочных суждений и отражают восприятие ожидаемого будущего риска, процесс количественного определения норм доходности может быть надежен и точен, особенно для устоявшегося бизнеса. Рынок средних компаний, т.е. компаний с объемами продаж в диапазоне от 10 млн. до нескольких сотен миллионов долларов, отличается меньшей стабильностью по сравнению с крупными публичными компаниями. Следовательно, рыночная цена этих компаний гораздо более изменчива. Например, как объясняется далее в главе 8, волатильность цены 10% самых мелких компаний из числа торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже приблизительно на 50% выше, чем у 10% самых крупных компаний. Поэтому профиль риска компаний среднего рынка может значительно изменяться. Доступная информация и существующие методики позволяют измерять и определять воздействие этих изменений на стоимость акций.

(net income) на инвестированный капитал (invested capital) — И/С. Стратегии повышения рентабельности предполагают увеличение доходов или уменьшение расходов. Поиски путей достижения этих целей должны направлять менеджмент на анализ факторов, влияющих на маржу прибыли, как показано в примере 2–7.

При оценке каждой из этих функциональных областей с целью повышения рентабельности руководство должно опираться на стратегический план компании, анализируя сильные и слабые стороны, возможности и угрозы (strengths, weaknesses, opportunities, and threats, SWOT), описанные далее в главе 3. SWOT-анализ должен помогать как идентифицировать, так и оценивать вероятность повышения рентабельности посредством внесения изменений в любую из этих функциональных областей.

Большинство менеджеров и акционеров могут ясно видеть взаимосвязь между ростом выручки или сдерживанием расходов и рентабельностью, а также каким образом это может способствовать созданию стоимости. Гораздо меньше людей видят важность эффективности использования активов, известную как *оборачиваемость активов* (asset turnover). Этот компонент рассматривает используемый капитал относительно до-

стигнутого объема продаж. Повышения здесь можно достичь через стратегии, которые увеличивают выручку в большей степени, чем при этом увеличиваются активы, либо уменьшают активы в большей пропорции, чем снижается выручка. Этой концептуальной цели затем можно добиться через усовершенствования в управлении основными элементами активов, измеряемыми показателями периода оборота дебиторской задолженности, оборачиваемости товарных запасов и оборачиваемости основного капитала. Первичные факторы и функции, составляющие общую стоимость активов, представлены в примере 2–8.

При оценке каждого из этих действий по повышению эффективности использования активов менеджменту следует вновь возвратиться к SWOT-анализу, чтобы определить вероятность улучшения результатов вследствие этой деятельности, а также с учетом внутренних возможностей компании и окружающей ее среды.

В традиционном Дюпон-анализе маржа прибыли, измеренная в процентах, умножается на оборачиваемость активов, выраженную числом оборотов, что позволяет выяснить доходность активов (return on assets). Этой форме доходности, выраженной в процентах, здесь будет уделяться меньшее внимание, чем в традиционном анализе, поскольку она опирается на бухгалтерские представления о «прибыли» и «инвестициях». В данном случае, так как мы сосредоточиваемся на стоимости для акционеров, текущие и предполагаемые стратегии повышения маржи прибыли и оборачиваемости активов должны анализироваться с целью определения их воздействия на риск и чистый денежный поток. Чистый денежный поток определяется объемом продаж, операционной маржой, ставками налогов и потребностями инвестирования в оборотный капитал и основные средства. Риск отражается в SWOT-анализе и конкурентной позиции компании с учетом ее стратегических преимуществ и недостатков. Риск, в конечном итоге, измеряется через средневзвешенные затраты на капитал, отражающие учитывающие риск издержки привлечения заемного и собственного капитала компании и относительную величину каждого используемого источника финансирования. Компоненты этого анализа создания стоимости обобщены в примере 2–9. Анализ конкуренции, поддерживающий WACC, представлен в главе 3, а методические приемы для измерения WACC объясняются в главе 9.

В примере 2–9 движение слева направо можно обобщить следующим образом:

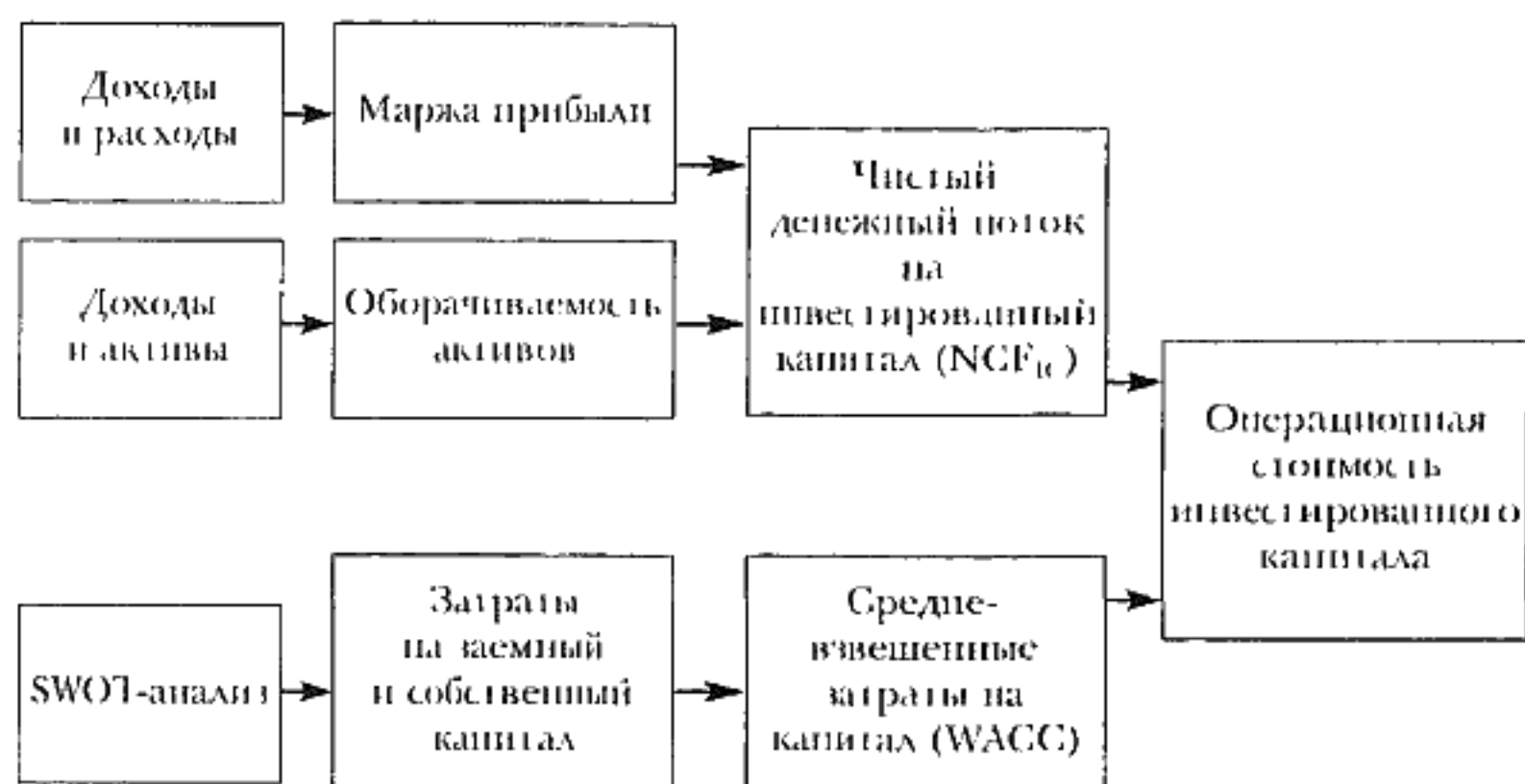
- Доходы за вычетом расходов дают маржу прибыли для каждого доллара объема продаж.

Пример 2-8.

Факторы стоимости, влияющие
на оборачиваемость активов

Факторы стоимости	Статьи баланса
Клиентская база Отраслевая практика Кредитная политика Процедуры сбора дебиторской задолженности Скидки и списания Риск потери по займу	Дебиторская задолженность и период сбора
Возможности поставщиков Сравнение затрат на закупку, обработку и перевозку Риски, связанные с лояльностью клиентов и истощением запасов Производственные потребности Возможности распределения (продукции) Угроза устаревания	Складские запасы и оборачиваемость
База поставщиков и покупательная способность Отраслевая практика Политика погашения обязательств Объем денежного потока Скидки и списания Доступность кредита	Кредиторская задолженность, начисленная задолженность и период уплаты
Текущая и прогнозируемая производительность Эффективность производства и планирования Эффективность складирования и распределения Ограничения в капитале Производительность и надежность поставщиков Выбор между производством и покупкой (товаров)	Основные фонды и оборачиваемость

Пример 2–9. Составляющие процесса создания стоимости



- Доходы в сравнении с активами отражают достигнутый объем продаж в сопоставлении с использованными ресурсами, позволяя увидеть эффективность использования активов.
- Маржа и оборачиваемость, объединяясь, приводят к $NCF_{И}$, который представляет собой денежный доход собственников (поставщиков) заемного и собственного капитала.
- SWOT-анализ рассматривает внешнюю окружающую среду компании, а также ее внутренние возможности.
- Затраты на заемный и собственный капитал компании определяются ее внешней окружающей средой и внутренними возможностями.
- Поступления чистого денежного потока компании для поставщиков заемного и собственного капитала дисконтируются или капитализируются по WACC, которая представляет собой совокупные затраты на заемный и собственный капитал, позволяя получить операционную стоимость компании.

После того как эта информация о бизнесе собрана и организована, ключом к созданию стоимости становится идентификация тех стратегий, которые наиболее эффективно увеличивают чистый денежный поток или снижают риск. В этом процессе менеджеры часто испытывают соблазн склониться в сторону стратегий, вызывающих рост продаж или

Что представляют эти концепции создания стоимости по сравнению со стратегиями, обычно определяемыми понятием «экономическая добавленная стоимость»?

Они весьма похожи. Хотя некоторые варианты применения экономической добавленной стоимости используют корректировки, поправки и методологии, ориентированные на институт собственности, концептуальные цели всегда состоят в применении стратегий, которые:

- увеличивают чистый денежный поток через некую комбинацию, обеспечивающую рост доходов, уменьшение расходов и более эффективное использование активов;
- снижают риск компании, связанный с получением доходов, уменьшая тем самым ее затраты на капитал.

активов, не рассматривая при этом воздействия на чистый денежный поток. Эти стратегии роста также часто увеличивают профиль риска компании, поскольку они двигают ее в сторону от основного бизнеса или на новые и менее знакомые рынки. Поэтому каждая стратегия должна быть измерена с точки зрения ее последствий для денежного потока и риска, в то время как менеджмент тщательно оценивает способность компании применить эту стратегию с учетом ее конкурентоспособности.

Создание стоимости в компании, акции которой не торгуются публично, теперь должно быть интуитивно понятным. Для этого применяется модель публичной компании, но требуется повышенное внимание менеджмента и тщательность измерения в условиях отсутствия общепринятых рыночных котировок фондового рынка. Ключом здесь является использование стратегий, создающих денежный поток и демонстрирующих самую высокую вероятность успеха. Достижение этих целей требует понимания и постоянного внимания к основным принципам оценки риска и прибыли, которые были описаны выше. Чтобы начать этот процесс, мы далее в подробностях рассмотрим, как анализировать стратегическую позицию компании в целях оценки и измерения риска.

Анализ конкуренции

Мы установили, что стоимость компании определяется ее ожидаемым чистым денежным потоком и относительным уровнем риска. Чтобы измерять стоимость и управлять процессом ее создания, мы должны точно оценить конкурентную среду, в которой работает компания. Осуществление этого включает анализ внешних и внутренних условий, оказывающих влияние на результаты деятельности. Многие компании обычно проделывают эти шаги, выполняя ежегодное стратегическое планирование. Но при этом большинство непубличных экономических субъектов не связывают результаты своих стратегических планов с высшей целью — созданием стоимости для акционеров. Будь то оценка компании для целей слияния и поглощения, повышения эффективности или с любой другой целью — анализ конкуренции является обязательным шагом.

Многие рассматривают оценку в первую очередь как финансовый расчет. Они анализируют исторические финансовые результаты, текущую позицию и денежный поток, рассчитывают финансовые показатели, сравнивая их со среднеотраслевыми значениями. Основываясь на этой информации, они составляют таблицы, прогнозирующие будущие результаты. Вооруженные этими данными, они рассчитывают стоимость компании и часто чувствуют уверенность в своей оценке.

Этот процесс упускает из виду серьезную слабость финансовых отчетов: они отражают *результаты* финансовой деятельности компании, а не

Проверьте себя на факторы риска и стоимости

Компании во многих отраслях промышленности оцениваются на основе мультипликаторов прибыли, денежного потока или выручки. Ключевой момент, о котором следует помнить, — это зависимость приемлемого для целевой компании мультипликатора от ее сильных и слабых сторон. Для выработки хороших навыков в проведении оценки требуется интуиция при выявлении факторов, которые могут влиять на движение значений этих мультипликаторов вверх или вниз. Проверьте себя с позиций покупателя и продавца, оценив: могут ли нижеследующие 20 факторов в целом увеличивать или снижать стоимость компании и итоговый мультипликатор. Ответы даны в абзаце, который следует за списком.

1. Наличие сильной торговой марки или лояльность клиентской базы.
2. Продажи сконцентрированы на нескольких ключевых клиентах.
3. Работает на заводских мощностях в хорошем состоянии.
4. Работает в небольшой отрасли с ограниченной клиентской базой.
5. Генерирует высокий стабильный чистый денежный поток для акционеров.
6. Финансовые отчеты компилированы или пересмотрены, а не подвергнуты аудиторской проверке.
7. Обладает конкурентоспособными преимуществами, такими, как технологии, географическое положение или эксклюзивный ассортимент продукции.
8. Работает с недостаточным оборотным капиталом и в целом — в условиях ограниченных финансовых возможностей.
9. В целом благоприятные будущие экономические и отраслевые условия.
10. Работает с ограниченным менеджментом, от которого компания сильно зависит.
11. Продает разнообразную номенклатуру продуктов клиентам, расположенным на широких географических рынках.
12. Продает продукты класса биржевых товаров, обладающие небольшим отклонением от аналогичных у конкурентов.
13. Работает в большой, быстро растущей отрасли.
14. В отрасли существуют значительные избыточные производственные мощности.
15. Высокие барьеры в отрасли препятствуют приходу новых конкурентов.

16. Постоянная угроза, представленная продуктами-заместителями и моральным устареванием.
17. Обладает сильными позициями в отраслевой нише.
18. Продает продукты через брокеров, что создает ограниченное знание о конечных пользователях продукта или затрудняет контакт с ними.
19. Является или наиболее эффективно работающим дешевым производителем, или высококачественным производителем, или и то и другое.
20. Имели место судебные разбирательства с клиентами, поставщиками и служащими.

Когда акции компаний определенной отрасли продаются, например, по ценам, превышающим некоторый уровень доходности в четыре–восемь раз, этот диапазон допускает значительные колебания стоимости. Факторы риска и стоимости, идущие в вышеприведенном списке под нечетными номерами, как правило, перемещают компанию к верхней границе диапазона мультипликатора. В то же время пункты, идущие под четными номерами, как правило, создают негативный эффект, обеспечивая более низкий мультипликатор. Значение этих факторов у различных компаний варьируется, и оценка должна субъективно взвешивать каждый из них. Наконец, при оценке фактора помните: он может существовать в оценке компании при восприятии ее как независимой единицы, но данный фактор способен нейтрализоваться в результате поглощения, создавая тем самым выгоду от синергетического эффекта.

причины. Успех компании, как правило, зависит от ее способности производить продукты или услуги эффективно, соответствующего количества и качества, своевременно и по разумной стоимости, а также находить рынки сбыта, продавать и распределять продукты и услуги рационально и по достаточно привлекательной цене. При этом успех зависит от многочисленных внешних и внутренних факторов, которые должны быть взвешены, как часть процесса оценки. В этой главе объясняется, как проводить анализ конкуренции с целью определения стратегической позиции и способности компании конкурировать на своем рынке с другими такими же компаниями.

СВЯЗЬ СТРАТЕГИЧЕСКОГО ПЛАНИРОВАНИЯ И СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ

Компании занимаются ежегодным стратегическим планированием, чтобы определить цель и направление развития бизнеса. В первый год пла-

ширования компания формулирует миссию, которая в дополнение к определению цели компании помогает ее менеджменту и работникам идентифицировать ключевые группы, обычно связанные с акционерами, перед которыми компания отчитывается за долгосрочный успех. Типовая декларация миссии может звучать примерно так:

Наша миссия состоит в том, чтобы производить для наших *клиентов* продукты и услуги самого высокого качества, создавая при этом максимально возможную прибыль на инвестиции для наших *акционеров*, обеспечивая безопасную, продуктивную рабочую окружающую среду для наших *работников* и действуя как конструктивный корпоративный гражданин нашего *общества*.

Декларация миссии имеет намеренно общий характер и, как видно из примера, может подойти практически любому коммерческому экономическому субъекту. Менеджмент и работники могут пересматривать ее ежегодно, концентрируясь на том, почему именно существует компания и кому она должна служить, чтобы преуспевать в долгосрочной перспективе.

На основе этого общего для всей компании заявления о целях разрабатывается ежегодный стратегический план компании. Он начинается с определения широких долгосрочных целей, устанавливаемых советом директоров и топ-менеджментом. Отгалкиваясь от общего направления, процесс планирования развивается по всей организационной структуре, причем каждое бизнес-подразделение формулирует промежуточные и краткосрочные цели и готовит планы, которые должны быть совместимы с долгосрочными корпоративными целями, установленными советом директоров. Они вносятся, оцениваются, повторно вносятся и в конечном счете одобряются в процессе, который должен придать компании направление и обеспечить согласованность на всех уровнях управления. Для каждого сегментированного уровня планы имеют бюджеты, определяющие на финансовом языке, каким образом будут достигаться цели, задачи и намеченные показатели.

На всех уровнях процесса планирования обязательный шаг — это проведение анализа на предмет конкуренции. Этот анализ обычно выполняется путем оценки внешней среды компании и внутренних возможностей с целью идентификации всех существующих сильных и слабых сторон, а также существующих возможностей и угроз (SWOT-анализ). Внешний анализ исследует те факторы вне компании, которые будут влиять на ее производительность и конкурентоспособность, включая общеэкономические и отраслевые обстоятельства. Внутренний анализ рассматривает воз-

возможности компании, в том числе ее производственные мощности и эффективность, маркетинг, продажи и дистрибуцию, технологические мощности, а также глубину, качество и пригодность менеджмента и работников. SWOT-анализ пытается определить конкурентную окружающую среду, в которой работает компания, чтобы выработать оптимальную стратегию для достижения успеха, учитывая существующие обстоятельства. Иными словами SWOT-анализ позволяет менеджменту формулировать стратегию, основываясь на существующих в отрасли условиях и возможностях компании в сопоставлении с ее конкурентами.

Готовя анализ конкуренции для целей оценки, следует выполнять все тот же SWOT-анализ. Он идентифицирует и оценивает, как работает компания, как она взаимодействует с окружающей средой, в какой степени зависит от своих поставщиков и клиентов, каковы ее результаты относительно конкурентов. Из всего этого мы делаем вывод, насколько рискованна компания в сравнении с ее конкурентами и с учетом отраслевых и общеэкономических условий, в которых она работает. По мере углубления анализа конкуренции мы выделяем *причины*, стоящие за *результатами*, отраженными в финансовых отчетах компании. Иными словами, мы определяем, *почему* компания добилась достигнутых результатов в условиях окружающей ее конкурентной среды. И поскольку инвестиции всегда устремлены в будущее, анализ конкуренции, в конечном счете, используется для оценки *ожидаемых* результатов работы компании. В то время как ретроспективные данные дают сведения о состоявшихся достижениях, стоимость — это прежде всего функция будущего.

Факторы, идентифицируемые в анализе конкуренции, часто называются *факторами стоимости* (*value drivers*) и *риска* (*risk drivers*). Факторы *риска* вызывают неуверенность в компании. Факторы *стоимости* отражают сильные стороны компании, позволяющие ей одновременно минимизировать риск и максимизировать поступления чистого денежного потока. В своей совокупности идентификация факторов риска и стоимости позволяет установить стратегические преимущества и недостатки компании. Они в итоге находят количественное выражение в ставке дисконтирования, отражающей общий уровень риска компании, а также в прогнозе ожидаемых чистых денежных потоков, учитывающем конкурентоспособность компании.

ОЦЕНКА РИСКА КОНКРЕТНОЙ КОМПАНИИ

Как найти ставку дисконтирования, объясняется в главе 8. Главный элемент этой ставки, вбирающей в себя результаты анализа конкуренции,

известен как несистематический риск, измеряющий специфический риск компании относительно аналогичного риска, свойственного другим сходным компаниям. Несистематический риск в принципе включает оценку на трех уровнях:

1. Общеэкономическом.
2. Отраслевом.
3. Компании.

Анализ конкуренции начинается на уровне окружающей макросреды. Затем он фокусируется на более конкретных аспектах: сначала на уровне отрасли рассматриваемой компании, а затем предпочтительно на уровне субсектора данной отрасли. Закачивается анализ обзором самой компании. Процесс этот в целом имеет форвардный характер, ибо он рассматривает будущие условия, в которых должна работать компания.

Риск окружающей макросреды

Рассмотрение начинается с изучения перспектив условий, в которых будут работать все компании. Исследуемые условия охватывают: политические, регулирующие, социально-экономические, демографические и технологические факторы, но главное внимание уделяется экономическому климату. Конкретные экономические факторы включают в себя общие темпы экономического роста — валовой национальный продукт или валовой внутренний продукт, затем: темпы инфляции, процентные ставки, уровень безработицы и т.п. Обширность этого анализа нередко определяют рынки, охваченные компанией, а также ее клиентская база. Например, компания, обслуживающая общенациональную или международную клиентскую базу, должна учитывать экономический климат на соответствующем уровне, в то же время, если клиентская база по большей части местная, первостепенным становится климат на уровне региона и в локальной местности.

Степень анализа регулирующих, политических, культурных и технологических факторов зависит от степени влияния, оказываемого ими на результаты работы компании. Предприятия, работающие в таких отраслях экономики, как, например, здравоохранение, где влияние регулирования традиционно значимо, требуют глубокого изучения воздействия этих факторов на общую эффективность бизнеса. Аналогичным образом эти вопросы должны рассматриваться в случае ожидания серьезных измене-

ний в регулировании или политике. Технологические изменения также должны исследоваться в пропорции к их ожидаемому воздействию на результаты работы компании. Фирмы, чей рост и успех сильно зависят от технологии или особенно чувствительны к технологическим усовершенствованиям, требуют более скрупулезного анализа этих факторов.

Большинство факторов окружающей макросреды находятся вне непосредственного контроля со стороны компании, но все они должны быть проанализированы с целью оценки их воздействия на результаты ее работы.

Отраслевой анализ

Отраслевой анализ рассматривает общую привлекательность работы в выбранной отрасли, а также относительное положение компании в сравнении с ее отраслевыми конкурентами. Всякий раз, когда это возможно, общее определение отрасли уточняется более конкретно. Например, «здравоохранение» можно сузить до сектора «частные санатории», а затем, в пределах его, — до «услуги по личному уходу и дома престарелых». Подобное деление отраслей может позволить перейти от «общественного питания» к «ресторанам», далее разделить их на «рестораны быстрого питания» и «с полным меню», а затем на те, где подаются спиртные напитки и где нет. Имейте в виду: размер отрасли влияет на способность аналитика выполнять подобную классификацию. Крупные отрасли обычно имеют профессиональные организации, занятые отраслевыми исследованиями на благо своих членов.

Сначала на отраслевом уровне и в конечном счете на уровне компании стратегии должны формулироваться и выполняться таким образом, чтобы направлять компанию к успеху. Цель состоит в использовании стратегических преимуществ компании с одновременным уменьшением последствий существующих у нее недостатков.

Для проведения стратегического анализа разработаны различные методологии и концепции. Вероятно, наиболее известным является метод, описанный в книге Майкла Е. Портера «Стратегия конкуренции»², где представлена концепция анализа конкуренции и структуры в пределах отрасли. В том числе анализ таких аспектов, как барьеры для входа, угроза со стороны новых участников, позиция на рынке, влияние клиентов и поставщиков, а также угроза, которую представляют замещающие продукты или услуги. Портер описывает общие стратегии, включая завоевание лидерства, дифференцирование и фокусирование, которые

² Michael E. Porter, *Competitive Strategy* (New York: The Free Press, 1980).

представляют альтернативные стратегические позиции, доступные для компании в ее отрасли.

Цель отраслевого анализа состоит в идентификации и анализе того, как отраслевые факторы повлияют на способность компании конкурировать. Поскольку этот анализ обращен в будущее, он исследует вероятные результаты работы компании с учетом ее стратегических преимуществ и недостатков. Стратегический анализ должен признавать концепцию «позиционирования», основанного на ассортименте, потребностях, доступе и компромиссах между этими элементами.

Портер развил эту модель во многих последующих работах, включая его классическую статью «Что такое стратегия?»*. В этой статье Портер обсудил «воссоединение со стратегией», следующим образом объясняя необходимость для устоявшихся компаний пересматривать свои стратегии:

Большинство компаний обязаны своим первоначальным успехом уникальной стратегической позиции, включающей в себя определенные компромиссы. Когда-то их деятельность соответствовала этой позиции. Однако влияние времени и потребности роста требовали компромиссов, сначала почти незаметных. Пройдя последовательность поэтапных изменений, каждое из которых казалось в то время разумным, многие устоявшиеся компании поставили под угрозу свою оригинальность, принеся ее в жертву однородности со своими конкурентами. Мы не говорим о компаниях, чья историческая позиция более не является жизнеспособной, — их задача состоит в том, чтобы начать заново, став как бы новым участником рынка. Речь идет о гораздо более распространенном феномене: устоявшаяся компания, приносящая посредственные прибыли, не имея при этом ясной стратегии. Через поэтапные дополнения к ассортименту продукции, постепенно возрастающие усилия с целью обслуживания новых групп клиентов и повторения действий конкурентов существующая компания теряет свою четкую конкурентную позицию. Как правило, такая компания использует большинство предложений и практических приемов, наблюдаемых у конкурентов, и при этом пытается продавать свой продукт большинству клиентских групп.

* Перепечатано в соответствии с разрешением *Harvard Business Review* из «What is Strategy?» by Michael E. Porter, November-December 1996, Copyright© 1996 by the Harvard Business School Publishing Corporation.

Ряд подходов может помочь компании повторно воссоединиться со стратегией. Первый из них состоит во внимательном рассмотрении того, что она уже делает. Внутри большинства устоявшихся компаний находится ядро уникальности. Оно идентифицируется ответами на вопросы, вроде нижеследующих:

- Какая продукция или услуга из нашего ассортимента наиболее отличительна?
- Какая продукция или услуга из нашего ассортимента наиболее прибыльна?
- Какие из наших клиентов удовлетворяются более всего?
- Какие клиенты, каналы или случаи закупки наиболее прибыльны?
- Какие из действий в нашей цепочке начисления стоимости наиболее оригинальны и эффективны?

Вокруг этого ядра уникальности располагаются элементы, шаг за шагом добавленные с течением времени. Подобно моллюскам на днище корабля, они должны быть удалены, чтобы открыть базовое стратегическое позиционирование. Небольшой процент ассортимента или клиентов вполне способен обеспечивать существенную часть продаж компании и самое главное — прибыль. В этом случае задача состоит в смене точки интереса, ее настрое на уникальное ядро и в изменении в соответствии с ним деятельности компании. Находящихся на периферии клиентов и ассортимент продукции можно либо продать, либо позволить им исчезнуть в результате невнимания или увеличения цены.

История развития компании также может быть поучительна. Какое было видение бизнеса у основателя? Что собой представляли продукты и клиенты, сделавшие компанию? Обернувшись назад, можно повторно изучить первоначальную стратегию, чтобы увидеть, обладает ли она до сих пор необходимой силой. Можно ли историческое позиционирование осуществить современным способом, совместимым с сегодняшними технологиями и методами? Размышление подобного рода может привести к решению о возобновлении первоначальной стратегии, а также побудить организацию возродить свою уникальность. Такая задача способна оказаться оживляющей, вселяющей уверенность в достижении необходимых компромиссов.

Отраслевой анализ является обязательным шагом как в процессе ежегодного стратегического планирования компании, так и при оценке бизнеса. Руководство должно ясно понимать относительную привлекательность отрасли, рынка и выявлять структурные характеристики, которые с наибольшей вероятностью изменят этот уровень привлекательности, а также ресурсы, необходимые для успешной конкуренции в этой среде. Отраслевой анализ и стратегическое планирование составляют уникальную совокупность знаний, с которой оценщик бизнеса должен быть знаком, чтобы должным образом оценить вероятные результаты работы компании. Тем, кто не имеет этих навыков, следует приобрести выгоды, которые дает такое понимание, прежде чем браться за принятие важных решений, связанных с оценкой или проведением сделок по слиянию и поглощению.

Анализ компании

Анализ сильных и слабых сторон компании должен учитывать описанные выше внешние экономические и отраслевые факторы. Иными словами, внутренняя оценка должна отражать внешнюю среду компании, включая SWOT-анализ.

Правильный внутренний анализ рассматривает исторические результаты работы компании, уделяя особое внимание факторам конкурентоспособности — *причинам*, которые создали *результаты*, отображенные в финансовых отчетах компании. Учитывая эту ретроспективу, анализ затем оценивает ожидаемые будущие общеэкономические и отраслевые обстоятельства и то, как они отличаются от прошлых, а также способность компании конкурировать в этой ожидаемой в будущем окружающей среде. Для прогнозирования будущих результатов работы должна применяться модель Дюпона, описанная в главе 2. Особое внимание при этом следует обратить на маржу прибыли и эффективность использования активов. Каждую из главных функциональных областей компании, включая закупки, дизайн, производство, продажи, маркетинг и распределение, а также общее управление, необходимо оценить в ракурсе маржи и эффективности активов. Этот анализ должен проводиться для каждого бизнес-сегмента с целью оценки прибыли на инвестированный капитал. В конечном счете прибыль должна быть измерена как чистый денежный поток на инвестированный капитал, а норма доходности — как средневзвешенные затраты на капитал (WACC), поскольку именно эти факторы определяют создаваемую стоимость.

При оценке доходов должна делаться разбивка по линиям продуктов, отражающая ожидаемые объемы и цены, с учетом внешних условий, внутренних конкурентных преимуществ и недостатков компании. Другие факторы, воздействующие на чистый денежный поток компании, включают стоимость продаж, расходы по основной деятельности, налоги на доходы и финансирование основных средств и оборотного капитала. Эти факторы также должны быть оценены в свете внутренних возможностей компании и внешней окружающей среды. Внутренние возможности, включая закупки, проектирование и разработки, производство, а также учетную политику и обработку данных, следует оценивать в сравнении с конкурентами компании. Качественная оценка истории фирмы, персонала, производительности и технологий относительно конкурентов и сравнение факторов, идентифицированных при анализе отрасли, входит в критерии, измеряемые Дюпон-анализом. После этого оценивается способность компании приносить прогнозируемую прибыль, а также ее профиль риска, измеренный в сравнении с ее вероятными конкурентами.

Это возвращает нас к SWOT-анализу, который выполнялся ранее при оценке внешних факторов. Теперь подобное исследование проводится в отношении внутренних возможностей и ограничений с целью идентификации конкурентных преимуществ и недостатков компании. Результаты этих внутренних сильных и слабых сторон после сравнения с внешними возможностями и угрозами количественно определяются в прогнозе, который является основой стратегического плана компании. Профиль риска, отражающий внутренние и внешние неопределенности, затем выражается количественно в норме доходности компании или WACC.

КОНКУРЕНТНЫЕ ФАКТОРЫ, ЧАСТО ВСТРЕЧАЮЩИЕСЯ В НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЯХ

Традиционный финансовый анализ включает измерение рентабельности компании, ее финансового рычага и ликвидности. Дюпон-анализ (см. главу 2) анализирует рентабельность (*profitability*) прежде всего как функцию маржи прибыли и оборачиваемости активов. Финансовый рычаг (*financial leverage*) измеряет степень заемного финансирования компании. Он часто дополняется коэффициентами покрытия (*coverage ratio*), сравнивающими различные параметры дохода или денежного потока компании с фиксированными выплатами по долгам, которые необходимо осуществлять. А коэффициенты ликвидности (*liquidity ratio*) измеряют способность

компаниям полагать текущие долги с помощью текущих активов. Эти факторы влияют на компании всех размеров, будь они публично торгуемыми или частными.

Следующие факторы, которые более подробно обсуждаются в главе 8, обычно являются особенно важными для закрытых компаний. Покупатели и продавцы должны внимательно различать воздействие каждой из них на справедливую рыночную стоимость, сравнивая ее с инвестиционной стоимостью для стратегического покупателя. Многие из этих факторов создают существенные стратегические недостатки у компании как самостоятельной единицы, но они устраняются, если компания приобретается и становится сегментом большего бизнеса.

- Отсутствие доступа к капиталу
- Ограничения структуры собственности и передачи акции
- Доля рынка компании и рыночная структура отрасли
- Степень пропикновения и обширность охвата менеджмента
- Сильная зависимость от людей с ключевыми знаниями, навыками или контактами
- Маркетинговые и рекламные мощности
- Широта продуктов и услуг
- Покупательная способность и связанная экономия от эффекта масштаба.
- Концентрация клиентов
- Отношения и зависимость от продавцов и поставщиков
- Возможности дистрибуции
- Глубина, точность и своевременность бухгалтерской информации и внутреннего контроля

Хотя оценка бизнеса включает много финансовых расчетов, она не имеет исключительно финансового характера, особенно когда осуществляется для целей слияния и поглощения. Оценка стоимости должна рассматривать конкурентную (окружающую) среду компании. Этот анализ должен быть очень близок SWOT-анализу, выполняемому в процессе ежегодного стратегического планирования. На основе этого исследования

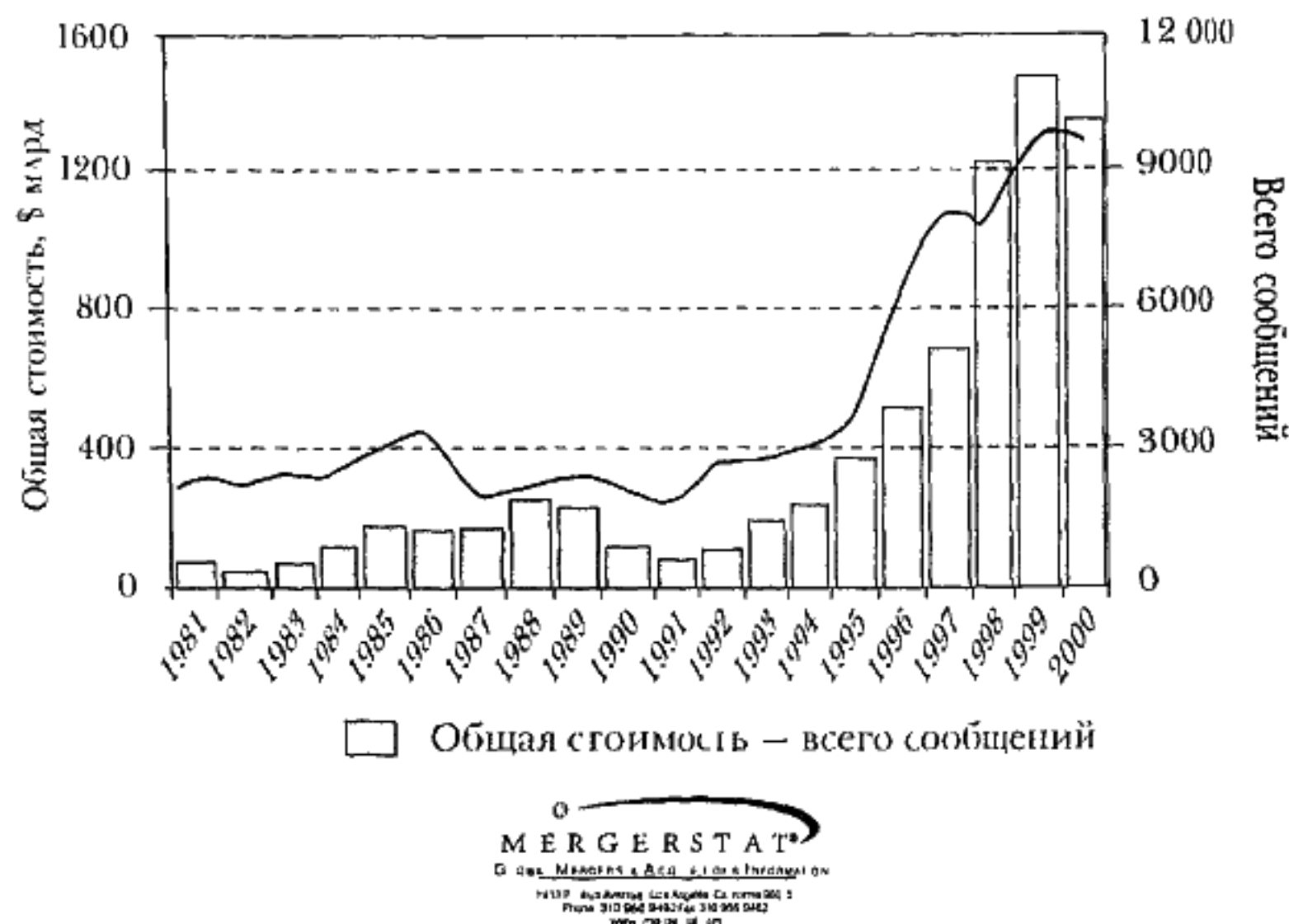
идентифицируются и оцениваются стратегические преимущества и недостатки компании, чтобы определить ее оптимальную стратегию, необходимую для достижения успеха. Это должно осуществляться при расчетах как справедливой рыночной стоимости компании на условиях ее автономности, так и ее инвестиционной стоимости для стратегических покупателей, поскольку конкурентоспособность компании при позиционировании часто сильно изменяется. Процесс количественного выражения этих факторов конкуренции в форме доходности описан в главах 8 и 9.

Рынок слияний и поглощений и процесс планирования

Для достижения максимальной эффективности в процессе слияний и поглощений (M&A) покупатели и продавцы должны обладать пониманием объемов, условий и тенденций, существующих в M&A, чтобы не позволить ввести себя в заблуждение сделками, о которых сообщается в средствах массовой информации. Для большинства сделок, касающихся частных компаний, требуются лишь ограниченные сообщения о смене владельца, цене продажи или стратегических целях. Люди обычно узнают только о самых крупных сделках, вовлекающих крупнейшие публичные компании. Однако такие сделки составляют лишь незначительный процент от общей активности в этой сфере и не могут обеспечить наблюдателя достоверной картиной рынка M&A. Ценную историческую информацию и перспективу дает следующая статистика, опубликованная в издании *Mergerstat® Review* за 2001 год. Во введении к этому источнику говорится: «Mergerstat® отслеживает факты формальной передачи собственности, при которой трансферт составляет по меньшей мере 10% активов компании, где цена покупки составляет не менее 1 млн. долл. и по крайней мере одна из сторон сделки — американское юридическое или физическое лицо»*.

Mergerstat® Review 2001 (Los Angeles: Mergerstat®, 2001).

Пример 4-1. Тенденции на рынке слияний и поглощений (1981–2000)



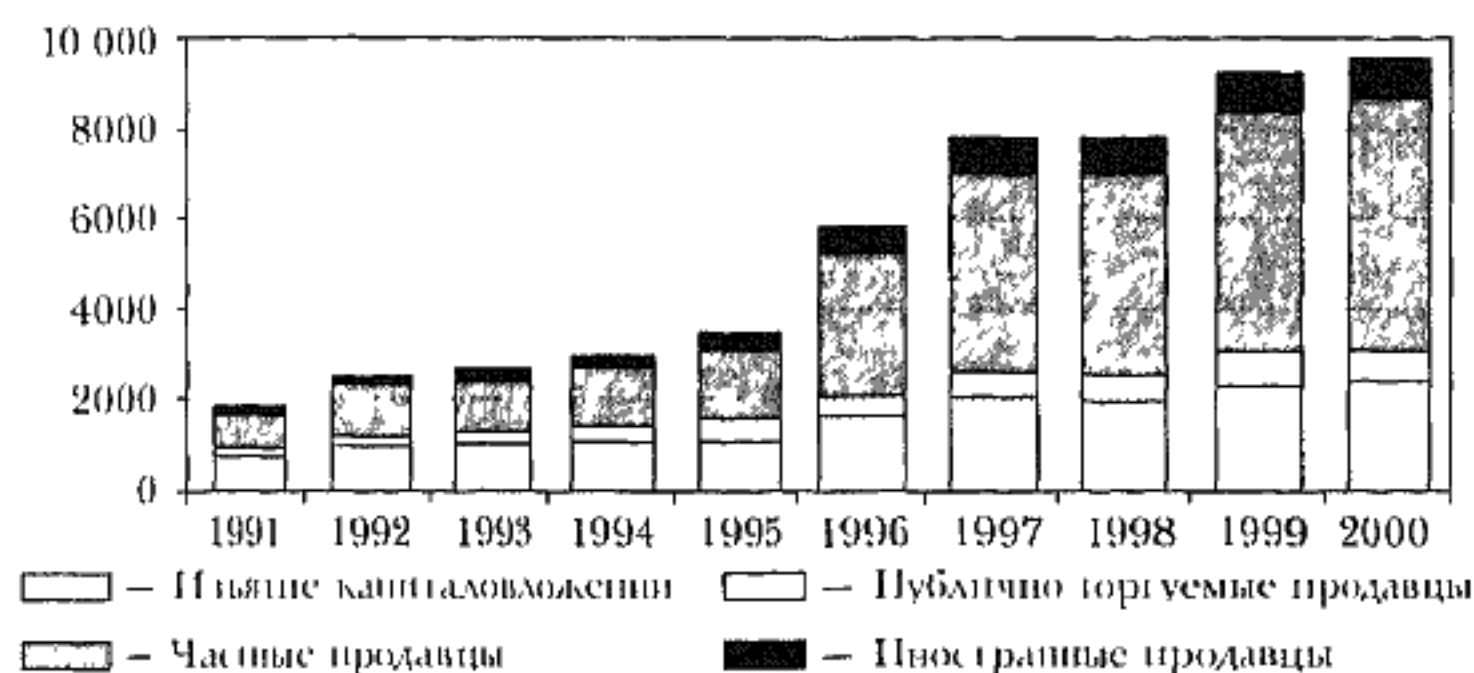
Источник: Перепечатано с разрешения Mergerstat® (www.mergerstat.com).

Как показывает пример 4-1, на протяжении 1990-х годов деятельность M&A в Соединенных Штатах устойчиво росла, причем в значительных размерах как по объему, так и по стоимости.

Пример 4-2 иллюстрирует увеличивающуюся важность частных продавцов, процентная доля которых в совокупном количестве сделок выросла с 40% в 1990 г. до 57% в 1999 г. Отчетливо видно: наибольшая активность происходит в сфере поглощений частных компаний. Согласно Mergerstat¹, средняя цена сделки на протяжении периода с 1995 г. по 1999 г. находилась в диапазоне приблизительно от 187 млн. до 421 млн. долл., а медиана — в диапазоне примерно от 25 млн. до 40 млн. долл.

Из примера 4-3 можно ясно представить значение среднего рынка: в последние годы более двух третей сделок имели цену покупки менее 100 млн. долл. Среди частных продавцов средняя цена покупки в период

Пример 4-2.

Сопоставление сообщений
о слияниях и поглощениях (1991–2000)

Контрольная доля собственности

	Изыятие капитала	Публично торгуемые продавцы	Частные продавцы	Иностранные продавцы	Всего сообщений
1991	849 (45%)	148 (8%)	757 (40%)	123 (7%)	1 877
1992	1 026 (40%)	227 (9%)	1 119 (43%)	202 (8%)	2 574
1993	1 134 (43%)	221 (8%)	1 127 (42%)	181 (7%)	2 663
1994	1 134 (38%)	344 (11%)	1 324 (44%)	195 (7%)	2 997
1995	1 199 (34%)	447 (13%)	1 610 (46%)	254 (7%)	3 510
1996	1 702 (29%)	478 (8%)	3 137 (54%)	531 (9%)	5 848
1997	2 108 (27%)	603 (8%)	4 387 (56%)	702 (9%)	7 800
1998	1 987 (25%)	627 (8%)	4 445 (57%)	750 (10%)	7 809
1999	2 353 (25%)	746 (8%)	5 297 (57%)	882 (10%)	9 278
2000	2 501 (26%)	676 (7%)	5 511 (58%)	878 (9%)	9 566

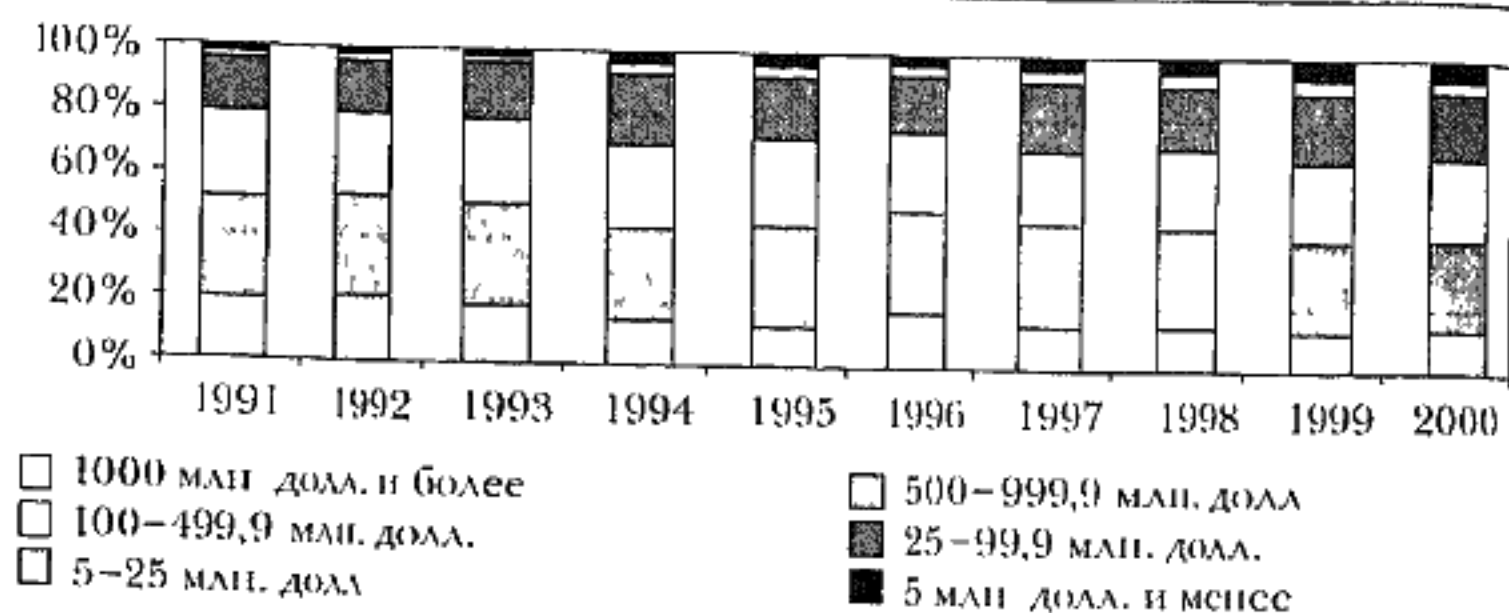
©
MERGERSTAT®
Global Mergers & Acq. • 1995 INFORMATION
1553 Perimeter Avenue, 10th Floor, Atlanta, GA 30328
Phone 310 398 5422 Fax 310 360 9467
www.mergerstat.com

Источник: Перепечатано с разрешения Mergerstat® (www.mergerstat.com).

с 1995 г. по 1999 г. располагалась в диапазоне от 12 млн. до 88 млн. долл., медиана — в пределах от 13 млн. до 19 млн. долл. Примечательно, что на протяжении этого пятилетнего периода примерно три четверти всех продавцов имели доходы менее 100 млн. долл.

Этот источник приводит две главные причины, по которым продают частные компании. Первая и наиболее частая причина заключается в отсутствии преемника, который мог бы возглавить бизнес. Вторая причина обусловлена увеличением спроса на продукты или услуги компании,

Пример 4-3. Распределение цены покупки в сообщениях о слияниях и поглощениях (1991-2000)



	5 млн. долл. и менее	5-25 млн. долл.	25-99,9 млн. долл.	100- 499,9 млн. долл.	500- 999,9 млн. долл.	1000 млн. долл. и более	База
1991	140 (19%)	234 (32%)	198 (28%)	120 (17%)	17 (2%)	13 (2%)	722
1992	197 (21%)	298 (31%)	255 (27%)	138 (17%)	24 (2%)	18 (2%)	950
1993	192 (18%)	342 (32%)	305 (28%)	198 (18%)	17 (2%)	27 (2%)	1081
1994	185 (14%)	411 (30%)	369 (27%)	290 (22%)	42 (3%)	51 (4%)	1348
1995	227 (13%)	554 (32%)	492 (29%)	333 (19%)	55 (3%)	74 (4%)	1735
1996	466 (18%)	858 (32%)	694 (26%)	467 (18%)	79 (3%)	94 (3%)	2658
1997	457 (15%)	955 (32%)	726 (24%)	625 (21%)	130 (4%)	120 (4%)	3013
1998	447 (15%)	920 (30%)	818 (26%)	632 (20%)	116 (4%)	158 (5%)	3091
1999	486 (14%)	899 (27%)	902 (27%)	735 (22%)	167 (5%)	195 (6%)	3384
2000	579 (15%)	1050 (28%)	978 (26%)	776 (21%)	168 (4%)	206 (5%)	3757

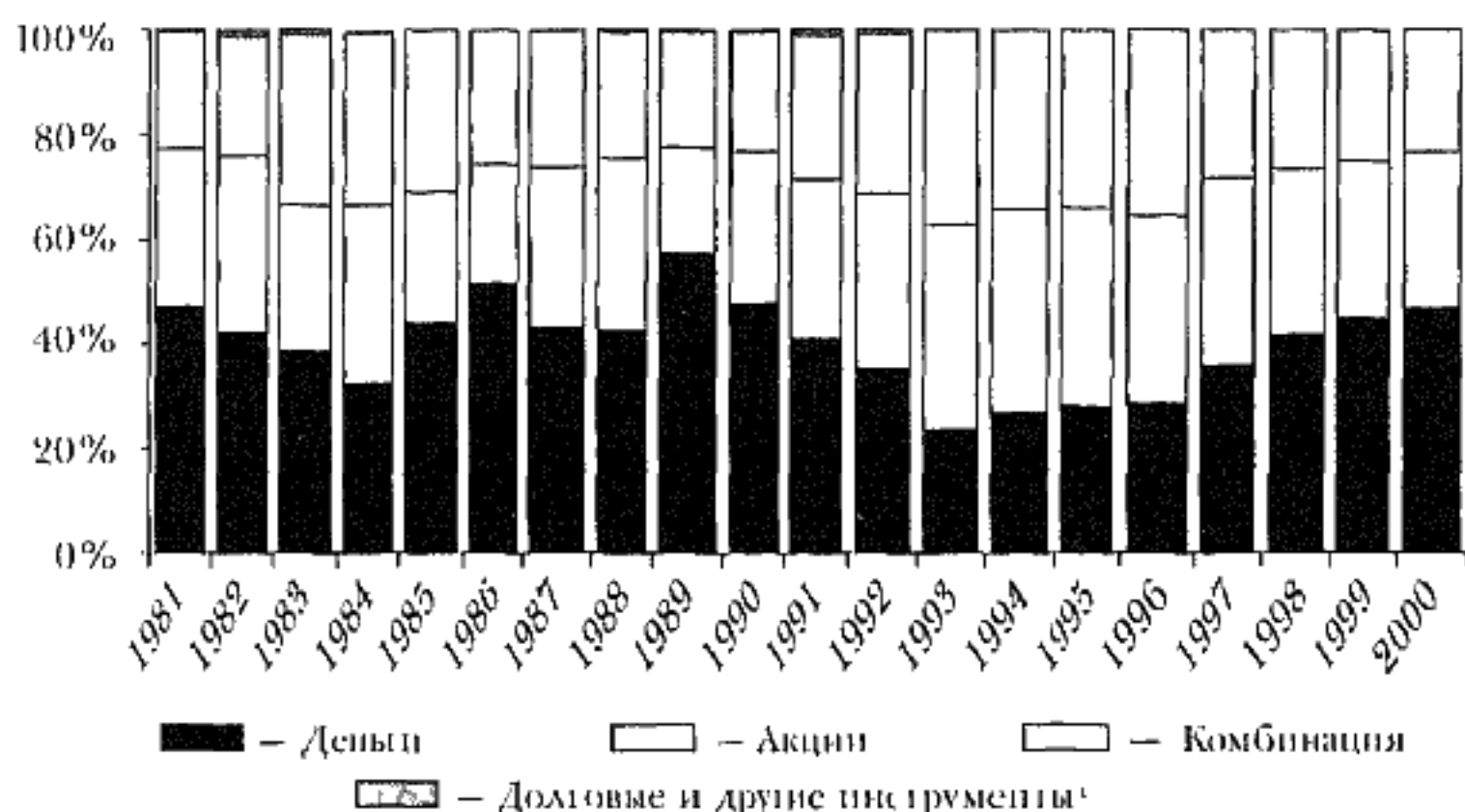

MERGERSTAT®
 Global Mergers & Acquisitions Information
 1933 P.O. Box 444, 6 Elmwood Ct., 1st Floor
 Ft. L., 310 J.B. Judd Dr., J.B. Judd
 www.mergerstat.com

Источник: Перепечатано с разрешения Mergerstat® (www.mergerstat.com).

что порождает потребность в продаже ради получения адекватных ресурсов для расширения.

Mergerstat также представляет ценовую информацию в форме медианных значений мультипликаторов цена/прибыль (P/E), предлагаемых при поглощении публичных и частных компаний. Эти коэффициенты явно увеличиваются с размером сделки, и, как правило, наблюдается тенденция к их понижению, если условия продажи требуют оплаты денеж-

Пример 4-4. Тенденции способов оплаты (1981–2000)



Включая опционы на покупку акции и акции на предъявителя.



Источник: Перепечатано с разрешения Mergerstat® (www.mergerstat.com).

ными средствами, а не в форме акций или некоторой комбинации денег, акций и долговых инструментов.

Пример 4-4 показывает наиболее популярные условия оплаты, используемые в последние годы. Повышающееся использование для оплаты сделки денежных средств сопровождается соответствующим уменьшением доли применения акций и различных комбинаций, позволяя предположить понимание рынком растущей рискованности этих форм оплаты.

Представленные данные M&A отчетливо подчеркивают важность частных компаний и компаний среднего размера в американской экономике, хотя сделки с их участием получают меньшую огласку, чем совершаемые с публичными компаниями. Поскольку частные компании занимают столь большую часть общей активности по сделкам M&A, очевидно, что покупатели и продавцы должны понимать, как измерять и создавать стоимость такого бизнеса.

ТРАДИЦИОННЫЕ МОТИВЫ ПРОДАВЦОВ И ПОКУПАТЕЛЕЙ

Всегда полезно знать, почему другая сторона переговоров рассматривает сделку. Это должно помочь не только оценить силу переговорной позиции, но и структурировать предложения таким образом, чтобы они соответствовали финансовым, стратегическим и личным целям противоположной стороны. Наиболее распространенные мотивы продавцов и покупателей следующие:

Традиционные мотивы продавцов

- Личное желание уйти из-за возраста, слабого здоровья, семейных проблем или усталости
- Потребности владельцев, связанные с имущественным планированием
- Отсутствие преемника, в том числе конфликты среди членов семьи и владельцев, либо потеря ключевых персон
- Потребность в дополнительном капитале для финансирования роста
- Слабая либо снижающаяся эффективность деятельности или растущие финансовые затруднения
- Наличие стратегических недостатков, которые не могут быть преодолены независимым бизнесом
- Рыночные или отраслевые условия, создающие высокую цену продажи

Традиционные мотивы покупателей

- Расширение ассортимента продукции или географических рынков
- Стремление улучшить возможности роста
- Увеличение доходности и денежного потока через повышение дохода или сокращение затрат
- Расширение конкурентных преимуществ или устранение недостатков
- Приобретение необходимой технологии или производственных мощностей оказывается более быстрым, чем расширение бизнеса изнутри
- Предотвращение прихода на рынок конкурентов
- Лучшее использование избыточного капитала или менеджмента
- Диверсификация с целью минимизации риска

ПОЧЕМУ ТЕРПЯТ НЕУДАЧУ СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Большая часть активности M&A в Соединенных Штатах связана с частными компаниями, поэтому данные, иллюстрирующие успех приобрете-

лей в этих сделках, ограничены. Гораздо больше информации существует в тех случаях, когда в сделки вовлечены публичные компании. Результаты этих сделок подробно описываются в книге Марка Л. Сироуера «Западня синергии: как проигрывают компании в игре поглощения»⁴, которая помимо глубокого анализа представляет обобщение результатов поглощений в Соединенных Штатах в течение многих лет. Общий вывод следующий: свыше половины поглощений публичных компаний разрушают стоимость для покупателей, в то время как продавцы часто получают вознаграждения, получаемыми при этом премиями.

Есть множество причин, по которым сделки могут терпеть неудачу, варьирующихся в зависимости от транзакции и связанных с ней обстоятельств. Наиболее распространенными причинами обычно являются:

- *Уплаченная цена слишком высока.* Это нередко является результатом неумения отличить цель от инвестиции. Даже лучшая компания может оказаться плохой инвестицией, если уплаченная цена превышает текущую стоимость ожидаемых в будущем прибылей.
- *Давление лиц, принимающих решение.* Данный аспект зачастую проявляется в результате желания управленцев двигаться слишком быстро или захватить компанию без адекватного анализа влияния сделки на стоимость.
- *Преувеличенные синергетические эффекты.* Завышение ожиданий относительно увеличения дохода, сокращения затрат, повышения эффективности эксплуатации или извлечения финансовой выгоды.
- *Неумение быстро интегрировать операции.* Поскольку цена за синергетический эффект уплачивается сразу, он должен быть достигнут вовремя, чтобы принести выгоды, тем самым создав стоимость.
- *Неумение точно оценить реакцию клиента.* Создание объединенной компании может заставить некоторых клиентов искать иной источник снабжения с целью избежать осуществления закупок у компании, превратившейся в конкурента, либо избежать чрезмерной зависимости от одного поставщика.
- *Неумение учесть отрицательные синергетические эффекты первого года.* Слияния или поглощения компаний часто вызывают разрушения, обусловленные такими причинами, как изменение названий, дополнительные требования в области регулирования, напряжен-

⁴ Mark L. Sirower, *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game* (New York: The Free Press, 1997).

ные отношения с акционерами, отрицательное восприятие общественностью воздействия на потребителей или закрытия производственных мощностей, а также затраты на компенсационные выплаты и в связи с сокращением производства. Все эти вероятные последствия должны быть измерены в процессе анализа.

- *Неумение оценить и увидеть справедливую рыночную стоимость.* В случае с частными компаниями, не имеющими установленной стоимости, покупатели могут рассматривать только инвестиционную стоимость, включая эффекты синергии, игнорируя при этом более низкую стоимость цели, если рассматривать ее как отдельный бизнес.
- *Непоследовательная стратегия.* Оценка стратегических выгод может оказаться неточной.
- *Недостаточная осмотрительность.* На подготовительной стадии неэффективное стратегическое планирование либо неадекватная оценка факторов стоимости и риска, либо стремление выиграть переговоры преобладает над принятием разумного решения.
- *Несовместимость корпоративных культур.* Отсутствие взаимопонимания, различные ожидания и конфликтующие стили управления вносят вклад в неудачное исполнение.
- *Отвлечение от существующего бизнеса.* На доходность также влияет неумение предвидеть или эффективно реагировать на реакцию конкурентов на поглощение, включая невнимание к текущим операциям и потерю ключевого персонала покупателя или цели.
- *Неадекватный анализ риска.* Этот аспект, обсуждаемый в главе 6, охватывает такие вопросы, как неумение аккуратно оценивать вероятность успеха сделки или учитывать фактор субъективности управления в будущих периодах.

В литературе по M&A часто упоминаются «гордыня старших менеджеров», желание расти ради роста, неопытность и чрезмерное самодовольство директоров или акционеров корпораций как факторы, способствующие получению плохих результатов. Хотя об успехах деятельности M&A в секторе закрытых компаний существует гораздо меньше информации, многие из тех же самых ситуаций присутствуют в сделках на среднем рынке. Кроме того, чрезвычайно распространено непонимание того, что представляет собой стоимость, как она создается и каким образом ее следует измерять и анализировать в процессе M&A.

СТРАТЕГИЯ И ПРОЦЕСС ПРОДАЖ

Как говорилось ранее, успех покупателей и продавцов в переговорах зависит от степени восприятия сделки с позиций противоположной стороны. Для этого требуется понимание движущих ею причин: финансовых, стратегических и личных мотивов, а также ее переговорного опыта. Нижеследующее изложение описывает шаги, которые должен выполнить продавец *прежде*, чем дело дойдет до завершения сделки.

Шаг 1: Идентифицируйте потенциальные последствия бездействия

Большинство продавцов никогда не продавало компанию. Эта неопытность в сочетании с передким эмоциональным нежеланием продавать препятствует адекватной подготовке. Неопытность продавца в процессах продажи обычно вызывает недооценку последствий недостаточной подготовки. Слишком часто продажа компании приравнивается к усилиям, необходимым при продаже говара или дома. Вместе с тем компания — гораздо более сложный объект с финансовой, операционной и эмоциональной точек зрения. Поэтому для успешного завершения продажи требуется гораздо большая подготовка.

Основное следствие бездействия — это упущенная возможность. Подобные промахи чаще всего случаются в четырех областях, и каждый может иметь для продавца огромные долгосрочные последствия:

1. Неумение решить ключевые нефинансовые проблемы.
2. Неумение идентифицировать, что движет стоимостью.
3. Неумение понять важность выбора времени.
4. Неумение подготовить компанию к продаже.

Неумение решить ключевые нефинансовые проблемы

Последние чаще всего относятся к категории «человеческих» проблем, обычно распространяясь на одну или более из следующих ключевых групп: члены семьи, другие владельцы и работники. В закрытых компаниях нередко работают один или несколько членов семьи, причем часто на ключевых управленческих должностях. Их финансовое и профессиональное будущее может в сильной степени зависеть от решения о продаже, поэтому эти вопросы следует заранее обсудить. Ключевые критерии

решения здесь часто отталкиваются не только от финансовых обстоятельств, но и носят личностный характер, нередко требуя совершить болезненный выбор.

Кроме того, решение способно воздействовать на партнеров и работников как положительно, так и негативно, поэтому может возникнуть необходимость сделать допуски на все эти личные и финансовые последствия.

Игнорировать подобные «человеческие» проблемы, откладывая принятие какого-либо решения вообще, — естественное стремление. Игнорирование проблем редко устраняет их, но нередко усиливает, зачастую сужая выбор, когда позднее с проблемой наконец-то придется разбираться.

Неумение идентифицировать, что движет стоимостью

Менеджеры компаний зачастую оказываются столь погруженными в ежедневные проблемы, связанные с управлением компанией, что теряют из виду более крупные цели, которые были описаны в главах 1 и 2 (например, максимизация стоимости). Без повседневного внимания к аспектам, влияющим на долгосрочную стоимость, особенно в отношении сравнения автономной стоимости со стратегической, могут быть упущены важные благоприятные возможности, имеющие отношение к продаже. Если процесс ежегодного стратегического планирования не привязан к созданию стоимости, он часто оказывается не в состоянии влиять ни на нее, ни на размер прибыли на инвестированный капитал.

Неумение понять важность выбора времени

Компании и отрасли проходят через естественную прогрессию роста, развития и других изменений, создающих стратегически сильные и слабые стороны. Развившаяся в последнее время всеобщая тенденция к консолидации, снижению регулирования и глобализации — лишь некоторые из внешних факторов, способных создавать единовременные возможности, которые нужно уметь учитывать при стремлении к максимизации прибыли. Невнимание к этим факторам может не только привести к тому, что будет упущена превосходная возможность, но и сделать компанию неконкурентоспособной или непродаваемой за цену, превышающую стоимость материальных активов.

Неумение подготовить компанию к продаже

Поскольку компании являются действующими экономическими субъектами, которые сталкиваются с изменяющимися конкурентными условиями, они редко оказываются готовы к тому, чтобы быстро получить оптимальную цену продажи. Для достижения необходимого уровня капитализации, опирающейся на сильные стороны компании и минимизацию ее слабых сторон, может потребоваться серьезное планирование, нередко на период, охватывающий несколько лет. Невнимание к процессу продажи обычно мешает адекватному планированию.

Вывод здесь очевиден: бездействие фактически гарантирует утрату благоприятных возможностей и более низкую цену продажи. Действительное планирование и неустанная концентрация на стоимости — это насущная необходимость.

Шаг 2: Идентифицируйте ключевые нефинансовые проблемы

Как кратко описывалось в прошлом разделе, ключевые нефинансовые аспекты — это обычно проблемы личного характера, касающиеся других владельцев или работников, некоторые из которых могут быть членами семьи или близкими друзьями. Часто решение этих вопросов с целью удовлетворения продавца может создать отрицательные финансовые последствия. Когда присутствуют подобные проблемы, следует признать, что некоторые решения принимаются по причинам, которые не являются оправданными с финансовой точки зрения. Поэтому бывает полезно разделить эти проблемные вопросы на такие категории, как финансовые, стратегические и кадровые — а затем уже устанавливать цели, основанные на выработанных различных критериях, стремясь найти общий план передачи собственности. Промедление часто приводит к тому, что акционеры в своих личных решениях пытаются обратиться к финансовым соображениям.

Обычный пример возможных трудностей — это ситуация, возникающая из-за путаницы с понятиями передачи собственности и передачи управления. В то время как первое достигается легко и без долгосрочных последствий путем передачи акций через дарение или продажу, то последнее гораздо сложнее. Передача управления требует тщательной оценки квалификации преемника, а сама передача способна оказать огромное влияние на результаты компании в будущем.

Решение нефинансовых проблем обычно охватывает различные критерии измерения и может требовать профессиональной консультации.

Превосходный источник информации по этому вопросу — книга «Передача эстафеты: отставка с передачей прав и планирование собственности в семейном бизнесе»*,

Шаг 3: Соберите команду консультантов

Логический, и часто правильный, первый шаг владельца бизнеса, рассматривающего вопрос продажи, — это обсуждение его с бухгалтером, юристом и банкиром компании. Но прежде чем так поступить, задумайтесь о взглядах и квалификации этих консультантов. Хотя они могут быть лояльными и проверенными консультантами по обычным делам, им может просто не хватать знаний или опыта, чтобы должным образом справиться с продажей бизнеса. Консультации по налоговым и юридическим вопросам критически важны, поэтому консультанты, будь они внутренними или внешними, должны иметь опыт постоянной работы со сделками по слияниям и поглощениям. Также следует признать факт, что доверенные консультанты могут привнести в решение о продаже естественное нежелание допустить, чтобы оно произошло, поскольку в результате они теряют клиента. Хотя это не подразумевает, что они не дадут соответствующего совета. В любом случае продавцы должны обслуживаться полной энтузиазма агрессивной командой, настроенной на достижение своих целей.

В число других внешних консультантов должны входить консультант по оценке и посредник. Хотя консультационные услуги по оценке и проведению сделки нередко предоставляются одной и той же стороной, в качестве которой обычно выступает инвестиционный банк, — задумайтесь над тем, какие навыки они приносят в сделку. Посредник может быть прекрасным продавцом, но плохо знать техническую сторону оценки. Это приведет к тому, что продавец не получит лучших советов о стратегии максимизации стоимости, подготовке компании к продаже, а также о том, как достичь наивысшей цены. Наоборот, консультант по оценке может не обладать достаточным опытом в области M&A или контактами в этой отрасли, что является обязательным при продаже некоторых видов бизнеса. В принципе, чем более прибыльна компания, тем полезней могут оказаться консультанты по оценке и проведению сделок для достижения максимальной цены продажи как функции доходов компании. Значительная часть стоимости в данном случае является нематериальной, и в этой ситуации квалифицированные консультанты просто необходимы. Менее прибыльные или отстающие ком-

* Mike Cohn, *Passing the Torch: Succession Retirement and Estate Planning in Family Owned Businesses*, Second Edition (New York: McGraw-Hill, Inc., 1992).

пании часто продаются по номинальной стоимости активов, где вряд ли требуется нечто большее, чем брокерские услуги.

Услуги независимого консультанта-оценщика нередко оказываются более выгодными, чем получение этих услуг внутри компании. Финансовый директор или главный бухгалтер компании могут полагать, будто они достаточно компетентны в качестве финансового эксперта, чтобы подготовить оценку. Но подобные навыки требуют многих лет опыта. Корпоративные управленцы из-за их причастности к деятельности компании могут утратить правильную точку зрения при оценке ключевых факторов конкурентоспособности. Менее опытные оценщики также часто сталкиваются с трудностями, пытаясь в процессе анализа и оценки провести различие между справедливой рыночной стоимостью и инвестиционной стоимостью.

Состояние отрасли при проведении сделок также может влиять на потребность в консультанте, включая и его выбор. Для некоторых предприятий самой трудной задачей становится поиск одного или более квалифицированных покупателей. В других случаях проблемой является оценка того, какой покупатель подойдет лучше всего или кто может позволить себе уплатить самую высокую цену. И в каждом случае необходимы навыки структурирования сделки и проведения переговоров.

Как мы расскажем далее в главе 14, продавец должен постоянно сосредотачиваться на денежных доходах после уплаты налогов, полученных в результате продажи. Консультанты могут предлагать много вариантов, каким образом структурировать продажу, когда потенциальная максимальная прибыль возникает в широком разнообразии форм. Следовательно, обязательна консультация в области налогообложения. Может также потребоваться последующая инвестиционная консультация относительно того, как распорядиться доходами от продажи.

Шаг 4: Идентифицируйте вероятные альтернативы

После того как идентифицированы и решены ключевые нефинансовые проблемы и сформирована профессиональная консультационная команда, следующим шагом продавца должна быть идентификация возможных альтернатив передачи собственности. Они обычно включают:

- продажу внешней стороне;
- продажу группе инсайдеров;
- передачу через дарение;
- передачу через план управления собственностью.

Каждая из этих альтернатив имеет свои «за» и «против» с точки зрения достижения финансовых и нефинансовых целей владельца. Естественно, они несут различные последствия с точки зрения риска и дохода, которые должны быть полностью проанализированы командой консультантов. Еще раз напоминаем: нужно понимать, что некоторые из наиболее важных целей владельцев могут быть нефинансовыми, поэтому они должны быть подвергнуты полноценному исследованию и обсуждению. Должна быть проведена беспристрастная оценка конкурентоспособности компании под новой управленческой командой, особенно в тех случаях, когда в бизнес вовлечены члены семьи. В тех случаях, когда подобранные преемники являются членами семьи и вряд ли преуспеют, эти нелегкие проблемы должны решаться заранее, чтобы предотвратить вероятную неудачу в будущем. Кроме того, учтите: решения, принятые по личным мотивам, могут повлечь за собой существенные финансовые последствия. Хотя владельцы имеют право принимать подобные решения, им следует понимать их воздействие на цену продажи, компанию и различные заинтересованные стороны.

Шаг 5: Подготовка и финансовая оценка альтернатив

Идентифицировав вероятные альтернативы, команда консультантов должна осуществить более подробную оценку финансовых последствий каждой из них, включая следующие действия:

- *Оценить юридические аспекты подготовки к продаже.* Этот «юридический аудит» должен включать в себя изучение уставных документов корпорации, сертификатов акционирования, ограничений на передачу, прав на активы, прав собственности и защиты интеллектуальной собственности, существующих контрактов, арендных договоров и долговых соглашений, а также продолжающихся тяжб.
- *Рассчитать справедливую рыночную стоимость и оценить инвестиционную стоимость, чтобы определить вероятные выгоды, которые будут получены от продажи стратегическому покупателю.* Эта премия за синергетический эффект должна учитываться при оценке финансовых последствий других вариантов передачи.
- *Заняться подготовкой компании к продаже.* Оценка бизнеса идентифицирует факторы, наиболее сильно влияющие на стоимость компании, и уже с учетом этого рассматривается выбор времени для продажи. Общеэкономические и отраслевые условия могут в настоящее время оказаться не самыми лучшими, либо компания может значительно выиграть, реализовав краткосрочные стратегии,

лучше позиционирующие бизнес для достижения максимальной цены продажи. Подготовка может занять от нескольких месяцев до года, но она должна позволить владельцам представить компанию в наиболее выгодном свете. Таким образом, чтобы достичь по возможности наилучшей цены и условий, продавец должен рассчитать справедливую рыночную стоимость и оценить инвестиционную стоимость каждого потенциального покупателя, прежде чем перейти к процессу продажи.

- *Переоценить налоговые вопросы и варианты, сопровождающие каждую альтернативу.* Еще раз напоминаем: хотя целью продавца и признается решение отдельных нефинансовых задач, ему следует сосредоточиться на доходах после уплаты налогов, получаемых в результате продажи, вне зависимости от того, каким образом структурирована сделка.
- *Принять твердое решение и придерживаться его.* После того как выявлены и решены личные проблемы, а команда консультантов идентифицировала вероятные альтернативы, в том числе личные и финансовые последствия каждой из них, и шаги, необходимые для достижения желаемой стоимости, может быть принято обоснованное решение. В данный момент владелец должен быть доволен им, признавая: большинство других вариантов имеет определенные нежелательные последствия, а самый лучший выбор редко достигает всех целей.
- *Не пересматривать решение.* Поскольку предприниматели и другие лица, причастные к компаниям среднего рынка, часто лично ассоциируются с компанией и ее успехом, решение о продаже обычно вызывает сильные эмоции. Продажа по определению не является неудачей, даже если компания работала ниже своих возможностей. Это решение принимается с целью достижения ряда личных и финансовых результатов и просто представляет собой разумное управление, если эти результаты достигаются рационально и систематически.
- *Подготовить компанию к продаже.* Многие из мелких вопросов процесса подготовки к продаже решаются консультантом по сделкам. Здесь следует упомянуть некоторые моменты, которые необходимо осознать заранее:
 - Повышение надежности финансовых отчетов, особенно если компания имеет солидную прибыль при значительной валюте балансового отчета. Не давайте покупателю никаких причин сомневаться в сообщенных результатах работы компании. Не-

обходимо иметь аудит финансовой отчетности, подготовленный уважаемой бухгалтерской фирмой, за последние пять лет со всеми первичными документами, доступными для возможной проверки.

- Подчистка хозяйства. Избавьтесь от безнадежных долгов, залежалых запасов, неиспользуемых производственных мощностей, а также неработающих активов, которые могут вызвать вопросы или сомнения либо будут препятствовать процессу продажи. Урегулируйте условные обязательства и связанные с ними нерешенные юридические проблемы и проблемы регулирующего характера. Приукрасьте компанию «физически» — от ремонта и обслуживания до покраски и ландшафтной архитектуры.
- Соблюдайте конфиденциальность при ведении переговоров о заключении контрактов или менее формальных соглашений с целью сохранения ключевых служащих.
- Полагайтесь на посредника. Зачастую переговорный процесс оказывается длительным и трудным, требуя напряженного торга. Продавец не должен использовать ценные рычаги ведения переговоров в самом начале этого процесса. С этими первыми шагами должен справиться посредник, оберегая возможности продавца к ведению переговоров до конца процесса, когда они потребуются больше всего.

Шаг 6: Подготовка меморандума о предложении

Обязательным шагом в процессе продажи является подготовка *проспекта продажи (selling brochure)* или *меморандума о предложении (offering memorandum)*. Проспект продажи представляет собой стратегический план продавца, в том числе охватывая его долгосрочные операционные задачи и цели. Он ориентируется на текущую действительность и должен быть в состоянии выдержать интенсивную проверку со стороны покупателей. Кроме того, его предназначение — представить наиболее благоприятный реалистичный образ компании как цели поглощения.

Должным образом подготовленный меморандум о предложении — это нечто большее, чем подробная информация о компании-цели и ее отрасли. Он дает понимание стратегической позиции и потенциала продавца с учетом ситуации в отрасли. Меморандум также должен указывать на способность управленческого персонала разрабатывать после-

довательную и эффективную стратегию, направленную на максимизацию результатов работы и стоимости компании.

Важной целью меморандума о предложении является ясное выражение стратегических преимуществ компании как кандидата на приобретение, а также того, какие процессы, навыки и патентованные системы могут быть переданы покупателю. Между строк в этом описании должно читаться обоснование, почему потенциальные покупатели не могут позволить себе упустить это поглощение.

Меморандум о предложении состоит из следующих частей.

Пояснительная записка

Опытные участники M&A согласятся: наиболее важная часть меморандума о предложении — это пояснительная записка. Предназначенная привлечь внимание потенциальных покупателей, она должна твердо обосновать, почему компания является заманчивым приобретением. Имея объем лишь несколько страниц, это резюме должно представлять историю и текущую рыночную позицию компании, главные продукты и услуги, технологические достижения и мощности, а также финансовые результаты за последнее время. Должны быть подчеркнуты стратегические преимущества компании, особенно то, как они могут использоваться покупателем. Хорошо подготовленная пояснительная записка, несмотря на чисто описательный характер, является коммерческим документом, эффективно рекламирующим компанию как цель поглощения.

Описание компании

Эта часть проспекта продажи, как правило, начинается с описания истории компании, а затем переходит к прогнозам относительно планируемых в будущем операций. Обычно она включает подробное описание:

- главных линий продуктов или услуг;
- производственных операций, возможностей и мощностей;
- технологических возможностей;
- системы распределения;
- программы продаж и маркетинга;
- управленческих возможностей;

- финансового положения и исторических результатов работы;
- текущей капитализации и структуры собственности.

Анализ рынка

Меморандум о предложении должен также включать в себя анализ рынка, представляющий собой описание отрасли или ее сегмента, в которой работает компания, в том числе краткий обзор ключевых отраслевых тенденций, новых технологий и представление новых продуктов или услуг. Приводимая оценка рынка обычно описывает текущее положение компании относительно ее конкурентов и стратегические преимущества, которые позволяют ей сохранить или улучшить свою позицию. Нередко описываются ключевые конкуренты с точки зрения влияния на будущее компании, а также ее стратегии роста и улучшения результатов работы.

Прогноз результатов работы

После описания истории компании и стратегического анализа проспект представляет прогноз будущих операций (включая отчет о доходах, балансовый отчет и отчет о денежных потоках), дополненный предположениями, выдвинутыми для данного прогноза.

Структура и условия сделки

Меморандум о предложении должен представить необходимую информацию о структуре сделки, подробные сведения обо всех позициях, исключенных из продажи, и любых ограничениях по условиям оплаты. Например, может быть определено раскрытие любых конкретных материальных или нематериальных активов, которые продавец намеревается сохранить, а также ограничение в отношении любых долговых обязательств, которые могут быть приняты покупателем, либо желание продавца профинансировать любую или все из этих операций.

Меморандуму о предложении зачастую предшествует первоначальное «письмо-наживка», которое может быть разослано узкому или широкому кругу потенциальных покупателей. Оно содержит краткое описание бизнеса, причем в нем может не указываться конкретное название компании. Это рекламное письмо дает только краткий обзор финансов компании. Его цель состоит в стимуляции интереса с упором на то, где находится компания, как она достигла своего положения и — самое важ-

ное — чего она может достичь. Такое письмо приглашает потенциальных покупателей запросить дополнительную информацию, которой является меморандум о предложении.

Пример 4–5 изображает «Расписание сделки продавца», охватывающее 12-недельный процесс продажи. Данный период — 12 недель — должен рассматриваться как цель, и на самом деле это очень быстро. Расписание отражает многие этапы процесса продажи, которые подчеркивают важность планирования и подготовки бизнеса, а также использования услуг хороших профессиональных консультантов.

Для многих акционеров среднего рынка продажа их компании является самым крупным финансовым решением из когда-либо принимаемых ими в жизни. Компании представляют собой сложные объекты, ассоциируемые с людьми, продуктами, клиентами и технологиями, работающими в непрерывно изменяющихся отраслях, экономике и регулирующей среде. Их стратегическое положение и стоимость постоянно меняются. Эту стоимость и так-то трудно измерить, а теперь еще владельцы должны знать не только текущую стоимость своей компании как самостоятельного бизнеса, но и потенциальную ее стоимость для стратегических покупателей с учетом синергетической выгоды.

Хорошие возможности для продажи, причем по привлекательной цене, могут существовать постоянно. Тем не менее гораздо вероятней, что покупателя или идеальную совокупность потенциальных покупателей придется искать и привлекать к рассмотрению вопроса о поглощении компании. Предугадывая желания и потребности этих предполагаемых покупателей, по всей вероятности, цель придется позиционировать так, чтобы максимизировать ее привлекательность. Этот процесс может требовать значительного периода времени, а также тщательного выбора момента, чтобы можно было воспользоваться идеальными для продажи условиями в отрасли или экономике.

Смысл сказанного должен быть ясен: продажа по привлекательной цене требует немалой удачи или в большинстве случаев тщательного предварительного планирования. Неумение досконально планировать в значительной степени увеличивает вероятность, что владельцы не смогут достичь некоторых или даже всех своих финансовых и личных целей.

СТРАТЕГИЯ И ПРОЦЕСС ПОГЛОЩЕНИЯ

Стратегия поглощения должна соответствовать общей стратегической цели компании — рост чистых денежных потоков и снижение риска. При стратегическом планировании на длительный период времени ак-

<i>Разработка и осуществление маркетинговой стратегии</i>	<i>Запрос первоначальных предложений покупателей</i>	<i>Оценка предложений и детальная проверка благонадежности компании</i>	<i>Ведение переговоров и получение окончательных предложений</i>	<i>Закрытие</i>
<ul style="list-style-type: none"> • Сбор данных • Проведение проверки благонадежности покупателей • Подготовка маркетинговых материалов • Подготовка нормализованных данных, их оценка • Отбор и расположение кандидатов по приоритетам • Разработка стратегии подхода • Определение списка потенциальных покупателей и сбор подробной контактной информации • Получение соглашения о конфиденциальности от всех сторон • Завершение списка рабочей группы 	<ul style="list-style-type: none"> • Продолжение процесса телефонных контактов • Содействие информационному потоку между покупателями и компанией с целью ускорения оценки покупателями • Выбор покупателей для встречи с менеджментом • Организация помещения для брифинга • Встреча менеджмента с заинтересованными покупателями • Проведение покупателями предварительной финансовой, юридической и бухгалтерской 	<ul style="list-style-type: none"> • Установление цены • Установление формы рассмотрения • Установление времени • Установление условий и соглашений • Определение способности покупателя завершить сделку • Оценка перспектив объединенного предприятия • Выбор конечных претендентов и проведение проверки благонадежности на месте • Распространение между заинтересованными сторонами проекта окончательного соглашения и письма с по- 	<ul style="list-style-type: none"> • Установление эксклюзивных прав • Расположение ключевых целей по приоритетам • Ведение переговоров и заключение окончательного соглашения • Объявление о сделке • Регистрация регулирующих документов (если необходимо) • Получение одобрения акционеров покупателя (если необходимо) 	



ционеры и менеджмент, стремясь достигнуть поставленной цели, нередко оказываются перед выбором между внутренним развитием и слиянием или поглощением. Чтобы вывести компанию на наиболее сильную конкурентную позицию, ресурсы должны постоянно перемещаться от недостаточно производительных или обладающих меньшим потенциалом видов деятельности к тем, которые обеспечивают наибольшую выгоду. При перемещении ресурсов руководство может перераспределять их среди существующих видов деятельности, направлять на цели развития или вкладывать в приобретения.

Главная причина поглощения или слияния с другим бизнесом обусловлена стремлением добиться увеличения денежного потока или снижения риска быстрее либо при более низких затратах, чем при достижении той же самой цели внутренними силами. Таким образом, цель любого поглощения состоит в создании стратегического преимущества, заключающегося в затратах на компанию-цель цены меньшей, чем суммарные ресурсы, необходимые для построения такой же стратегической позиции, но и внутренним развитием.

Формы объединения бизнесов

Комбинации бизнесов могут принимать любые из множества форм. При *поглощении (acquisition)* акции или активы компании приобретаются покупателем. *Слияние (merger)*, представляющее собой главным образом юридическую тонкость, происходит через объединение двух компаний, в котором первая абсорбируется второй либо из первоначальных двух формируется новое юридическое лицо. Менее радикальная форма объединения — это *совместное предприятие (joint venture)*, обычно означающее формирование и взаимное владение двумя компаниями третьей организацией, чаще всего для достижения определенной локальной цели. Самой младшей формой обязательства в стратегической комбинации является *альянс (alliance)*, представляющий собой формальный совместный проект двух независимых компаний, реализуемый для достижения конкретной цели; или *лицензирование (licensing)* технологии, продукта или интеллектуальной собственности другой организации. Таким образом, с точки зрения контроля, инвестирования и обязательств, поглощение обеспечивает самую сильную позицию, а затем уже следует слияние. Когда желателен меньший объем обязательств, можно использовать совместные предприятия, альянсы или даже просто лицензионные соглашения.

Процесс планирования должен идентифицировать стратегию, стоящую за комбинациями, а также и ожидаемые от них выгоды. При их

рассмотрении различные потенциальные варианты поглощений обычно можно отнести к одной из следующих категорий:

- *Горизонтальные поглощения.* Приобретая другую фирму в той же самой отрасли, покупатель обычно стремится достичь экономии на масштабе в области маркетинга, производства или распределения, а также увеличить долю рынка, улучшить позиционирование продукта и свою рыночную позицию.
- *Вертикальное поглощение.* Перемещаясь «вверх» или «вниз по течению», покупатель стремится приобрести поставщика, дистрибьютора или клиента. Цель обычно состоит в получении контроля над источником недостающих ресурсов или поставками для целей производства либо контроля над качеством, а также в улучшении доступа к определенной клиентской базе либо продуктам или услугам более высокой стоимости в производственной цепочке.
- *Смежные поглощения.* Покупатели могут видеть возможности в смежных отраслях, где они могут заработать на связанных технологиях, процессах производства или стратегических ресурсах, которые могут обслуживать различные рынки или клиентские базы.

Процесс стратегического планирования, описанный в главе 3, идентифицирует конкурентоспособность компании и устанавливает цели, позволяющие использовать ее относительно сильные стороны при уменьшении влияния слабых элементов бизнеса. Стратегия компании в сфере M&A должна дополнять этот процесс, выбирая в качестве целей только те отрасли и компании, которые способны укрепить сильные стороны покупателя или снизить негативное влияние слабых. Имея план поглощения, сосредоточенный на этой цели, руководство может уменьшить затраты и время, расходуемые на анализ и отбор возникающих инвестиционных возможностей. Возможности, не соответствующие этим критериям, могут быть быстро отвергнуты в силу их несоответствия общему стратегическому плану. Таким образом, поглощение следует рассматривать лишь как одну из нескольких альтернативных стратегий, доступных для достижения основной цели бизнеса. Когда предпочтительны меньшие инвестиции или обязательства, более подходящей формой комбинации могут оказаться альянсы, совместные предприятия или лицензионные соглашения.

Как правило, главное преимущество поглощения над внутренним развитием состоит в более быстром достижении целей бизнеса. Кроме того, поглощение помогает снизить риск, связанный с выходом покупателя за

рамки своего основного бизнеса. Устоявшийся бизнес приносит с собой один или несколько из числа следующих моментов:

- репутацию;
- менеджмент;
- компетентность;
- продукты;
- торговые марки;
- клиентскую базу.

Внутреннее развитие может не обладать всеми этими преимуществами. Компания-цель также может иметь слабые стороны, которые должны уменьшать ее стоимость как отдельного бизнеса. Эти атрибуты следует рассматривать в сравнении с возможностями покупателя оценить их влияние на будущие результаты.

Кроме того, поглощения могут создавать «рикошетирующие» синергетические преимущества, которые покупатель может усиливать, распространяя их по своей большей базе предпринимательской деятельности. Эти преимущества будут описаны далее в главе 5.

Планирование поглощения

План поглощения должен быть очень близко привязан к общему стратегическому плану компании. Всякий раз, когда план поглощения начинает отходить от стратегического плана, и всякий раз, как только их связь стремится смазаться или стать менее определенной, — остановитесь! Это ясное предупреждение о необходимости возврата к основной стратегии и целям компании, для того чтобы разобраться в том, подходит ли вам это поглощение или нет. Жесткая дисциплина в данном процессе вознаграждается меньшими затратами времени и издержками, уходящими на рассмотрение заведомо непригодных целей.

Шаг 1: Связь плана поглощения с общим стратегическим планом

Необходимо сосредоточиться на соблюдении требования о том, чтобы каждое предложение соответствовало главной цели фирмы — созданию стоимости; у бизнеса должен увеличиваться чистый денежный

поток или снижаться риск, или одновременно и то и другое, а прогнозная и оценочная информация должны поддерживать уверенность в правильности курса.

Основываясь на стратегическом плане компании и поддерживающем его анализе сильных и слабых сторон, возможностей и угроз (SWOT-анализ), идентифицируется конкурентоспособность компании — ее стратегические преимущества и недостатки. В своей повседневной деятельности компания старается внутренними силами улучшать свои сильные стороны, устранять или минимизировать слабые и пользоваться возникающими рыночными возможностями. Объединение бизнесов, будь то поглощение, слияние, альянс, совместное предприятие или лицензионное соглашение, — все это, в принципе, осуществляется, чтобы достичь тех же самых целей, но, как правило, быстрее или с меньшими затратами. Таким образом, план поглощения рождается из стратегического плана, когда цели могут быть достигнуты через какую-либо форму объединения более эффективно, чем через внутреннее развитие. К поглощениям могут прибегать также и в защитных целях. Например, чтобы не допустить конкурента на рынок, устранить слабого конкурента, который может быть поглощен и тем самым усилен, или конкурента, сбивающего цены, или для защиты технологии.

Шаг 2: Формирование эффективной команды поглощения

Состав команды поглощения может влиять на ее вероятный уровень успеха. Команды имеют тенденцию быть более эффективными, когда в них входят менеджеры из нескольких функциональных областей, в том числе из маркетинга и продаж, текущих операций, дистрибуции и финансов. Каждая из этих дисциплин создает индивидуальный взгляд на цель, поэтому эти менеджеры приносят в процесс оценки различные интересы. Команды, состоящие исключительно из финансовых управленцев, нередко упускают из виду производственные вопросы. В то же время если в них входят лишь руководители общего плана, то они зачастую проявляют недостаток внимания к деталям. По этой причине смесь опыта и знаний, объединенных в открытом обсуждении интересов каждого члена команды, обычно приводит к более полному и аккуратному анализу.

Крупные компании часто имеют отдел M&A или департамент развития бизнеса, который занимается вопросами слияний и поглощений. Тем же, кто не имеет таких внутренних подразделений, по всей вероятности, придется добавить консультантов по праву, налогообложению и оценке. Эти внешние члены команды часто обеспечивают дополнительные

выгоды, привнося объективность и творческий потенциал, который может существовать у инсайдеров.

Шаг 3: Определение критериев поглощения

Хотя стратегия команды поглощения должна вытекать из общего стратегического плана компании, для каждого приобретения необходимо вырабатывать наиболее подходящие цели, чтобы четко сосредоточиваться на процессе, имея подтверждение правильности пути. Как правило, эти цели должны вести к критериям поглощения и усиливать текущие стратегические преимущества покупателя, в том числе излишки денежных средств, менеджмент, технологию, сильные рыночные позиции или производственные мощности. Большинство стратегических целей также включают в себя минимально необходимую норму доходности на инвестированный капитал. Прибыль должна измеряться как чистый денежный поток, при этом следует уделять равное внимание времени входящего денежного потока и прогнозируемым темпам его роста. Приверженность установленным целям и история успешных достижений компании также улучшаются, когда компенсация менеджеров связана с достижением этих конкретных параметров.

Типичные критерии поглощения охватывают параметры размера, местоположения и рыночной позиции компании-цели или ее продуктов, а также целей производственной деятельности. Например, требуемой рыночной позицией может быть первое или второе место по объему продаж на данном рынке либо лидерство в отрасли в отношении высокого качества или низкой цены. При установлении этих критериев текущий и прогнозируемый рост целевой фирмы должен оцениваться относительно этих параметров.

К оценке критериев следует подходить также с точки зрения допустимости определенного уровня риска, что означает: менеджмент должен рассмотреть наименее и наиболее благоприятные потенциальные результаты, а также способность компании реагировать на неблагоприятные условия.

Шаг 4: Рассмотрение слабых сторон компании-цели в сравнении с сильными сторонами покупателя

При оценке критериев поглощения менеджеров следует стимулировать к тому, чтобы они не отказывались слишком быстро от компаний-целей, демонстрирующих слабые стороны. Фирмы зачастую выставляются на продажу из-за различных стратегических недостатков из широкого спектра вероятных причин — от нехватки капитала до неадекватной дис-

прибыли. Эти ограничения нередко оказываются причиной снижения роста и прибыли компании, в результате уменьшающих ее стоимость. Данный аспект может сделать ее более привлекательной целью поглощения, особенно если покупатель обладает возможностью устранить данные проблемы. Таким образом, критерии поглощения должны учитывать не только стратегически сильные и слабые стороны компании-цели как отдельного бизнеса, но и то, как она будет работать при включении в производственный процесс покупателя. Параметры поглощения также должны определять, будет ли компания оценивать проблемные компании и при каких обстоятельствах.

Шаг 5: Определение процесса поиска

Стратегия поглощения должна также определять процесс обнаружения или поиска. Менее агрессивные компании могут рассматривать только те потенциальные приобретения, которые предлагаются им посредниками или владельцами, непосредственно стремящимися к продаже. Вероятно, этот подход приведет к тому, что будут упущены многие возможности, особенно среди тех неизвестных кандидатов, которые не рассматриваются никаким другим покупателем. В стратегиях поиска должны быть определены источники и ресурсы, включая выяснение минимального объема информации, необходимой для оценки кандидата.

Шаг 6: Выбор критериев поиска и нахождение целевых компаний

Следуя решению осуществить слияние или поглощение, установите критерии для вашей охоты на компанию-цель. Другими словами, *выберите критерии поиска*. Ниже следуют главные из тех, что должны присутствовать в любом списке критериев:

- *Отрасль.* Как правило, это та же самая отрасль или подобная той, где в настоящее время осуществляет деятельность покупатель. Здесь уместно поставить вопрос: представляют ли интерес только вертикальные приобретения или необходимо еще рассматривать и горизонтальные перспективы.
- *Продукты или услуги.* Нередко покупатели желают получить продукты или услуги, имеющие существенное присутствие на рынке. Таким образом, они стремятся приобретать цель, обладающую лучшей торговой маркой или более широким ассортиментом продуктов или услуг, в особенности компонентами или ассортиментом более высокой стоимости.

- *Объемы продаж.* Объемы продаж обычно оцениваются по размеру, и, как правило, у цели они меньше, чем у покупателя.
- *Прибыль.* Покупатели должны решить, требуют ли они какого-либо минимально желаемого уровня прибыли или приемлемого убытка (см. критерии улучшения), который можно исправить. Цель с убытками, по всей вероятности, приведет к снижению прибыли покупателя в ближайшей перспективе. Однако это зачастую менее существенно, чем определяется рынком M&A на самом факте немедленного размывания прибылей. Отрицательная доходность может быть исправлена, если она есть результат плохого управления или неспособности профинансировать рост либо модернизировать производственные мощности. Цель с возможными к корректровке убытками нередко может быть приобретена по привлекательной цене.
- *Рассматривать ли слабые предприятия, которые можно улучшить.* Ситуации улучшения (turnaround situations) могут включать любые цели — от недавно переживших убытки до потерпевших банкротство. Некоторые покупатели согласны рассматривать такие варианты улучшения, а другие исключают их на уровне своей политики. Когда на рынке продавцов есть много покупателей, рассматривающих каждую подходящую для поглощения привлекательную компанию, готовность рассматривать варианты улучшения слабых компаний может помочь покупателю. Обычно слабые компании привлекают меньшее количество возможных покупателей, и продавцы в этом случае стремятся реалистично подходить к цене. Более консервативная цена, уплаченная за слабую компанию, может также предоставить покупателю больший период времени для достижения синергетического эффекта.
- *Географическая область.* Большинство покупателей хотят приобретать компании-цели в данной географической области. По мере развития глобализации рынков и продолжающегося ослабления торговых барьеров покупатели все в большей степени проявляют интерес к целям, находящимся в любых точках мира. Решение о том, где должна происходить последующая экспансия, следует основывать на общем стратегическом плане покупателя.
- *Должна ли быть сохранен управленческий аппарат цели.* Чаще всего на это решение влияет глубина компетентности менеджмента покупателя. Когда у компании избыток менеджеров, достойных продвижения по службе, она может стремиться приобрести для них регион или линию продуктов. Но стратегии роста должны всегда привязываться к созданию стоимости.

Когда рынок M&A разогрет, необходимая для поглощения успешной компании цена оказывается выше. Нередко эти более высокие цены могут быть оправданы только путем установления соглашений о дополнительных выплатах (carpout), используемых для соединения более высокой цены, по мнению продавца, уместной исходя из перспектив на будущее, и более низкой цены, по мнению покупателя, соответствующей текущему статусу и результатам деятельности. О дополнительных выплатах рассказывается далее в главе 14.

- *Частные или публичные компании.* В принципе, этот выбор более всего зависит от того, совместимо ли приобретение со стратегическим планом покупателя.
- *Идеальное соответствие.* Цель обычно подходит идеально, когда ее продукт или услуга соответствуют системе маркетинга, продаж и дистрибуции покупателя, а также его географическим требованиям. Такое соответствие позволяет осуществить быструю и эффективную интеграцию. Однако покупателей нужно предостеречь, что даже наилучшее соответствие останется плохой инвестицией, если уплаченная цена слишком высока по сравнению со скорректированной на риск прибылью.

После отбора критериев рассмотрения целей следующим шагом становится поиск потенциальных целей. Наиболее распространенные способы, обеспечивающие нахождение целей, включают в себя:

- *Контакты в отрасли.* Хотя это во многом дело случая, цели иногда можно найти через личные связи в пределах желательной отрасли. Этот способ работает лучше, когда желаемые компании-цели находятся в той же отрасли, что и покупатель, поскольку это увеличивает число компаний и торговых ассоциаций, с которыми у покупателя налажены контакты.
- *Посредники в торговле компаниями.* Брокер по торговле компаниями и инвестиционные банковские фирмы представляют интересы и покупателей, и предназначенных для продажи компаний. Передача таким фирмам критериев покупателя информирует их о том, что: покупатель находится в поиске, обозначая ориентиры относительно того, что ему требуется. Покупатель должен понимать, что использование посредников может приводить к предложению множества неподходящих кандидатов. Работа с посредниками может сопровождаться давлением двух типов:

1. Гонорар посредника или большая его часть выплачивается, только когда заключается сделка; следовательно, главной целью посредника является «сделка любой ценой».

2. Посредник нередко создает ощущение неотложности (иными словами, осуществляется давление на покупателя, чтобы тот действовал быстрее, дабы не упустить сделку).

Покупателям следует сопротивляться подобному давлению, а также побуждениям предлагать цену более высокую, чем оправдывает анализ стратегических выгод и синергии сделки. Для всех покупателей практически в любое время есть достаточное число возможных приобретений. Покупателям не следует бросаться на предложение, действовать слишком быстро или поддаваться желанию совершить какую-то конкретную сделку.

- *Поиск правильной цели.* Имея четко сформулированный список критериев, покупатель может искать компании и вступать с ними в контакт с целью определить уровень их заинтересованности. Этот процесс более труден, чем ожидание, пока посредники не идентифицируют цели, но он часто позволяет выявить те из них, которые не представлены никаким посредником. Через этот поиск можно найти исключительные цели, и при этом избегается ценовая конкуренция с другими покупателями.

Некоторые профессионалы в области оценки бизнеса и посреднические фирмы предлагают услуги по нахождению и установлению первоначального контакта с компаниями, не предлагаемыми на рынке, но соответствующими вашим критериям. Преимущества использования таких внешних источников следующие:

- Задача превращается в контрактную работу с определенным сроком исполнения в отличие от ситуации, при которой покупатель будет делать необходимые шаги лишь тогда, когда у него найдется время.
- Когда эту услугу оказывает оценочная фирма, она может использовать свои дружеские отношения с компанией и связаться с ее управленцами, чтобы начать процесс оценки автономной рыночной стоимости цели.
- Контакт, выполняемый сторонним профессионалом, может обходить попытки предлагаемых целей установить покупателя прежде, чем сам покупатель определит свой уровень заинтересованности.

Понятно, что компании-цели хотя и знают, собирается ли потенциальный покупатель оплачивать сделку денежными средствами и хочет ли он сохранить управленческий аппарат. Ранние контакты со стороны

покупателей ведут к тому, что цели задают такие вопросы именно в то время, когда внимание покупателя должно быть сосредоточено на том, чтобы как можно больше узнать о конкретной цели. Оценщики могут легко отклонять или задерживать ответы на такие вопросы, объясняя, что на данный момент у них нет полномочий, чтобы на них отвечать.

Шаг 7: Установление руководящих принципов процедуры первоначального контакта

Стратегия поиска должна формулировать руководящие принципы налаживания первоначального контакта с потенциальной компанией-целью, включая контроль над следующим:

- кто в компании-покупателе имеет доступ к этой информации;
- какая информация о покупателе может быть предоставлена;
- какие стратегические цели покупателя могут обсуждаться;
- какому персоналу разрешается участвовать в переговорах;
- кто имеет полномочия подписывать соглашения о неразглашении;
- какую минимальную информацию запрашивать у компании-цели.

Многие из этих информационных проблем могут упроститься благодаря посреднику, который повышает конфиденциальность для обеих сторон, зачастую при этом ускоряя процесс. При сборе первоначальной информации один из привлекательных вариантов и для покупателя, и для продавца — это разрешение покупателю подготовить оценку компании-цели. В обмен на сотрудничество в процедуре оценки покупатель обещает передать продавцу копию оценки справедливой рыночной стоимости компании. Эта информация помогает текущим владельцам получить представление о том, сколько стоит их компания и, что более важно, почему эта стоимость правильна. Вооруженный этой информацией покупатель может также рассчитать инвестиционную стоимость, включающую ожидаемые синергии, позволяя своему управленческому звену принять информированное решение о том, стоит ли продолжать переговоры.

Шаг 8: Установление процедур для рассмотрения рекомендаций команды поглощения

Следующий необходимый шаг в процессе поглощения — это проверка способности закрыть сделку менеджером, ведущим переговоры. Слишком часто члены команды поглощения из-за их близости к сделке становятся эмо-

ционально вовлеченными и теряют свою объективность. Компания может защитить себя от данной ситуации, создав комиссию для рассмотрения предложений команды поглощения либо назначив старшего менеджера, который должен выразить свое одобрение. Этот ревизионный процесс есть мера предосторожности, не допускающая, чтобы члены команды M&A лично ассоциировались со сделкой и в результате переплачивали в ней.

Когда установлена эта стратегия планирования поглощения, главной задачей становится дисциплина. Строго изучайте каждое предложение, чтобы гарантировать его пригодность в рамках более общей корпоративной стратегии, а затем анализируйте прогнозируемые риски и выгоды чистого денежного потока этой цели относительно цены, которую компания должна уплатить, чтобы получить их.

Установите до начала переговоров цену, при которой они прерываются, а проект отклоняется, поскольку скорректированная на риск прибыль не оправдывает цену. Если вооружиться данным процессом принятия решений, успех поглощения становится гораздо более вероятным.

Шаг 9: Определите тон письма о намерениях

Письмо о намерениях представляет собой предварительное «соглашение о согласии» сторон. По тону и содержанию оно может быть «жестким» либо «мягким», причем рекомендуется последнее. Указанный «мягкий» подход представляет добросовестное намерение рассмотреть все вопросы, существующие на момент подписания письма, но признает, что могут (вероятно) возникнуть дополнительные проблемы, которые должны быть разрешены в дальнейшем. «Мягкое» письмо нередко формулируется после проработки разных проектов в течение нескольких недель. «Жесткие» письма о намерениях обычно гораздо более детализированы, а их составление требует проведения обстоятельных переговоров на относительно ранней стадии процесса купли/продажи, и может потребовать многих редакций и недель до получения окончательного варианта. Зачастую они напоминают итоговое соглашение, определяющее окончательные условия продажи.

ПОДГОТОВКА К ПРОВЕРКЕ БЛАГОНАДЕЖНОСТИ

Частью предварительного планирования и покупателей, и продавцов является подготовка к неизбежной проверке благонадежности (due diligence), которая предшествует любому поглощению. Покупатели должны указать продавцам в своем письме о намерениях требуемую ими информацию. А продавцы должны начать эту подготовку на ранних ста-

днях процесса планирования продажи таким образом, чтобы вся необходимая информация для предполагаемых покупателей была доступна с достаточной степенью удобства и быстроты. Подготовка к проверке благонадежности помимо всего прочего помогает продавцам понять интересы покупателей и проблемы, которые должны решить продавцы, чтобы сделать компанию как можно более привлекательной для предполагаемых покупателей. Пример 4–6 демонстрирует обобщение традиционного запроса для проверки благонадежности.

Активность в сфере слияний и поглощений на рынке компаний среднего размера очень значительна по объему. Хотя она получает гораздо меньшую огласку, поскольку покупатели и продавцы нередко, как уже говорилось, являются частными компаниями, эти сделки составляют большую часть транзакций подобного рода в Соединенных Штатах.

Активность M&A для компаний среднего рынка во многих отношениях организована не лучшим образом. Многие продавцы и в меньшей степени покупатели оказываются вовлеченными как участники только в одну сделку в течение всего времени, когда они занимаются бизнесом. Кроме того, их консультанты в области права, налогообложения, оценки и посреднических услуг могут обладать ограниченными знаниями или опытом. Хотя некоторые отрасли консолидируются при значительной активности M&A, в других отраслях предполагаемые покупатели и продавцы зачастую сталкиваются с проблемой, обусловленной трудностью поиска идеальных кандидатов для совершения сделки.

Совокупность указанных обстоятельств подчеркивает важность для покупателей и продавцов понимания стоимости и влияющих на нее факторов, знания рынка, преимуществ предварительного планирования и подготовки для достижения успеха в сделках.

Пример 4–6.

Запрос информации для проверки благонадежности

A. Обзор компании

- Резюме ключевых служащих и организационная схема, включая все функциональные группы
- Самый последний бизнес-план и документы стратегического планирования
- Копии изданной корпоративной литературы и опубликованных в печати статей
- Планы, контракты и компенсационные соглашения по заработной плате и льготам для работников, существующие и/или рассматриваемые
- Численность работников (историческая и прогнозируемая)
- Копия уставных и регистрационных документов компании

Пример 4-6.
(продолжение)

**Запрос информации для
проверки благонадежности**

B. Собственность

- Список владельцев акций, опционов и варрантов, включая дату покупки/дарения, цену, количество акций
- История финансирования, включая количество акций, цены, привлеченные суммы, даты
- Сводка недавних передач опционов на акции, если таковые имеются, включая количество акций, цены исполнения, даты

C. Историческая и прогнозируемая финансовая информация

- Финансовые отчеты за последние пять лет, поквартально
- Распределение продаж по 10 лучшим клиентам на протяжении последних 5 лет
- Распределение продаж по ассортименту продукции, включая информацию о ценах и объеме
- Распределение эксплуатационных расходов по ассортименту продукции
- Резюме основной учетной политики
- Бюджет и маркетинговый план, по крайней мере на один год
- Финансовые прогнозы, по крайней мере на один год
- Сводка существенных исторических и планируемых капитальных затрат
- Все письма в адрес менеджмента от аудиторов (если они имеются) плюс ответы менеджмента (если таковые есть)
- Анализ старения дебиторской задолженности и опыты безнадежных долгов

D. Продукты и услуги

- Описание продуктов и услуг
- Описание бизнес-модели, политики ценообразования, прогнозов объема производства
- Данные о текущей доле рынка
- Список главных поставщиков

E. Продажи и маркетинг

- Описание продаж и дистрибуции по ассортименту продукции
- Статистика производительности и планы продаж для каждого отдела или линии продукции
- Рекламный план и бюджет
- Текущие маркетинговые материалы и типовые рекламные объявления
- Статистика веб-сайтов

F. Технология

- Описание технологических процессов
- Обзор процесса расходов, в том числе исторических и планируемых
- Список и/или описание находящихся в собственности патентов, лицензий, авторских прав, торговых марок
- Описание лицензированной технологии от третьих сторон

G. Прочее

- Список партнерств и ассоциаций, включая любые соглашения
- Копии арендных соглашений и кредитных договоров с банками
- Список компаний, с которыми ранее существовали плотные контакты, а также любая документация, относящаяся к этому, включая проекты и годовых соглашений
- Высшие юридические и бухгалтерские консультанты

Измерение синергетического эффекта

Через слияния и поглощения (M&A) покупатели могут разрушать значительную стоимость. Это неприятный и опасный возможный результат, которому каждый покупатель должен постоянно противостоять. Поскольку значительная часть привлекательности M&A сосредоточена вокруг синергетического эффекта, в этой главе будет рассказано, что это такое и как его измерять.

В разделе «Стратегия и процесс поглощения» главы 4 подчеркивается: план поглощения компании должен быть тесно привязан к общему стратегическому плану предприятия. По своей сути он должен вести компанию к стратегиям, увеличивающим ее чистый денежный поток для поставщиков капитала и в максимальной степени снижающим ее риск. Фактически, типичное поглощение — это решение о размещении долгосрочных капиталовложений, где покупатель приобретает торговые марки, процессы и технологии, а также материальные активы. Ресурсы размещаются исходя из ожидаемых в будущем доходов, которые предположительно возникнут в результате инвестирования, скорректированных на профиль риска.

Поглощения должны совершаться таким образом, чтобы увеличивать стоимость для акционеров. Они могут расширять продукцию или рынки компании, обеспечивать новую технологию, увеличивать ее эффективность или повышать потенциал роста бизнеса. Однако ни один из этих резуль-

готов не должен быть абсолютной целью. Поглощение должно увеличивать стоимость для акционеров путем сокращения риска компании или увеличения ее чистого денежного потока на инвестированный капитал. Это напоминание об обязательной цели компании делается потому, что потенциальные поглощения часто создают азиятаж, который может вызвать потерю менеджерами концентрации внимания на стоимости для акционеров.

Чтобы еще более заострить внимание на этом моменте, рассмотрим прибыль в результате инвестиций, когда одна публичная компания платит премию, чтобы приобрести другую публичную компанию. Когда Виско платит по 90 долл. за акцию, чтобы приобрести 100% Selco, рыночная цена которой накануне поглощения составляла 60 долл. за акцию, она платит на 30 долл. за акцию больше, чем могли бы заплатить ее акционеры, приобретая те же акции на открытом рынке, т. е. премия составляет 50%. В этом решении о поглощении содержится неясное послание акционерам компании-покупателя, что через данное приобретение она сможет создать стоимость, превышающую эту премию. Таким образом, решение основывается на предпосылке, указывающей следующее: в интересах акционеров *заранее* уплатить эту премию, поскольку менеджмент компании способен добиться ожидаемых синергетических эффектов. Чтобы акционеры в этом сценарии выиграли материально, менеджмент должен создать значительные прибыли, которые оправдают уплаченную премию. Нельзя отрицать невозможность успеха, но столь высокие цели в свете инвестиционных альтернатив требуют обоснованной оценки и анализа поглощения.

В дополнение к необходимости концентрации внимания на стоимости для акционеров, менеджеры и члены совета директоров должны также понимать, что M&A обычно является самой большой формой дискреционных расходов* компании. Такое решение часто оказывает большее воздействие на стоимость для акционеров, чем любое другое. Лишь немногие события, случающиеся в течение жизненного цикла бизнеса, способны изменить его стоимость столь быстро и значительно. Поглощения, как правило, привязывают компанию к выбранной стратегии на длительный период времени. По мере реализации проекта все труднее становится отказаться от принятых обязательств, особенно если первоначальная реакция рынка оказалась отрицательной. Наконец, поскольку компания обычно уплачивает за поглощение премию сверх справедливой рыночной стоимости, она зачастую стремится добиться трудно достигаемых синергетических эффектов, а это создает повышенный уровень неопределенности в успехе инвестиций.

* Дискреционные расходы — расходы сверх необходимых для нормального функционирования бизнеса, осуществляемые руководством компании по своему усмотрению. — Прим. ред.

ПРОЦЕСС ИЗМЕРЕНИЯ СИНЕРГИИ

Указываемые здесь риски M&A освещаются не для того, чтобы отговорить от совершения поглощений. Скорее, цель состоит в том, чтобы покупатели лучше осознали необходимость глубокого понимания, как оценивать потенциальные положения, чтобы создавать стоимость.

Определение синергии

Достижение синергии начинается с ясного понимания, что это такое. Такие определения синергетического эффекта, как «комбинация бизнесов, которая делает два плюс два равным пяти» или «интеграция выгод от объединения стратегий и экономии на масштабе», являются неточными и вводящими в заблуждение.

В своей книге «Занятия синергии: как проигрывают компании в игре поглощения» Марк Л. Сироуер дает синергетическому эффекту следующее определение и описание:

Синергия представляет собой увеличение эффективности деятельности объединенной фирмы сверх того, что две фирмы уже могут или должны выполнять как независимые.

Когда покупатели могут достичь результатов деятельности, которые уже ожидаются от цели, чистая текущая стоимость (net present value, NPV) стратегии поглощения отчетливо представляется следующей формулой:

$$NPV = \text{синергия} - \text{премия}.$$

На управленческом языке синергия означает: конкурировать лучше, чем кто-либо когда-либо мог ожидать. Это означает увеличение конкурентного преимущества сверх того, которое необходимо фирмам, чтобы выжить на своих конкурентных рынках*.

Таким образом, в ценах акций фирм-покупателей и фирм-целей уже отражены ожидания инвесторов относительно роста стоимости, которого может достигнуть компания, функционируя как отдельный бизнес. Синергия есть увеличение сверх этого ожидаемого роста, что делает успех в процессе поглощения гораздо более труднодостижимой целью. И шансы успешного достижения поставленной цели, как правило, уменьшаются

* Mark L. Sirower, *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game* (New York: The Free Press, 1997, 2000), pp. 20, 29.

на размер уплаченной при поглощении премии. Если значительная часть потенциала создания стоимости от поглощения выплачивается в форме премии продавцам, для приобретающей фирмы остается небольшой потенциал создания стоимости.

Этот факт поднимает связанную с этим проблему идентификации: какая из сторон — покупатель или продавец — создает синергетический эффект. Как правило, конкурентные преимущества объединенного предприятия, превосходя в результате производительность отдельных бизнесов, высвобождает покупатель; в том числе такие факторы, как увеличение доходов, сокращение расходов или усовершенствование технологий. Поэтому синергетическая стоимость обычно создается покупателем.

Но есть и исключения. Когда компания-цель обладает технологией или находящимся у нее в собственности процессом, который покупатель может приспособить и использовать в своем более широком деловом процессе, эта «рикошетирующая» синергия создается главным образом продавцом. Хотя покупатель приносит более широкую клиентскую базу, на которую может быть распространена выгода, ее создает именно компания-цель, как и стоимость, которая значительно превосходит ее стоимость как отдельного бизнеса.

Источники синергии

Синергетические выгоды, как правило, возникают из четырех потенциальных источников:

1. Увеличение доходов.
2. Сокращение расходов.
3. Усовершенствование процессов.
4. Финансовая экономия.

Увеличение доходов

Увеличение доходов может следовать из продаж большего числа единиц продукции и/или услуг. Это обычно достигается за счет обслуживания объединенным бизнесом более широкого рынка или предложения расширенного ассортимента продукции либо и того и другого вместе. Может также возникать рост цен на отдельные продукты/услуги, особенно когда объединенное предприятие создает серьезные стратегические преимущества, такие, как статус единственного поставщика той или иной технологии или продукта.

Прогнозируемое повышение доходов следует рассматривать с осторожностью. Оно часто зависит от многих внешних переменных, особенно от реакции клиентов и конкурентов. И то и другое может оказаться труднопредсказуемым. Кроме того, эти аспекты в значительной степени могут находиться вне контроля объединенного предприятия. Например, клиенты могут придерживаться политики, запрещающей чрезмерную зависимость от любого отдельного источника снабжения. Следует также предвидеть реакцию конкурентов, в том числе предложение новых продуктов или снижение цен.

Увеличения доходов можно достичь, если объединенная компания предлагает более широкий ассортимент продуктов или услуг, нередко используя преимущества обширной системы дистрибуции нового предприятия. Расширенный или улучшенный ассортимент продукции также может дать возможность объединенной компании конкурировать за клиентуру, которая не была доступна ни покупателю, ни компании-цели, когда они имели статус автономного бизнеса.

Сокращение расходов

Оценкам второго источника синергии — сокращения расходов — свойственно оказываться более предсказуемыми и надежными, чем увеличение доходов. За счет консолидации функций устраняются лишние должности, сходные основные фонды, а также накладные расходы. Величина этой выгоды обычно оказывается больше, когда компания-цель по размеру операций и обслуживаемых рынков подобна покупателю.

Чтобы достичь успеха в сокращении расходов, особое внимание следует заранее уделить таким вопросам, как названия должностей и распределение обязанностей. У различных компаний они обычно отличаются, обуславливая сложность вопроса, связанного с выяснением, какие конкретно функции могут быть ликвидированы. Вопросы окладов и заработной платы, в частности, требуют особой бдительности, так как, хотя некоторые должности и могут быть сокращены, лица, занимавшие их, иногда остаются на новом предприятии в ином отделе или на должности с другим названием.

Усовершенствование технологий и процессов

Усовершенствование процессов происходит, когда объединенное предприятие берет на вооружение наиболее работоспособные или эффективные методы, использовавшиеся компанией-целью или покупателем. Эти

улучшения зачастую являются результатом распространения более совершенных технологий или процессов в расширившейся среде объединенного предприятия. Усовершенствования способны вызывать повышение доходов или сокращение расходов, а также повышение эффективности производственных процессов или более действенный маркетинг и дистрибуцию.

Финансовая экономия

Четвертый источник синергии — финансовая экономия — часто истолковывается неправильно. Затраты на капитал компании-цели могут быть уменьшены через поглощение более крупной компанией, которая устраняет многие из рисков, свойственных цели как автономному бизнесу. Эта финансовая экономия повышает инвестиционную стоимость цели, но не ее справедливую рыночную стоимость. Комбинация может снизить затраты финансирования объединенного предприятия, а также повысить эффективность с точки зрения условий долгосрочного кредитования, регулирования денежных операций и управления оборотным капиталом.

Однако стоимость компании-цели нельзя увеличить путем приписывания ей более низких затрат на капитал через использование дополнительного заемного финансирования. Поскольку эта выгода доступна любому покупателю, такие финансовые манипуляции редко имеют подлинный потенциал создания стоимости.

Объединенное юридическое лицо может также создавать некоторые налоговые выгоды. Например, используя перенос чистых убытков от основной деятельности компании или возможность зарегистрироваться в юрисдикции, предоставляющей благоприятные ставки по налогообложению. Но покупатели должны понимать: большинство видов финансовой экономии не способно существенно улучшить стратегическую позицию компании, и они редко должны являться движущей силой сделки.

КЛЮЧЕВЫЕ ПЕРЕМЕННЫЕ ПАРАМЕТРЫ В ОЦЕНКЕ СИНЕРГИЙ

Оценивая потенциальную экономию от каждого из этих источников синергетического эффекта, члены команды M&A должны неуклонно сосредотачиваться на трех переменных, способных существенно влиять на точность оценки и расчета предполагаемой синергии.

1. *Размер выгоды от синергетического эффекта.* Стоимость синергии должна быть количественно определена в прогнозе чистых денеж-

ных потоков, включающем оценки доходов, расходов, издержек финансирования и налогообложения, а также инвестиций в оборотный капитал и основные средства. Каждый компонент прогноза, особенно все предполагаемые улучшения, должен быть подвергнут строгой критике. Члены команды поглощения должны сопротивляться естественной склонности стремиться к завершению сделки на эмоциональной почве, очень часто приводящей к чрезмерно оптимистическим оценкам доходов и расходов. Каждый элемент прогноза должен быть оценен аккуратно и по возможности точно.

2. *Вероятность достижения.* Объединение бизнесов будет предполагать различные выгоды, часть из которых имеет очень высокую вероятность успеха, в то время как другие остаются весьма спорным мероприятием. Например, вероятность возможной ликвидации административных расходов, связанных с советом директоров компании-цели, равна приблизительно 100%. Наоборот, достижение некоторых коммерческих целей в условиях жесткой конкуренции, по всей вероятности, гораздо менее определено. Эти различия должны быть отмечены и учтены в прогнозе. Расчет вероятности различных сценариев — скажем, оптимистического, наиболее вероятного и пессимистического или через моделирование по методу Монте-Карло — помогает измерить диапазон возможных результатов. Менеджмент должен быть особенно чувствительным к возможным перспективам ухудшения и их последствиям.
3. *Время получения выгод.* Команда M&A покупателя должна понимать, что, в то время как поглощение обычно совершается в виде единственной сделки, выгоды от нее накапливаются в течение всего периода прогноза, способного охватывать много лет. Стоимость поглощения и его успех критически связаны с достижением увеличенных денежных потоков согласно прогнозируемому календарному плану. Любые задержки отдалют время получения денежных потоков, уменьшая их текущую стоимость. Следует избегать искушения ускорить наступление момента повышения доходов или сокращения расходов, а время, необходимое для достижения каждого предполагаемого улучшения, рассмотреть столь же критически, как и его размер. История M&A полна случаев, когда необоснованное ускорение улучшений с целью увеличить привлекательность поглощения приводило к завышенной оценке стоимости синергии. Команда M&A, поддающаяся этому желанию, обманывает себя в первую очередь.

Здесь следует подчеркнуть важность объективности и строгой проверки фактов в экспертизе прогнозируемых синергетических эффектов. Инвесторы ожидают роста эффективности и покупателя, и компании-цели на величину, которую они устанавливают для каждой компании как отдельного бизнеса. Синергии, связанные с поглощением, должны отражать улучшения сверх уже ожидаемых достижений. Чтобы создать стоимость, совокупная стоимость этих синергетических эффектов должна превысить премию, уплаченную покупателем сверх справедливой рыночной стоимости. Таким образом, каждую прогнозируемую синергию следует подвергнуть активной критике с точки зрения предполагаемой величины, вероятности и времени достижения выгоды. Компании, упускающие этот процесс из виду, напрашиваются на неприятные сюрпризы и разочарования в будущем.

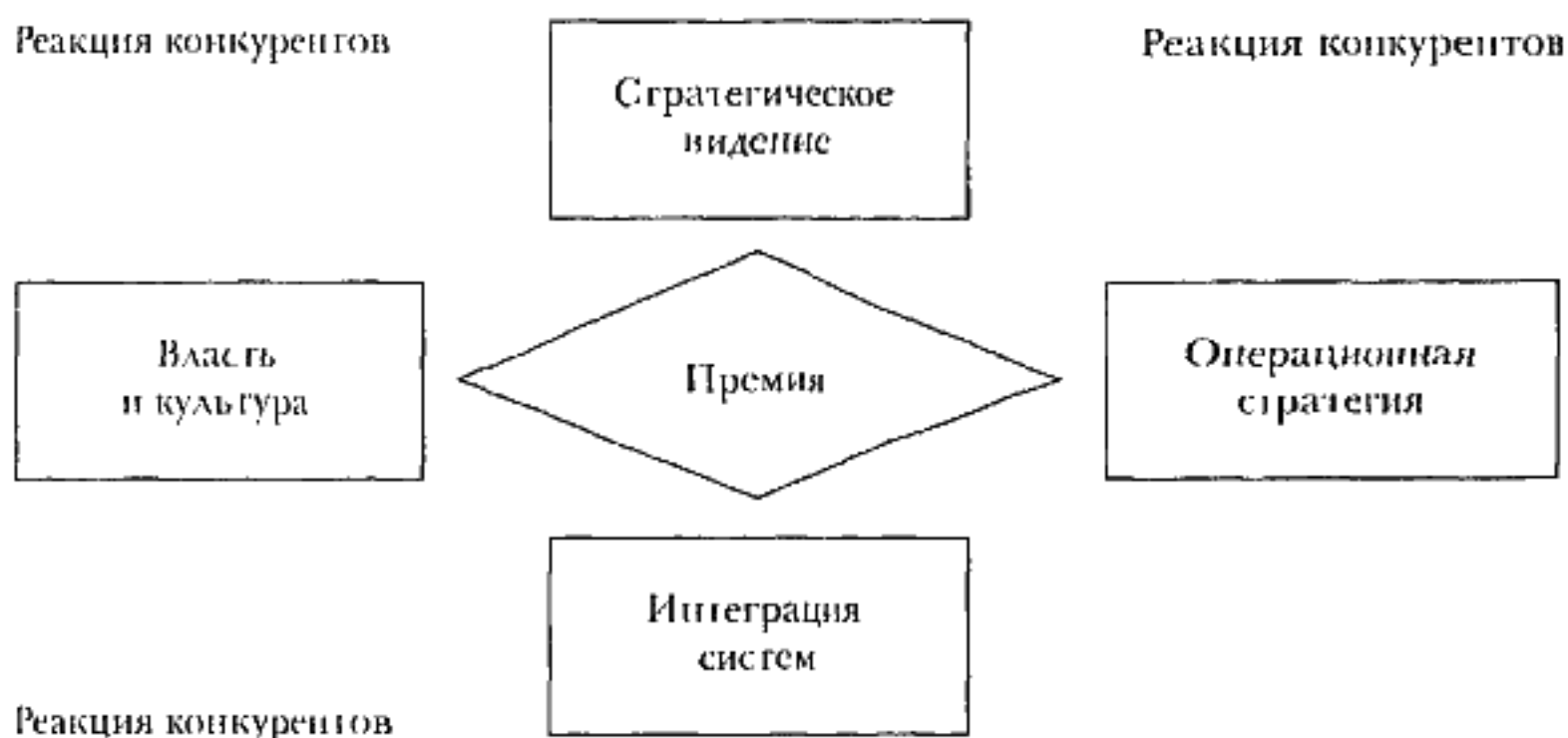
СИНЕРГИЯ И ПЛАНИРОВАНИЕ НА ПЕРСПЕКТИВУ

Процесс планирования поглощения, описанный в главе 4, подчеркивал необходимость привязывания плана поглощения к общему стратегическому плану компании. В данном контексте каждое поглощение должно оцениваться в свете вероятности достижения предсказанных синергетических эффектов. Марк А. Сироуер называет «краеугольные камни синергии» четырьмя элементами стратегии поглощения, которые должны присутствовать для достижения успеха в синергии. Как показано в примере 5-1, отсутствие любой из этих четырех составляющих, согласно Сироуеру, обрекает проект на гибель.

Краеугольные камни Сироуера включают в себя:

- *Стратегическое видение (strategic vision)*. Представляет цель комбинирования бизнесов, которая должна оставаться постоянным ориентиром для рабочего плана поглощения.
- *Операционная стратегия (operating strategy)*. Представляет конкретные рабочие мероприятия, необходимые для достижения в объединенном предприятии стратегических преимуществ над конкурентами.
- *Интеграция систем (systems integration)*. Сосредоточена на осуществлении поглощения при сохранении поставленных ранее целей деятельности. Для достижения успеха они должны весьма подробно планироваться до поглощения, чтобы можно было выдержать календарный план возникновения синергетических улучшений.

Пример 5-1. Краеугольные камни синергии Сироуэра



Источник: Mark L. Sirower, *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game* (New York: The Free Press, 1997, 2000), p. 29.

- *Власть и культура (power and culture)*. Поскольку корпоративная культура изменяется в результате поглощения, должна быть определена и внедрена структура принятия решений в объединенном предприятии, в том числе процедуры сотрудничества и разрешения конфликтов. Успех интеграции требует эффективности всей вновь объединенной организации, что вызывает необходимость в ясности целей.

Синергия приобрела почти мифическую репутацию в сфере M&A из-за выгоды, которую она якобы приносит. Относитесь с осторожностью к этому вознаграждению. В действительности оно может оказаться мифом.

Объединение компаний может приносить улучшения, но они должны превышать усовершенствования, которые инвесторы уже ожидают от покупателя и компании-цели, действующих отдельно. Уровень этих ожидаемых автономных улучшений есть первая планка, которую должно преодолеть любое объединенное предприятие. Когда покупатель выплачивает премию акционерам компании-цели, текущая стоимость любых выгод, приносимых объединенным предприятием, должна быть уменьшена на эту премию. Таким образом, чем выше уплаченная премия, тем ниже потенциальные выгоды покупателя. Покупатели также

должны понимать: передавая первоначальные синергетические выгоды продавцу в виде премии, они остаются с задачей достижения остающихся синергетических эффектов, что нередко оказывается наиболее трудным делом.

Синергии не должны быть мифическими. Они должны представлять собой прошедшие жесткую критику, точно спрогнозированные и соответственно продисконтированные чистые денежные потоки, которые отражают вероятность успешного их достижения в рамках тщательно построенных и проверенных не один раз календарных планов.

Подходы и основные принципы оценки

Достоверная оценка требует правильного применения существующих подходов с целью определения стоимости, которая представляет собой ясное понимание инвестиций в продаваемый или приобретаемый бизнес и аккуратное измерение доходов, генерируемых компанией. Поэтому с целью повышения обоснованности процесса оценки настоящая глава представляет: 1) три подхода к оценке; 2) модель инвестированного капитала для оценки вложенных в бизнес инвестиций; 3) чистый денежный поток как наиболее адекватный показатель дохода для поставщиков капитала компании; 4) корректировку финансовых отчетов компании с целью наиболее достоверного отражения результатов хозяйственной деятельности; 5) математические методы управления инвестиционным риском.

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Компании различаются по характеру своих операций, обслуживаемым рынкам и имеющимся в распоряжении активам. По этой причине совокупность знаний в области оценки бизнеса выработала три основных подхода, изложенных в примере 6-1, с помощью которых могут оцениваться компании.

Пример 6-1.

Подходы к оценке бизнеса



Внутри каждого подхода существуют методологии, которые могут применяться в различных процедурах. Например, мы можем использовать процедуру дисконтированного денежного потока, применяя метод дисконтирования в рамках доходного подхода.

Доходный подход описан в главе 7, а главы 8 и 9 посвящены разработке соответствующих норм доходности в рамках этой концепции. Главы 10 и 11 знакомят с подходами, основывающимися на использовании рыночной информации и сведений об активах. Теория оценки бизнеса требует, чтобы оценщик пытался использовать каждый из этих трех подходов в каждом случае оценки, хотя осуществить это не всегда возможно. Например, компания может не иметь положительного дохода для дисконтирования или капитализации, что не позволит применить доходный подход. Использование рыночного подхода может оказаться невозможным из-за отсутствия аналогичных компаний для сравнения. Подход на основе активов без использования метода избыточных прибылей (который, как правило, не применяется в оценках для целей слияний и поглощений) не способен точно отображать общую нематериальную стоимость или стоимость репутации фирмы (goodwill), которая не отображается по рыночной стоимости в балансовом отчете компании. Таким образом, каждый из подходов имеет ограничения, которые могут сужать возможности для его применения или снижать эффективность в каждом конкретном случае оценки. Однако еще более важно понимать, что каждый подход привносит особую точку зрения на стоимость и ее факторы. Доходный подход наиболее часто рассматривает будущие прибыли, дисконтированные с целью отражения уровня их

относительного риска. В то же время рыночный подход устанавливает стоимость на основе цены, уплаченной за альтернативные инвестиции. Наконец, подход на основе активов устанавливает стоимость, основанную на гипотетической продаже базовых активов компании. Сильные и слабые стороны каждой методологии, характер каждой конкретной оценки и обстоятельства, имеющие место в оцениваемой компании и отрасли, в которой она работает, определяют, какой из подходов может использоваться и какова будет относительная надежность результатов применения данного подхода. То, как оценивать эти результаты, описывается в главе 13, а в примере 13–1 дается обобщение обстоятельств, при которых каждый подход, как правило, оказывается наиболее приемлемым.

В данном кратком обзоре подходов к оценке бизнеса при слияниях и поглощениях принимается, если не сказано иное, что оцениваемый бизнес жизнеспособен и является действующим. Для компаний, подлежащих ликвидации или находящихся в состоянии длительного кризиса, могут потребоваться иные условные допущения и процедуры оценки.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ МОДЕЛИ ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ ОЦЕНИВАЕМЫХ ИНВЕСТИЦИЙ

Для целей слияния и поглощения инвестиции в компанию, как правило, определяются как *инвестированный капитал (invested capital)* бизнеса, представляющий собой сумму его заемного и собственного капиталов. Данный расчет приведен в примере 6–2.

Вычитание кредиторской задолженности из текущих активов дает чистый оборотный капитал (*working capital*) компании. Также удаляются неработающие активы с соответствующим уменьшением собственного капитала владельца. В результате остаются чистые операционные активы, используемые бизнесом, процентный заемный капитал и собственный капитал, в совокупности представляющие инвестированный капитал, который используется для финансирования.

Имейте в виду: все общие нематериальные характеристики компании, включая персонал, клиентов и технологии, будут включены в расчет стоимости инвестированного капитала. Инвестированный капитал также называют стоимостью компании как действующего бизнеса, поскольку оценивается все предприятие, включая чистые материальные и нематериальные активы. Главная причина, по которой для целей слияний и поглощений оценивается инвестированный капитал, а не просто собственный капитал, — это стремление не допустить потенциальных

Пример 6-2. Расчет инвестированного капитала

Балансовый отчет	
Активы (за исключением переработанных)	Обязательства Кредиторская задолженность Процентные кредиты и займы Собственный капитал
Всего операционных активов ¹	Всего обязательства и собственный капитал ¹
Минус. Кредиторская задолженность	Минус Кредиторская задолженность
Чистые операционные активы	Инвестированный капитал

¹ Все операционные активы и пассивы должны быть приведены к рыночной стоимости.

искажений, которые могут быть вызваны изменениями в структуре капитала компании. Инвестированный капитал часто называют *бездолговой моделью (debt-free model)*, так как он отражает бизнес до определения относительных уровней заемного и собственного капитала. Цель состоит в том, чтобы рассчитать стоимость компании перед рассмотрением вопроса, каким образом финансируется ее деятельность: с помощью заемного или собственного капитала. Каждый покупатель может выбрать любой способ финансирования компании. Однако подобное решение не должно влиять на стоимость бизнеса. Его деятельность должна иметь одну и ту же стоимость независимо от того, каким образом осуществляется финансирование. Обратите также внимание на то, что из инвестированного капитала исключаются любые кредиты и займы, связанные с поглощением, так как стоимость не должна искажаться возможными вариантами финансирования.

Поскольку модель инвестированного капитала изображает компанию без учета структуры капитала, прибыль компании, ее доход или денежный поток должны рассчитываться на бездолговой основе. В то же время затраты на капитал или операционные мультипликаторы должны учитывать заемные и собственные источники финансирования. Эти вопросы будут описаны в главах 9, 10 и 11 после более подробного рассмотрения вопросов прибыли и норм доходности.

ПОЧЕМУ ЧИСТЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК ИЗМЕРЯЕТ СТОИМОСТЬ С НАИБОЛЬШЕЙ ДОСТОВЕРНОСТЬЮ

Как мы говорили в первых двух главах, создание стоимости компании в конечном счете может быть определено как скорректированный на риск чистый денежный поток, который становится доступен для поставщиков капитала. Если цена акций компании растет в результате внедрения новой технологии, улучшения ассортимента продукции, более эффективных процессов или иной аналогичной причины, это приводит к увеличению денежных средств, получаемых поставщиками капитала. Таким образом, стоимость неизбежно привязана к денежному потоку. Вот почему в контексте оценки обычно используется фраза: «Главное — деньги». Инвесторы и менеджеры привыкли видеть, что результаты работы компании выражаются как некий уровень прибыли до или после уплаты процентов или налогов. Конечно же, первая трудность с прибылью состоит в том, что она не представляет собой ту сумму, которая может быть потрачена. Прибыль как таковая часто не может показать истинную сумму, доступную поставщикам капитала. Например, компания может иметь внушительную прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT), но если большая часть или вся она уходит на проценты, налоги, reinvestиции в компанию для пополнения оборотного капитала или капиталовложения, необходимые для финансирования планируемых операций, то для поставщиков капитала наличной прибыли может и не остаться.

В закрытых компаниях прибыль часто представляется как чистый доход до или после налогообложения. Поскольку это есть прибыль на собственный капитал, получаемая после учета затрат на выплату процентов, она отражает предпочтение существующего владельца в пользу относительных уровней финансирования за счет заемного и собственного капитала. Покупатели хотят видеть точную картину истинных результатов работы компании до влияния структуры финансирования, поэтому следует представлять прибыль на инвестированный, а не на собственный капитал.

Расчет чистого денежного потока на инвестированный капитал

Поскольку финансовые отчеты для передачи внешним сторонам обычно готовятся в соответствии с общепринятыми стандартами бухгалтерского учета (GAAP), чистый денежный поток на инвестированный капитал (NCF_K) нигде в отчетах, включая отчет о движении денежных средств,

Пример 6-3.

Чистый денежный поток
на инвестированный капитал

Математический символ	Составляющая
	Чистый доход после уплаты налогов
+	Затраты на выплату процентов, очищенные от налога на доходы (уплачиваемые проценты $\times (1 - t)$)
=	Чистый доход на инвестированный капитал
+	Неденежные списания доходов (например, износ и амортизация) ^a
-	Капиталовложения (основные средства и другие внеоборотные операционные активы) ^a
+ или -	Изменения в оборотном капитале ^{a, b}
+	Дивиденды, выплаченные по привилегированным акциям или другим старшим ценным бумагам, если таковые имеются ^c
=	Чистый денежный поток на инвестированный капитал

В прогнозе эти суммы должны быть на уровнях, необходимых для поддержания ожидаемых будущих операций, а не просто средние или фактические ретроспективные величины, либо суммы, ожидаемые в следующем году.

^a Помните, что модель инвестированного капитала имеет «бездолговой характер», поэтому из текущих пассивов следует удалить весь заемный капитал, за который платятся проценты. Вообще говоря, это уменьшит денежное значение роста оборотного капитала.

В большинстве оценок этот пункт равен нулю, поскольку обычно отсутствуют какие-либо привилегированные акции или другие старшие классы ценных бумаг, приносящих дивиденды.

не отображается. Однако его можно легко рассчитать, как показано в примере 6-3.

При рассмотрении примера более очевидными становятся положительные стороны использования чистого денежного потока. Он представляет собой сумму, которую можно изъять из бизнеса без ущерба для будущей деятельности, так как были учтены все внутренние потребности компании. Вот почему чистый денежный поток часто называют свободным денежным потоком (free cash flow).

Чистый денежный поток на инвестированный капитал является единственным показателем, точно отображающим истинные возможности компании по созданию богатства. Он показывает доходы компании до уплаты налогов, дивидендов и процентов по нему, не допуская искажений, кото-

рые могут вызываться различными уровнями заимствования. Это мера денежного потока, а не прибыли, так как инвесторы могут тратить только наличные денежные средства, а не прибыли, отражаемые в отчетах компании. NCF_K представляет собой чистый доход после налогообложения, а также после обеспечения внутренней потребности компании в капитальных затратах и оборотном капитале. Таким образом, он представляет истинный денежный поток, доступный поставщикам заемного и собственного капитала после уплаты налогов и удовлетворения внутренних нужд компании в реинвестировании средств.

Как будет далее объяснено в главе 7, чистый денежный поток компании может быть спрогнозирован на несколько будущих лет или в долгосрочном периоде. При расчете чистого денежного потока в течение долгосрочного или ограниченного периода почти всегда следует поддерживать определенные соотношения между составляющими, вовлекаемыми в данный процесс. Чтобы отражать инфляцию и рост, капитальные затраты должны превышать амортизационные списания вложений предыдущих периодов. Аналогичным образом изменение оборотного капитала должно вызывать уменьшение чистого денежного потока, поскольку отток денежных средств, необходимый для финансирования роста дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов, должен превышать приток денег, обеспеченный увеличением и накоплением кредиторской задолженности.

ЧАСТАЯ НЕОБХОДИМОСТЬ ВЕСТИ ПЕРЕГОВОРЫ, ОТТАЛКИВАЯСЬ ОТ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДОХОДА

Рынок M&A, особенно для средних и малых компаний, редко бывает хорошо организованным. Как говорилось ранее, многие участники в течение всей своей карьеры имеют дело только с одной сделкой такого рода, да и большинство консультантов из числа бухгалтеров, юристов и банкиров редко сталкиваются с подобными сделками. Отсутствие организованного рынка и неопытность участников нередко приводят к тому, что продавцам приходится охотиться на возможных покупателей, а покупателям искать потенциальные компании для инвестирования через личные контакты и отраслевые ассоциации или списки рассылки.

В этой среде ожидания часто оказываются не соответствующими действительности и изобилует ложная, неадекватная информация, так как участники ищут короткие пути или простые формулы, чтобы быстро и удобно рассчитать стоимость. В такой ситуации обычно используется стоимость, основанная на мультипликаторах EBIT или прибыли до уплаты

процентов, налогов и вычета амортизации (EBITDA). Продавцы, в частности, предпочитают эти показатели, так как они дают относительно высокие значения прибыли, которые выглядят впечатляюще. Проблема состоит в том, что это не является действительной прибылью, так как еще не уплачены налоги на доходы и не удовлетворены внутренние потребности компании в реинвестициях. Иными словами, ни EBITDA, ни EBIT не отражают денежных средств, которые могут быть извлечены поставщиками капитала.

Так каким же образом каждой из сторон — продавцу, желающему знать, сколько в действительности стоит компания, независимо от переговорной стратегии, или покупателю, ведущему переговоры с продавцом, который называет указанные величины, — справиться с вероятной пуганицей? Ключ к решению этой проблемы — последовательное выполнение всех расчетов стоимости с использованием чистого денежного потока на инвестированный капитал. В этом процессе участник сделки будет использовать истинную прибыль, доступную поставщикам капитала, а также наиболее достоверные и надежные нормы доходности. Когда продавцы или их посредники ссылаются на безосновательные мультипликаторы EBIT или EBITDA, покупатели должны требовать разъяснения последовательности их определения. Информированный участник, будь то покупатель, продавец или посредник, как правило, увидит отсутствие обоснованности не соответствующих действительности мультипликаторов и, что более важно, сумеет объяснить, почему они не отражают реальную стоимость.

Наиболее распространенные причины, в силу которых мультипликаторы EBIT или EBITDA искажают стоимость, следующие:

- *Недостоверная прибыль* — расчет EBIT или EBITDA недостоверен в сравнении с историческими или будущими результатами работы, учитывая вероятные отраслевые и общеэкономические условия.
- *Смещение стратегической стоимости со справедливой рыночной стоимостью* — инвестиционные банкиры или брокеры могут приводить мультипликатор EBIT, который был получен на основе одной или нескольких сделок, где покупатель уплатил наиболее высокую цену. Необычные синергии, присущие именно той сделке, вполне возможно, оправдывали такой мультипликатор, но он редко представляет «рынок», особенно если подобные синергетические эффекты недоступны другим покупателям.
- *Несоизмеримая компания-аналог* — выбор для соответствующего сравнения коэффициентов публичных компаний, которые намного

крупнее, либо лидеров отрасли, недостаточно сходных с целевой компанией.

- *Неподходящая дата* — выбор коэффициентов сделки, которая недостаточно близка к дате оценки, а потому может отражать иные общеэкономические или отраслевые условия. Подобные искажения могут возникать в результате смещения показателей доходов и соответствующих мультипликаторов. Например, извлечение мультипликатора для чистого дохода и применение его к EBIT.
- *Выбор среднего мультипликатора* — неразборчивое использование среднесрифметического или медианного коэффициента, полученного на основе выборки группы компаний, когда целевая компания может существенно отличаться от средних характеристик для этой группы.

Решение: когда разумные инвесторы находят, что должны вести переговоры, основываясь на мультипликаторах прибылей, они определяют стоимость, используя NSF_{ic} , а затем выражают эту стоимость как мультипликатор EBIT или любой другой показатель прибыли, который противоположная сторона предпочитает использовать в переговорном процессе.

Вторая убедительная причина для выбора чистого денежного потока, а не показателя бухгалтерских прибылей следует из вариантов, имеющих для вычисления нормы доходности. Эта ставка, или мультипликатор как ее отражение, применяется к прибыли в процессе дисконтирования, капитализации или умножения для расчета стоимости. Надежность получаемой стоимости явно зависит от точности и взаимозависимости двух исходных переменных уравнения — прибыли и нормы доходности, или мультипликатора. Публичные рынки, опираясь на многолетний исторический опыт, дают основу для высоконадежных долго-, средне- и краткосрочных норм доходности по чистому денежному потоку. На американском рынке эти данные рассчитываются с 1926 года и демонстрируют фактические прибыли в денежном выражении, полученные кредиторами и инвесторами, а также соответствующие нормы доходности, полученные от этих инвестиций. Эти нормы отражают *будущий* выбор покупателей, т.е. *текущие* цены, уплаченные за ожидаемый *будущий* чистый денежный поток доходов на инвестированный капитал. Эти данные дают оценщикам превосходную картину риска, принимаемого инвесторами, в сравнении с ожиданиями прибыли и точное указание требуемых ими норм доходности от инвестиций с различными уровнями риска.

Важно подчеркнуть, что не существует данных, подобных историческим сведениям по норме доходности, для других часто публикуемых пока-

зателей прибыли, включая EBITDA, EBIT, чистый доход до налогообложения и чистый доход после налогообложения. Ни один из этих показателей не отражает чистого денежного дохода, фактически доступного акционерам. Все они — просто показатели исторических результатов деятельности без какой-либо привязки к инвестированным суммам. В подобном виде невозможно увязать эти исторические результаты с ценами, которые уплатили инвесторы за ожидаемую в будущем прибыль от инвестиций. Глава 8 иллюстрирует возможные ошибки и искажения, возникающие в результате использования исторических норм доходности.

КОРРЕКТИРОВКА ФИНАНСОВЫХ ОТЧЕТОВ

Корректирование финансовых отчетов компании-цели, обычно называемое «нормализацией», преобразовывает отраженную бухгалтерскую информацию в значения, показывающие истинные экономические результаты, финансовое положение и денежный поток компании. Различия между суммами, фигурирующими в финансовых отчетах, и рыночной стоимостью чаще всего возникают по одной или нескольким из следующих причин:

- Решение минимизировать налоги, включая чрезмерную компенсацию, дополнительные выплаты служащим, арендную плату или другие платежи по ценам выше рыночных, производимые владельцам или другим родственным сторонам.
- Поправки, необходимые для изменения методов бухгалтерского учета, в том числе переход от кассового метода к методу начисления либо от одного метода учета запасов или начисления износа к другому.
- Поправки по внеоперационным и/или неповторяющимся позициям, включая избыток или дефицит активов, личные активы на балансе компании или личные расходы, оплаченные предприятием, а также статьи доходов или расходов, не связанные с текущими операциями.
- Различия между рыночной стоимостью активов и суммами, по которым они учтены в бухгалтерских книгах компании.

При оценке малых компаний возрастает значение многих из этих нормализующих поправок. Средние или крупные предприятия могут иметь характеристики, тоже требующие корректировок, но эффект от этого может оказаться незначительным. Скажем, превышение фонда заработной платы на 100 тыс. долл. над среднерыночными нормами может привести к значительному изменению стоимости компании с ежегодным

объемом продаж в 1 млн. долл. В то же время оно, скорее всего, окажется несущественным для бизнеса с объемом продаж в 50 млн. долл. Малые компании также более часто имеют скомпилированные или пересмотренные финансовые отчеты, не подвергнутые аудиту, либо используют кассовый, а не накопительный принцип бухгалтерского учета. Таким образом, в случаях с малыми компаниями нередко требуется внести большое количество корректировок, относительное воздействие которых отличается более значимым эффектом.

Поправки могут вноситься одновременно и в отчет о доходах, и в балансовый отчет, или один из них корректируется без соответствующих изменений в другом. Например, прибыль или убыток, не носящие регулярного характера, могут быть удалены из отчета о доходах без внесения каких-либо поправок в балансовый отчет.

Наиболее часто в процессе слияний и поглощений покупатель приобретает контрольный пакет акций компании-цели. Это даст покупателю полномочия контролировать доход и при желании манипулировать им. Вместе с тем миноритарные акционеры, как правило, не обладают подобными возможностями контроля. По этой причине первая категория поправок, перечисленных выше, называется «поправками контрольного характера» и обычно должна использоваться только при оценке контрольного пакета акций компании. Типичные поправки контрольного характера включают в себя:

- Компенсация, в любой форме выплачиваемая владельцам, контролирующим бизнес, выше или ниже среднерыночного уровня.
- Арендная плата, выплачиваемая за недвижимое имущество или оборудование, принадлежащее владельцу контрольного пакета акций и арендуемое компанией, выше или ниже среднерыночного уровня.
- Родственники или протеже в штате компании, которым выплачивается компенсация выше или ниже среднерыночного уровня.
- Активы, такие, как автомобили, самолеты, квартиры, членские права в организациях и т.д., находящиеся во владении и/или оплачиваемые бизнесом для использования владельцами контрольного пакета акций, но которые можно было бы не предоставлять независимому работнику, нанятому для выполнения той же работы.
- Страховые премии по полисам, бенефициаром которых корпорация не является.
- Ссуды корпорации владельцам контрольного пакета акций по ставкам выше или ниже рыночных.

В не столь распространенных обстоятельствах оценки М&А, когда целью является миноритарная доля собственности, решение не вносить поправки контрольного характера в доход может привести к получению очень низкой или нулевой стоимости указанных миноритарных интересов. Такая низкая стоимость часто отражает слабость позиции миноритарного собственника относительно положения владельца контрольного пакета акций. (Стоимость миноритарного пакета акций может быть увеличена путем внесения в акционерное соглашение* соответствующих условий, ограничивающих доступ владельцев контрольного пакета акций к денежному потоку компании.) В качестве альтернативы может использоваться прибыль владельцев контрольного пакета акций после внесения поправок контрольного характера, а к полученному значению стоимости затем может применяться миноритарная скидка. Однако прибегать к этому не рекомендуется, поскольку стоимость при этом часто искажается, так как скидка за миноритарный характер пакета может не отражать различия в доходах миноритарных и контролирующих бизнес собственников. Вопросы внесения поправок описываются далее в главах 11 и 12.

Корректировка балансового отчета

Внесение поправок в балансовый отчет в первую очередь обусловлено необходимостью преобразования стоимости активов из балансовой в рыночную. В контексте работающего предприятия рыночная стоимость обычно представляет собой стоимость «имеющихся и используемых» активов, в отличие от исторической остаточной балансовой стоимости либо ликвидационной стоимости. Излишки или дефицит активов также должны учитываться, а для определения требуемого баланса часто используются отраслевые нормы. Внеоперационные (неработающие) активы, такие, как самолеты или жилье, находящиеся в личном пользовании владельцев, или недвижимое имущество, не используемое в деятельности компании, должны быть удалены из балансового отчета, а чистый результат этих изменений должен быть отнесен на счет собственного капитала, чаще всего на нераспределенную прибыль. В случае если недвижимая собственность, используемая бизнесом, принадлежит аффилированным сторонам, для того чтобы определить, требуется ли корректировка дохода, выплачиваемую арендную плату следует сравнить с

* В российских условиях — Устав акционерного общества. — Прим. ред.

рыночными ставками. Также необходимо учесть, войдут ли эти активы в сделку по продаже.

В главе 11 подробно перечисляются и объясняются конкретные корректировки, вносимые в балансовый отчет.

Корректировка отчета о доходах

Поправки вносятся в отчет о доходах с целью преобразования опубликованных финансовых результатов компании в ее истинные экономические результаты. Покупатели часто приобретают бизнес, чтобы получить будущие прибыли компании. Они обычно отображаются в прогнозе, когда поглощение находится на стадии рассмотрения, чтобы покупатели могли оценить исторические результаты работы компании и — что более важно — ее будущее. Прогноз нередко требует следующих корректировок, производимых в отчете о доходах:

- *Неповторяющиеся статьи доходов.* Источники разовых доходов, такие, как прибыль от продажи активов, доходы по страховым полисам, крупная сделка по продаже клиенту при обстоятельствах, повторения которых не ожидается, или прибыль от отчуждения собственности, должны быть вычтены из дохода компании, так как они не отражают постоянную доходность бизнеса.
- *Неповторяющиеся статьи расходов или убытков.* Расходы, повторения которых не ожидается. Например, убытки при продаже активов, расходы на смену местоположения, затраты на реструктуризацию или другие разовые расходы, не отражающие постоянную производительность компании, должны быть прибавлены к доходу.
- *Внеоперационные статьи доходов или расходов.* Процентный или дивидендный доход сверх сумм, заработанных по денежным остаткам на уровне основной деятельности, рентный доход от активов, не используемых бизнесом, а также внеоперационные расходы вроде благотворительных пожертвований или расходов на деятельность, не являющуюся частью основного бизнеса, должны быть прибавлены к доходу или вычтены из него.
- *Привилегии владельцев.* Выплаты, производимые компанией акционерам или другим протежируемым ими сторонам, в форме заработной платы, премий и дополнительных льгот любого вида, которые находятся выше или ниже рыночных ставок, должны быть откорректированы до рыночных уровней. Когда таким лицам выплачивается компенсация на среднерыночном уровне, но они не обеспечи-

вают адекватного выполнения служебных обязанностей, необходимых для деятельности компании, не следует вносить никаких поправок, если покупатель собирается заменить этих людей компетентными специалистами.

Корректировка исторических отчетов о доходах компании-цели выполняется, чтобы добиться наиболее достоверной интерпретации исторических результатов работы, а также помочь идентифицировать любые неуместные статьи, которые могут быть ошибочно включены в прогноз. Данные поправки должны учитываться как в доходном, так и в рыночном подходах при выборе потока дохода, используемого для расчета стоимости компании.

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННЫМ РИСКОМ В СЛИЯНИЯХ И ПОГЛОЩЕНИЯХ

Значительная часть 8-й и 9-й глав посвящена расчету ставок дисконтирования, наиболее достоверно отражающих риск, связанный с конкретными инвестициями. Основываясь на базовой теории модели оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model), используемые технические приемы позволяют оценщикам бизнеса достоверно определять норму доходности для инвестиций с учетом общеэкономических, отраслевых и специфических для компании обстоятельств. Эти методы, вне всякого сомнения, наиболее достоверно оценивают затраты на капитал для бизнеса, а также измеряют общий риск компании и рынка. Однако существуют дополнительные инструменты, позволяющие анализировать риск. Инвестиционные решения M&A с соответствующим расчетом норм доходности представляют разновидность экономического анализа эффективности предполагаемых капиталовложений. В них могут использоваться более продвинутые статистические методы с целью повышения информированности менеджмента о возможных результатах принятия определенных инвестиционных решений.

Традиционные статистические инструменты

Технические приемы оценки бизнеса определяют риск, связанный с компанией и рынком. Например, данные, приводимые позднее в этой книге, используются для выяснения ставок дисконтирования на основе взвешенной по вероятности ожидаемой стоимости для каждого приращення дохода. Кроме того, при оценке инвестиционного риска используются

разные традиционные статистические показатели, в том числе следующие:

- *Ожидаемая стоимость* — средневзвешенное значение прогнозируемых прибылей, где в качестве весовых коэффициентов используются вероятности возникновения.
- *Дисперсия и стандартное отклонение* — дисперсия (variance) традиционно используется как статистическая мера распределения вокруг среднего значения. Стандартное отклонение есть квадратный корень из дисперсии и является обычной мерой дисперсии (dispersion), или «плотности» распределения вероятности. Чем плотнее распределение, тем ниже будет этот показатель, а чем шире распределение, тем он будет выше. При нормальном колоколообразном распределении приблизительно 68% общей области распределения оказывается в пределах одного стандартного отклонения по обе стороны от среднего значения. Из этого мы заключаем, что существует лишь 32%-ная вероятность того, что фактический результат будет находиться на удалении более одного стандартного отклонения от среднего значения. Аналогичным образом: вероятность отклонения результата в пределах двух стандартных отклонений от среднего значения составляет приблизительно 95%, а в пределах трех стандартных отклонений — более 99%.
- *Коэффициент вариации* — статистическая мера относительной дисперсии распределения. Рассчитывается как отношение стандартного отклонения распределения к ожидаемому значению распределения и измеряет риск на единицу ожидаемого значения.

Эффективный метод оценки неопределенности — это *дерево решений*, называемое так потому, что получающаяся схема напоминает дерево со стволом слева и ветвями, простирающимися вправо. Каждая «развилка» дерева решений представляет событие или решение, имеющее два или более возможных результата. Присвоив каждой ветви вероятность наступления события, затем можно рассчитать ожидаемое значение для окончания каждой ветви дерева.

Моделирование методом Монте-Карло

Хотя решения M&A часто поддерживаются традиционными статистическими методами исследований, иногда в большей степени подходит моделирование по методу Монте-Карло (Monte Carlo simulation, MCS). В ана-

лизе слияний или поглощений в качестве стоимости обычно используется единственная «лучшая оценка», подобно тому, как это делается при бюджетировании повседневных экономических решений. (Может быть также определен диапазон стоимостей, но в оценках для M&A это встречается нечасто.) Обычно то, как варьирует стоимость при изменении различных исходных данных, может продемонстрировать анализ таблицы. Оценка отражает лучшее суждение для каждого исходного параметра. Однако чтобы дополнить результаты оценки, может оказаться полезным рассмотреть следующие вопросы:

- Результат оценки — лучший из имеющихся, но какова вероятность, что целевая компания стоит больше, чем инвестиционная стоимость? Другими словами, если мы основываем наше решение на этой стоимости, каковы наши шансы на успех? На какую величину нам следовало бы уменьшить цену, чтобы получить, скажем, 80%-ную вероятность успеха?
- Какое отклонение в большую/меньшую сторону от традиционной стоимости возможно в реальности?
- Какие переменные или решения в данном анализе создают наибольший риск? А какие создают наиболее широкие возможности? Насколько мы сумеем снизить риск и расширить наши возможности, предприняв упреждающие действия по отношению к тем переменным и решениям, которые можно контролировать?
- Как мы можем использовать данные, полученные из нашего анализа риска, чтобы достичь наилучших условий сделки в случае дружественного поглощения?

Монте-Карло — техника статистического анализа, которую можно использовать для оценки неопределенности, присущей прогнозу. В то время как дерево решений полезно для оценки неопределенности и проблем, имеющих ограниченное число решений и альтернатив, MCS может оказаться полезным, когда количество вариантов гораздо больше. Метод Монте-Карло возник в области ядерной физики, получив свое название из-за схожести с методами, используемыми в азартных играх.

Процесс применения метода Монте-Карло содержит следующие шаги:

- Идентификация критически важных элементов, т.е. тех переменных, которые способны вызвать существенные колебания оценки.
- Количественное определение через вероятностный подход неопределенности, связанной с каждой переменной.

- Разработка модели для описания взаимосвязей между этими элементами.

Затем результаты модели используются для оценки возможности достижения различных результатов, таких, как предполагаемые синергетические эффекты или операционные цели, а также для идентификации областей риска и возможностей. Метод Монте-Карло может давать ответы на важные вопросы, однако для его правильного применения требуется значительная подготовка и опыт. А надежность его результатов сильно зависит от способности точно измерять степень неопределенности ключевых переменных, поэтому результаты должны подвергаться тщательной проверке.

Анализ реальных опционов

Традиционная техника бюджетирования капитала требует, чтобы неопределенности, связанные с инвестициями, были идентифицированы и измерены заранее. Однако из-за долгосрочного и спекулятивного характера инвестиций в M&A компания может непрерывно сталкиваться с изменяющимися условиями, в том числе изменением профиля риска проекта или появлением новой информации. Когда инвестиции вовлекают значительную неопределенность, будь то с точки зрения рынков, технологий или конкуренции, и есть вероятность непрерывного появления новой информации и изменения условий конкуренции, менеджменту могут потребоваться инструменты принятия решений, позволяющие реагировать в соответствии с изменяющимися обстоятельствами. По мере того как на протяжении жизненного цикла инвестиций постепенно появляются неопределенности, использование *реальных опционов* дает возможность менеджменту учитывать их, оценивая экономические стратегии как последовательность вариантов или как ряд решений. Анализ *реальных опционов* (*real option analysis, ROA*) привязывает расчет стоимости инвестиции к предполагаемому способу, с помощью которого ею будут управлять в будущем. Причем таким образом, чтобы этот будущий процесс принятия решений руководствовался непрерывным знанием стоимости инвестиции по мере изменения ее с течением времени.

Инвесторы и менеджеры могут сталкиваться со сценариями, где традиционные методологии оценки создают неадекватные или отрицательные значения доходов и стоимости. Чаще всего такие доходы сопровождаются значительной неопределенностью в будущем, приводя владельцев и менеджеров к заключению, что им не следует принимать

окончательное решение по данному варианту вложения средств. Хотя сама эта инвестиционная возможность может обещать потенциально привлекательную прибыль, быстро меняющиеся рыночные условия, технические открытия и другие подобные элементы неопределенности определяют доходы как маловероятные (с малыми шансами на успех), чтобы оправдать инвестиции в полном размере в настоящее время.

Традиционные методы оценки, в частности метод дисконтирования, полагаются на прогнозируемые капиталовложения и прибыль в течение некоторого числа периодов, дисконтированные по фиксированным затратам на капитал. В реальных же условиях менеджмент компании может реагировать на новую информацию или изменение рыночных условий по мере того, как они возникают. Осознавая новые стратегические преимущества и недостатки, менеджеры компании изменяли бы свою стратегию. Традиционные модели оценки, учитывающие обстоятельства и факты, известные в начале потенциальных инвестиций, не могут отражать эту гибкость менеджмента в изменении курса с течением времени. Традиционная модель произведет неадекватную или отрицательную стоимость, из чего следует вывод: с учетом инвестиционного риска предсказанные выгоды неадекватны.

Метод реальных опционов, рассматривающий инвестиции как последовательность выборов, а не как результат единственного решения, действует по аналогии с финансовыми опционами, которыми постоянно торгуют на фондовых рынках. Теория ценообразования опционов, прежде всего опционная модель Блэка-Шоулза (Black-Scholes Option Model)*, была разработана для определения сбалансированной стоимости фондовых опционов. Эти опционы дают владельцу право, но не обязательство совершить покупку по согласованной цене до наступления согласованной будущей даты. Таким образом, с опционом инвестор покупает возможность воспользоваться потенциалом роста инвестиций при одновременном ограничении риска движения в нижнюю сторону**. Инвесторы будут решать вопрос об исполнении опциона только после рассмотрения информации, поступившей в будущем, но являющейся недоступной в момент осуществления инвестиций. Если в будущем возникнут неблагоприятные обстоятельства, опцион не будет исполнен, а затраты на опцион пропадут.

* Fischer Black and Myron Scholes, «Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy* 81 (May-June 1973), pp. 637-654.

** Опцион колл, или опцион покупателя. Для получения выгоды от нисходящего движения и ограничения риска для растущего рынка используют опционы пут, или опционы продавца. — Прим. ред.

Логично, что первоначально ROA был принят в тех отраслях, где требовались очень большие инвестиции, вознаграждение достигалось по истечении многих лет, а вероятность неудачи в любом конкретно взятом проекте была высока. Эти условия существуют в разведке нефтегазовых месторождений, а также горнодобывающей промышленности, где большинство начинаемых исследований не приводит к положительному результату. Сходная картина наблюдается также в секторе фармацевтической промышленности, где в начале научно-исследовательских разработок вероятность успеха весьма низка.

В некоторых обстоятельствах эта методология управления риском через реальные опционы может служить стратегическим инвестиционным инструментом, помогающим в анализе целей M&A или в случае инвестиций в начинающие компании или в НИОКР*.

Как и использование метода Монте-Карло, анализ опционов ROA работает эффективно только при определенных условиях и требует для его надлежащего применения значительных знаний и опыта. ROA может быть полезным в следующих ситуациях, каждую из которых следует сначала оценить, используя традиционные методы:

- Присутствует существенная неопределенность.
- Требуемые инвестиции велики и часто направляют компанию в направлении, изменение которого впоследствии будет трудным или дорогим.
- Существует высокая вероятность, что появится новая информация или изменятся условия конкуренции, используя которые менеджмент сможет увеличить стоимость, изменив стратегию.
- Большая часть экономического эффекта от инвестиции будет получена с будущими, а не с текущими доходами.

Поскольку эти критерии присутствуют во многих, если не в большинстве инвестиций M&A, ROA чаще всего применяется для оценки начинающих компаний или поглощений, способных существенно изменить ведение дела покупателем или компанией-целью. В подобных обстоятельствах большая часть стоимости заключается в будущем направлении развития этих компаний и их потенциале роста, а не в их текущих операциях. Аналогично этому первоначальные инвестиции в НИОКР нередко осуществляются для подготовки «платформы», т.е. не для получения немедленной прибыли, а с целью создания возможных

* Научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки.

развития инвестиций или разработки новых видов продукции по мере появления в дальнейшем новой информации. В каждом из этих случаев стоимость обладает тенденцией накапливаться в будущих, а не в текущих продуктах и деятельности компании.

Инвестиции в реальные опционы обычно включают приобретение прав на лицензию, патент или иные подобные инструменты. Они обычно обусловлены меньшими первоначальными издержками и вместе с тем позволяют менеджменту осуществлять действия, благоприятно воздействующие на стоимость выбранного опциона. Иными словами, инвесторы, понесшие относительно незначительные первоначальные издержки, могут затем предпринять шаги, воздействующие на прибыль от инвестиций, профиль риска, продолжительность владения и использования или стоимость в течение жизненного цикла. Все эти шаги влияют на стоимость реального опциона. Эта методология признает и измеряет гибкость менеджмента, определяя ключевые факторы, оказывающие с течением времени влияние на стоимость и риск. Реальный опцион дает владельцу возможность реагировать на неопределенности по мере их проявления, исполняя опцион или отказываясь от него. В процессе менеджмент может действительно принимать решения:

- осуществлять дальнейшее инвестирование;
- расширить операции или рынки;
- увеличить неопределенность, скажем, инвестируя на новом рынке;
- изменить прибыль на инвестированный капитал через изменения в доходах или расходах;
- продлить срок жизни опциона;
- продать инвестиционный проект, полностью выйдя из него;
- не предпринимать каких-либо действий.

Ключевые переменные финансовых опционов, влияющие на их стоимость в модели Блэка–Шоулза, следующие:

- время до истечения;
- безрисковая ставка процента;
- цена исполнения;
- курс акций;
- неопределенность изменения цены акции;
- дивиденды.

Те же самые критерии с небольшими изменениями в экономических переменных могут применяться к опционам в М&А, как если бы они были реальными, или в аналогичных по смыслу инвестиционных решениях. Например, цена исполнения сопоставима с существующей стоимостью совершенных операционных затрат по проекту, а котировки акций есть эквивалент текущей стоимости ожидаемых от проекта прибылей. Точно так же дивиденды аналогичны повышению или понижению стоимости инвестиций в течение периода их существования.

Таким образом, менеджмент может попытаться улучшить свою стратегическую позицию и создать стоимость, воздействуя на один или более переменных параметров, влияющих на цену реального опциона. Например, в течение периода истечения можно попробовать увеличить уровень или продолжительность существования регулирующих барьеров либо дополнительно инвестировать в технологию. Можно также влиять на цену исполнения или курс акций, изменяя структуру затрат компании с целью воздействия на ее доходы, расходы и в конечном счете на величину денежного потока. На многих новых и зарождающихся рынках менеджмент может фактически поощрять инвестиции и нововведения конкурентов, чтобы ускорить развитие новых рынков, продуктов или клиентов, или же инвестировать с целью создания дополнительных препятствий для конкурентов. Таким образом, у инвестиций, оцениваемых по методу реальных опционов, повышенная неопределенность фактически увеличивает стоимость опциона. При опционе, дающем право, но не обязательство его исполнения, повышенная неопределенность может привносить дополнительные возможности, которые еще недостаточно хорошо определены для инвестиционного решения. Опцион дает менеджменту гибкость, позволяющую ожидать дальнейшей информации, после получения которой можно или исполнить опцион, когда, по представлению управляющих, наступит оптимальное время, или вообще отказаться от его исполнения. Таким образом, анализ реальных опционов учитывает и измеряет способность инвестора уплатить аванс, чтобы приобрести гибкость или право совершить в будущем дополнительные инвестиции по цене, определенной сегодня. При этом инвестиционное решение будет принято только после анализа будущей информации, способной сделать инвестиции более или менее привлекательными.

Хотя традиционная теория оценки может оказаться достаточно точной и эффективной при оценке рисков, связанных с компанией и рынком, некоторые решения М&А можно улучшить с помощью использования дополнительных аналитических инструментов. Однако для надлежа-

щего применения методы Монте-Карло и реальных опционов требуют знаний и опыта.

Для аккуратной оценки бизнеса необходимо точное измерение инвестиций и прибыли на инвестированный капитал. В процессе M&A наиболее часто оценке подвергается инвестированный капитал, а чистый денежный поток дает максимально точное представление об эффективности деятельности компании. Чтобы финансовые отчеты компании точно описывали бизнес, в отчет о доходах или балансовый отчет, возможно, придется внести нормализующие корректировки, устраняющие влияние не связанных с основной деятельностью и неповторяющихся статей расходов/доходов или компенсаций акционерам, которые носят нерыночный характер.

Технические приемы управления риском также используются в оценке для целей M&A. Чаще всего они включают традиционные статистические показатели, такие, как ожидаемое значение, дисперсия, стандартное отклонение, коэффициент вариации, а также дерево решений. Там, где присутствует значительный риск и могут быть точно измерены определенные переменные, применяемые должным образом методы Монте-Карло и реальных опционов способны снабдить менеджеров дополнительной информацией для принятия решений.

Доходный подход: использование ставок и доходов для определения стоимости

Теория доходного подхода убедительна: стоимость инвестиций рассчитывается как текущая стоимость будущих выгод, дисконтированных по норме доходности, отражающей рискованность инвестиций. Это весьма разумно и подходит почти для любого действующего бизнеса, генерирующего положительную прибыль.

При этом успешное применение доходного подхода оказывается трудным делом, так как следует оценить каждую ключевую детерминанту стоимости — прибыль (return) и норму доходности (rate of return). При выполнении этих оценок аналитик должен тщательно анализировать ключевые переменные, в том числе цены, объем производства и продаж, влияющие на прибыль затраты, а также риски, создаваемые каждым из этих элементов. Инвестиции, совершенные без должной строгости и тщательности выполнения указанного процесса, часто упускают из виду крупные затраты или риски либо опираются на нереалистичные предположения, не выдерживающие тщательного исследования всех факторов.

ПОЧЕМУ СТОИМОСТЬ ДЛЯ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ СЛЕДУЕТ ОПРЕДЕЛЯТЬ ДОХОДНЫМ ПОДХОДОМ

Доходный подход применяется при расчете стоимости для целей слияний и поглощений гораздо чаще, чем рыночный подход или подход по активам. Покупатель вкладывает капитал сейчас, чтобы получить в будущем чистые денежные потоки, которые не являются гарантированными, т.е. для них характерны риски. Доходный подход легко измеряет эти ключевые детерминанты стоимости.

Напротив, рыночный подход обычно использует отношение цены к прибыли или иные аналогичные мультипликаторы доходов за последний ретроспективный период, не принимая во внимание будущее. Рыночным мультипликаторам свойственно проявлять ненадежность, не обеспечивая той точности, которая может быть достигнута при использовании доходного подхода с прогнозом будущих прибылей и ставкой дисконтирования. Например, коэффициент цена/прибыль (P/E) или прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT), применяемый к прибыли за один год, не способен точно отразить ожидаемые изменения ее в будущие годы. При правильном использовании коэффициенты иллюстрируют общие предпочтения инвесторов и часто цитируются отраслевыми источниками или продавцами. Аналитики должны понимать их, сравнивая полученные величины с основным заключением, которое выводится с использованием доходного подхода.

Как более подробно описывалось в главе 4, анализ поглощения должен стать неотъемлемой частью общего стратегического плана компании, согласованного с бюджетом и прогнозируемыми показателями будущих финансовых отчетов. В той же мере, в какой бюджет заставляет менеджеров измерять и оправдывать финансовые последствия созданного ими плана, прогнозы и базовые предположения, используемые в доходном подходе для определения стоимости, требуют такого же анализа и защиты. Вне зависимости от того, возникают ли выгоды от поглощения в результате повышения доходов, сокращения расходов, усовершенствования процессов или снижения капитальных затрат, доходный подход измерит это предположение, позволив обсудить и оценить его. Кроме того, доходный подход четко определяет время наступления этих ожидаемых выгод и показывает, как снижается стоимость, по мере того как выгоды отодвигаются дальше в будущее.

Этот подход также позволяет покупателям и продавцам рассчитывать справедливую рыночную стоимость компании, а также ее инвестиционную стоимость для одного или более стратегических покупателей. В случае чет-

кого отображения данного различия покупатели и продавцы могут легко увидеть выгоды от синергии и принять информированные решения.

Оценки для слияний и поглощений могут включать применение вероятностного анализа или метода реальных опционов. Каждый из этих видов анализа можно легко встроить в структуру прогноза, используемого в доходном подходе. При этом прогноз может легко модифицироваться или обновляться по мере изменения обстоятельств. Кроме того, прогнозы создают превосходный бюджет, поддерживающий анализ и контроль в инвестиционный период.

При изучении доходного подхода неизбежно возникает следующий вопрос: включает ли стоимость, определяемая с его помощью, стоимость материальных активов, находящихся в собственности бизнеса, и если да, то как?

Стоимости, определяемые доходным и рыночным подходами, *действительно* включают стоимость всех материальных и нематериальных активов, используемых в бизнесе. Бизнес эксплуатирует эти активы, чтобы создавать свою прибыль, чего нельзя было бы осуществить, не существуя этих операционных активов. Таким образом, стоимость, определяемая доходным и рыночным подходами, учитывает стоимость принадлежащих предприятию материальных и нематериальных операционных активов.

Если предприятие обладает избыточными операционными или неработающими активами, они могут быть оценены отдельно, а их стоимость прибавлена к операционной стоимости с целью выяснения стоимости предприятия в целом. Этот процесс описывается в главе 11.

ДВА МЕТОДА В РАМКАХ ДОХОДНОГО ПОДХОДА

Хотя в доходном подходе принято использование многолетнего прогноза, тем не менее может применяться и прогноз, составленный только на один год. Эта разница в охвате временного периода — один год или несколько лет — создает различие между двумя главными методами в рамках общей методологии доходного подхода.

Метод капитализации результатов одного периода

Первый и более простой метод включает капитализацию прибыли компании в течение одного года, и по этой причине он называется *методом капитализации результатов одного периода* (single-period capitalization method, SPCM). Так как он рассчитывает стоимость, основываясь на прибыли только за один год, этот метод дает надежную оценку стоимости лишь в том случае, если выбранная прибыль может представлять ожида-

смысл в будущем долгосрочные показатели работы компании. Следовательно, аналитики не должны автоматически использовать прибыль за последний год или ее среднее значение, полученное за несколько последних лет, если эти значения не являются достоверным отображением будущих результатов. Темпы роста прибыли также учитываются через капитализацию. Этот математический процесс требует второго критически важного предположения: прибыль будет расти до бесконечности с ежегодными темпами, соответствующими установленной величине.

Формула SPCM выглядит следующим образом:

$$PV = \frac{r_0 (1 + g)}{d - g},$$

где:

PV = текущая стоимость

r = историческая прибыль или прибыль за текущий год, используемая как базовая прибыль, без учета роста в следующем году;

g = предполагаемый долгосрочный стабильный темп роста;

d = ставка дисконтирования;

$d - g$ = ставка капитализации.

Ключевые переменные этой формулы: r , g и d — будут подробно описаны в главе 8. На данном этапе просто примите: ставка дисконтирования определяет рискованность инвестиций, в то время как долгосрочный темп роста отражает ожидания относительно годового прироста прибыли в долгосрочной перспективе. Таким образом, ставка капитализации, рассчитываемая как $d - g$, извлекается из ставки дисконтирования как функция этих двух факторов. Ставки капитализации также могут быть выражены как мультипликатор, или коэффициент, через деление единицы на формулу капитализации. В рыночном подходе ставки капитализации могут быть получены из цен фондового рынка (будет объяснено и проиллюстрировано позднее). Однако использование данного источника не рекомендуется из-за волатильности рыночных мультипликаторов и более высокой надежности ставок капитализации, полученных из ставок дисконтирования. Пример 7-1 иллюстрирует эти взаимосвязи и показывает, как изменение ставки капитализации влияет на стоимость и соответствующий размер мультипликатора.

Как и при работе со многими другими простыми формулами, пользователи должны понимать базовые предположения, иначе они способны

Пример 7-1. Иллюстрация расчета капитализации

Чтобы рассчитать стоимость:

$\frac{\text{Прибыль, долл.}}{\text{Ставка капитализации}}$	=	Стоимость, долл.
$\frac{\$1\,500\,000}{15\%}$	=	\$10 000 000

Чтобы преобразовать ставку капитализации в мультипликатор:

$\frac{1}{\text{Ставка капитализации}}$	=	Мультипликатор
$\frac{1}{15\%}$	=	6,67

Воздействие различных ставок капитализации на стоимость:

			Мультипликатор
$\frac{\$1\,500\,000}{30\%}$	=	\$5 000 000	3,33
$\frac{\$1\,500\,000}{20\%}$	=	\$7 500 000	5,00
$\frac{\$1\,500\,000}{10\%}$	=	\$15 000 000	10,00
$\frac{\$1\,500\,000}{8\%}$	=	\$18 750 000	12,50
$\frac{\$1\,500\,000}{5\%}$	=	\$30 000 000	20,00

существенно исказить стоимость. Формула может использовать историческую, текущую или прогнозируемую прибыль, и нередко последний показатель рассчитывается, как показано в примере: путем умножения прибыли, полученной в последний период, на ожидаемый долгосрочный темп роста $1 + g$.

Какую прибыль на инвестированный капитал вы предпочли бы — 20% или 40%?

Выбор может зависеть от определений прибыли и инвестиции. Прибыль представляет собой выгоду для инвестора и обычно понимается как мера дохода или денежного потока. Инвестиции, как правило, — это обычные акции, инвестированный капитал, какие-то определенные активы или другие ценные бумаги, например привилегированные акции или фондовые опционы. Во избежание ошибки, прибыль должна правильно соотноситься с нормой доходности.

Остерегайтесь искажений. Например, в представленном ниже примере при использовании метода капитализации и ставки капитализации собственного капитала 20% частное $\$10\,000\,000/20\%$ указывает на затраты на собственный капитал в размере $\$50$ млн. В то же время $\$12\,000\,000/20\%$ говорит о затратах на собственный капитал в размере $\$60$ млн, а $\$20\,000\,000/20\%$ дает $\$100$ млн. Единственно правильный выбор — это затраты на собственный капитал в размере $\$50$ млн. Другие стоимости есть результат применения ставки капитализации чистого денежного потока к другим уровням прибыли. Помните надо обязательно сопоставлять прибыль с корректно выясненной нормой доходности.

Использование норм доходности для расчета затрат на собственный капитал

Прибыль на собственный капитал	Сумма	Стоимость собственного капитала
Чистый доход до уплаты налогов	\$20 000 000	$\$20\,000\,000/40\% = \$50\,000\,000$
Чистый доход после уплаты налогов	\$12 000 000	$\$12\,000\,000/24\% = \$50\,000\,000$
Чистый денежный поток на собственный капитал	\$10 000 000	$\$10\,000\,000/20\% = \$50\,000\,000$

SPCM прост и удобен, поэтому он часто используется как способ определения первоначальной результата стоимости. Следует также понимать, ставка капитализации может служить аналогом хорошо известного коэффициента «цена/прибыль», когда в качестве потока дохода выбирается историческая бухгалтерская прибыль.

Ключ к должному применению SPCM заключается в том, чтобы никогда не терять из виду критически важные предположения, лежащие в основе этого метода. Чем менее реалистичны предположения для кон-

кретно взятой компании, тем менее надежными окажутся результаты SPCM. Прибыль, используемая в расчете, т.е. числитель в формуле, должна быть обоснованной мерой долгосрочной и стабильной работы компании. Кроме того, темп роста g должен оставаться достоверным ожиданием способности этой компании бесконечно долго достигать ежегодного прироста дохода. Там, где вероятны существенные колебания годового роста, метод SPCM теряет свою достоверность, а потому способен значительно исказить стоимость.

Метод дисконтирования результатов нескольких периодов

Альтернатива простому SPCM — это метод дисконтирования результатов нескольких периодов (*multiple period discounting method, MPDM*). Благодаря использованию прогнозного периода, состоящего из нескольких лет, этот метод преодолевает оба ограничивающих предположения SPCM. Прогнозируемые будущие доходы, обычно рассматриваемые на период от 3 до 10 лет, могут и не отражать ожидаемой долгосрочной результативности деятельности компании. Метод также обладает способностью достоверно отражать зависимость прибыли на период прогноза от, скажем, изменений доходов, расходов или капитальных затрат. Таким образом, когда ожидаются существенные колебания прибыли, должен применяться MPDM, а не SPCM. В то же время следует понимать, что эти методы дадут идентичные результаты, если прибыли, предсказанные MPDM, отражают долгосрочный темп роста, используемый в расчете SPCM.

Поскольку решения M&A обычно связаны с большими суммами денежных средств и несут долгосрочные последствия для покупателей и продавцов, как правило, должен использоваться MPDM, если только исследуемая компания не характеризуется сильной устойчивостью дохода и стабильностью темпов роста представляется наиболее вероятной.

Традиционно MPDM имеет два этапа. Первый — это составление прогноза на определенное количество лет, а на втором этапе подключается метод расчета *терминальной стоимости*, т.е. стоимости на период, который следует за прогнозом. С математической стороны MPDM выглядит следующим образом:

$$PV = \frac{r_1}{(1+d)^1} + \frac{r_2}{(1+d)^2} + \frac{r_3}{(1+d)^3} + \dots + \frac{r_n}{(1+d)^n} + \frac{r_n(1+g)}{\frac{d-g}{(1+d)^n}},$$

где:

PV = текущая стоимость;

r = доход — обобщающий термин для любого выбранного вида прибыли или денежного потока;

d = ставка дисконтирования;

g = долгосрочный стабильный темп роста;

n = последний период прогноза, в котором должен быть стабильный долгосрочный доход;

$d - g$ = ставка капитализации.

Обратите внимание: подразумеваемое *дисконтирование на конец года* предполагает, что прибыль извлекается по завершении каждого периода. Для начинающих компаний или предприятий в зарождающейся отрасли прогнозирование с высокой степенью уверенности на период даже чуть выше нескольких лет может оказаться затруднительным. Наоборот, для устоявшихся компаний в зрелых отраслях экономики можно делать относительно достоверные прогнозы на периоды от 7 до 10 лет. Хотя не существует какого-то жестко определенного числа лет для прогноза, он должен простираться достаточно далеко в будущее, чтобы отразить ожидаемые изменения в прибыли компании, завершаясь стабильным, устойчивым уровнем дохода.

После достижения устойчивого уровня дохода MPDM капитализирует все последующие прибыли за пределами прогноза в виде *терминальной стоимости* (*terminal value*). Как показано в вышеприведенной формуле, терминальная стоимость рассчитывается путем капитализации стабильного дохода последнего года прогноза, увеличенного на предполагаемый долгосрочный темп роста в постпрогнозный период, с последующим приведением полученного результата к текущей стоимости.

По отношению к формуле MPDM часто возникает ряд вопросов:

- Какова должна быть продолжительность прогнозного периода? Прогноз должен быть достаточно продолжительным, чтобы учесть все ожидаемые вариации прибыли компании, в том числе выход на стабильный уровень прибыли. Стабильная или устойчивая прибыль необходима из-за того, что она используется в расчете терминальной стоимости, которая отражает долгосрочные взаимосвязи между различными элементами дохода компании.

- Почему в расчете терминальной стоимости мы дисконтируем капитализированную стоимость?

Терминальная стоимость представляет стоимость всех будущих прибылей за пределами прогнозного периода. Эта капитализированная стоимость должна быть затем продисконтирована с использованием фактора текущей стоимости на конец года в последнем периоде прогноза.

- Какую долю общей стоимости должна составлять терминальная стоимость?

На этот вопрос не существует однозначного ответа, поскольку терминальная стоимость изменяется в зависимости от конкретных условий инвестиций, например долгосрочных темпов роста. Относительный размер терминальной стоимости увеличивается по мере уменьшения продолжительности прогнозного периода и становится менее весомой величиной по мере удаления горизонта прогноза. В зависимости от ставки дисконтирования для прогнозов на период свыше 10 лет терминальная стоимость становится гораздо менее существенным элементом.

Формула MPDM предполагает, что созданные инвестициями прибыли поступают в компанию в конце каждого периода. Поскольку большинство инвестиций генерирует прибыль, получаемую на протяжении всего года, формула MPDM часто пересматривается в соответствии с дисконтированием на середину периода, что приводит к следующей формуле:

$$PV = \frac{r_1}{(1+d)^{0,5}} + \frac{r_2}{(1+d)^{1,5}} + \frac{r_3}{(1+d)^{2,5}} + \dots + \frac{r_n}{(1+d)^{n-0,5}} + \frac{r_n(1+g)}{\frac{d-g}{(1+d)^n}},$$

где:

PV = текущая стоимость;

r = доход — обобщающий термин для любой выбранной прибыли или денежного потока;

d = ставка дисконтирования;

g = долгосрочный стабильный темп роста;

n = последний период прогноза, в котором должен быть стабильный долгосрочный доход;

$d - g$ = ставка капитализации.

Дисконтирование на середину периода предполагает, что прибыль поступает равномерно в течение каждого отдельно прогнозируемого года. Большинство практиков предпочитает использовать в расчете терминальной стоимости данные на середину периода, для чего фактор дисконтирования в вышеприведенной формуле следует изменить с n лет на $n - 0,5$ лет.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОБОСНОВАННЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ДОЛГОСРОЧНОГО ТЕМПА РОСТА И ТЕРМИНАЛЬНОЙ СТОИМОСТИ

В каждом из описанных методов рассчитываемая стоимость находится под влиянием показателя g — долгосрочного темпа роста прибыли компании. Оба способа расчета предполагают, что прибыль всегда будет расти такими же темпами, поэтому неадекватный темп роста способен существенно исказить стоимость.

Факторы, наиболее часто рассматриваемые при определении темпов роста, охватывают:

- общеэкономические условия;
- ожидаемые темпы роста отрасли, в которой работает компания, в том числе рассмотрение ожидаемых темпов роста отраслей, где продаются продукты компании;
- синергетические выгоды, которые становятся достижимыми через поглощение;
- исторические темпы роста компании;
- ожидания менеджмента, касающиеся оценки роста в будущем, с учетом конкурентоспособности компании, в том числе изменения технологий, ассортимента продукции, рынка, ценообразования и методов продаж и маркетинга.

При оценке этих факторов необходимо иметь в виду: SPCM и терминальная стоимость в MPDM используют бесконечные модели — предполагается, что прибыль извлекается бесконечно долго. Хороший способ начать выбор долгосрочного темпа роста — это рассмотреть макроэко-

номические факторы. Например, в Соединенных Штатах прирост населения составляет менее 2%, а рост валового национального продукта — обычно менее 3%. Таким образом, в долгосрочной перспективе средневзвешенный темп роста всех отраслей экономики составляет приблизительно 3%. С учетом этого макроэкономического ориентира переходим в конкретную отрасль и определяем ее исторический и прогнозируемый долгосрочный рост. Далее, если необходимо, переходим в тот сегмент отрасли, в котором работает целевая компания, и проводим сходный анализ. В то время как для компаний общенационального масштаба могут использоваться данные по всей стране, меньшие фирмы, работающие на региональном или местном уровне, должны анализироваться, основываясь на ситуации в этих конкретных регионах. Помните: выбранный темп роста применяется к доходу компании — ее прибылям или денежному потоку, поэтому для оценки справедливости выбранного темпа роста должны использоваться ассортимент продукции, цены и маржа.

Компании, имеющие историю темпов роста, измеряемых десятками процентов, обладают конкурентоспособными преимуществами, которые позволили им быстро развиваться, захватив серьезную долю рынка. Если факторы конкурентоспособности позволяют предположить, что в обозримом будущем следует ожидать продолжения подобного высокого роста, то этот результат должен найти свое отражение в прогнозе, охватывающем период, в течение которого эти темпы сохраняются. Логика подсказывает: темпы роста соответствующих показателей должны снижаться по мере того, как на рынок приходят конкуренты, использующие новые технологии и приносящие снижение себестоимости, а вместе с ним и ценовое давление, ликвидирующее стратегические выгоды компании. Кроме того, темпам роста свойственно проявлять тенденцию снижения по мере увеличения компании в размере.

Стоимость часто раздувается долгосрочными темпами роста, предполагающими сохранение компанией конкурентных преимуществ в необозримом будущем. Например, в отрасли с годовым темпом роста 3% и рассчитанным с помощью SPCM или MPDM долгосрочным темпом роста 10% получается следующее: компания-цель будет нескончаемо расти, более чем в три раза обгоняя отрасль, постоянно захватывая дополнительную долю рынка. Продавцы или их агенты часто пытаются раздуть стоимость через неправдоподобно высокие ожидания долгосрочного роста, поэтому эти цифры всегда следует подвергать сомнению и тщательно пересматривать.

В заключение отметим: долгосрочные темпы роста не должны всегда быть равны 3%. Прогноз следует тщательно перепроверять, уделяя вни-

Пример 7-2. Воздействие изменений в долгосрочных темпах роста на стоимость в SPCM

Ключевые факты

Годовая прибыль:	\$6 млн.
Ставка дисконтирования:	15%
Долгосрочные темпы роста:	3%, 6%, 9%

Рост на 3%	Рост на 6%	Рост на 9%
$\frac{\$6\,000\,000}{15\% - 3\%} = \$50\,000\,000$	$\frac{\$6\,000\,000}{15\% - 6\%} = \$66\,700\,000$	$\frac{\$6\,000\,000}{15\% - 9\%} = \$100\,000\,000$

манше деталям, более всего влияющим на рост: рынкам, продуктам, объемам и ценам. В тех случаях, когда ожидается неустойчивый рост, это должно отражаться в прогнозе MPDM.

Существенное воздействие на стоимость скромных изменений в размере долгосрочных темпов роста приведено в примере 7-2.

Доходный подход — наиболее широко используемая техника оценки бизнеса для целей M&A, поскольку он подходит практически для любого бизнеса, создающего положительный доход. Этот подход основан на широко принятой экономической теории, гласящей: стоимость можно рассчитать, дисконтируя будущие экономические выгоды по ставке, соответствующей норме доходности, которая отражает относительную меру риска. Задача этого процесса — получить надежную оценку прибыли и норм доходности для использования в расчете стоимости. Оба метода в рамках доходного подхода — SPCM и MPDM — имеют свои преимущества. В то время как SPCM быстр и удобен, MPDM учитывает большое количество факторов и обеспечивает высокую степень достоверности. Стоимость, полученная любым из этих методов, зависит от определения прибыли и норм доходности, используемых в формуле, и в каждом случае необходим выбор обоснованного долгосрочного темпа роста. Тогда как выбор вида прибыли и конкретные выгоды от использования чистого денежного потока на инвестированный капитал были описаны в главе 6, последующая глава объясняет, как получать надежную оценку нормы доходности.

Основы затрат на капитал для достоверных оценок

Ставка дисконтирования (discount rate), известная также как затраты на капитал или требуемая норма доходности, отражает риск, представляющий собой, попросту говоря, неопределенность. Это норма доходности, которую требует рынок, чтобы привлечь финансирование данных инвестиций. Ставки дисконтирования определяются рынком альтернативных инвестиционных вариантов, доступных для инвестора, причем с течением времени ставки варьируют по мере изменения показателей, характеризующих экономику и риск.

Нижеследующее описание затрат на капитал взято из ежегодника *SBBI Valuation Edition 2001 Yearbook*:

Затраты на капитал (иногда называемые ожидаемой, или требуемой, нормой доходности или ставкой дисконтирования) могут рассматриваться с трех различных точек зрения. В ракурсе активной части баланса фирмы они представляют собой ставку, которая должна использоваться для дисконтирования ожидаемых в будущем денежных потоков к текущей стоимости. С точки зрения пассивной части баланса, это экономические издержки фирмы, связанные с привлечением и сохранением капитала в конкурентной окружающей среде, в которой инвесторы (поставщики капитала) тщательно анализируют и сравнивают все суще-

ствующие возможности, обеспечивающие извлечение прибыли. С точки зрения инвестора, это ожидаемая прибыль, требуемая от инвестиций в заемный или собственный капитал фирмы. Хотя с каждой из этих точек зрения затраты на капитал могут рассматриваться по-разному, каждая имеет дело с одной и той же величиной.

Затраты на капитал — это концепция, всегда ориентированная на область ожиданий или перспектив. Хотя результаты инвестиций в прошлом и прочая историческая информация могут быть хорошими ориентирами, часто используемыми для расчета требуемой нормы доходности капитала, тем не менее единственный фактор, фактически определяющий затраты на капитал, — это ожидание будущих событий. Инвестор осуществляет капиталовложения в фирму, так как ожидает, что будущие результаты деятельности бизнеса принесут справедливую прибыль на инвестированный капитал. Если бы критерием, наиболее важным для инвесторов, были исторические результаты, никто бы не осуществлял инвестиции в начинающие компании. Кроме того, следует отметить: затраты на капитал есть функция инвестиций, а не инвестора. Затраты на капитал представляют собой вмененные издержки. Причем некоторые считают более правильной фразу «вмененные издержки капитала». Вмененные издержки инвестиций представляют собой ожидаемую прибыль, которую можно было бы извлечь в результате следующей наилучшей инвестиции. В конкурентном мире, где существует много вариантов для инвестирования, данная инвестиция и следующая по привлекательности альтернатива имеют фактически одинаковую ожидаемую прибыль*.

Поскольку предприятия обычно финансируются и заемным, и собственным капиталом, должны быть определены затраты на каждый из них. Заемный капитал менее дорог, чем собственный, поскольку обладает тенденцией оставаться менее рискованным, а затраты на выплату процентов по долгу обычно вычитаются из налогов. Прибыль на собственный капитал не гарантируется, поэтому он более рискован, чем заемный, и помимо всего прочего его труднее измерить. Пример 8-1 представляет ключевые различия между характеристиками заемного и собственного капитала, особенно в закрытых корпорациях.

* Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation® Valuation Edition 2001 Yearbook* (Chicago: Ibbotson Associates, 2001).

Пример 8-1.

Сравнение характеристик заемного
и собственного капитала

Характеристики	Корпоративные облигации или ссуды — меньший риск для инвестора	Обыкновенные акции — большой риск для инвестора
Безопасность первоначальных вложений	Гарантированная защита основного капитала, когда бумаги держатся до момента погашения, хотя стоимость на рынке облигаций изменяется вместе с колебанием процентных ставок	Защиты первоначальных вложений нет
Доход	Гарантированный фиксированный ежегодный процентный доход	Выплата дивидендов зависит от финансового состояния, предпочтений менеджмента и одобрения советом директоров
Преимущества при ликвидации	При ликвидации часто существует приоритет над общими кредиторами и всеми держателями акций	Наименьший приоритет при ликвидации, после всех кредиторов и держателей других акций
Обеспечение залогом	Часто, в зависимости от характера и условий ссуды	Редко
Участие в управлении	Участия в управлении нет, но для некоторых корпоративных действий может требоваться одобрение кредиторов	Степень участия в управлении зависит от размера доли собственности, права голоса и преобладающих юридических ограничений и соглашений
Повышение стоимости	Отсутствует потенциал увеличения прибыли сверх фиксированного процентного платежа	Потенциал увеличения прибыли ограничен только эффективностью деятельности компании, но может варьироваться в зависимости от степени контроля, структуры собственности и юридических ограничений и соглашений

Источник: Frank C. Evans, «Making Sense of Rates of Returns and Multiples», *Business Valuation Review* (June 1999), pp. 51–57. Перепечатано с разрешения из *Business Valuation Review*. Copyright © 1999.

Эти различия в правах и сопутствующих рисках поставщиков капитала приводят к соответствующим расхождениям в затратах на каждый источник капитала. Получающиеся в результате затраты на капитал или нормы доходности используются для определения стоимости бизнеса. Инвестиции с меньшим риском требуют пониженной нормы доходности, которая создает более высокую стоимость при расчете методом дисконтирования (MPDM) или методом капитализации (SPCM). Наоборот, для инвестиций с повышенным риском акционеры требуют более высокой нормы доходности, что ведет к снижению стоимости, как иллюстрирует SPCM в примере 8-2.

ЗАТРАТЫ НА ЗАЕМНЫЙ КАПИТАЛ

Затраты на заемный капитал компании — это, как правило, его процентная ставка на посленалоговой основе при условии, что компания достаточно прибыльна для выплаты процентов. Когда долгосрочный заемный капитал компании обходится приблизительно по текущей рыночной ставке процента, то балансовая (бухгалтерская) и рыночная стоимость этого долга одинаковы. Но если компания имеет долговые ценные бумаги с процентными ставками значительно выше или ниже уровня рыночных ставок по состоянию на дату оценки, то рыночная стоимость заемного капитала может отличаться от его балансовой стоимости, поэтому необходимо вносить поправки на величину отклонения, возникающего по указанным причинам. Поскольку подобное происходит достаточно редко, особенно в закрытых компаниях, в данной книге мы исходим из предположения, что рыночная и балансовая стоимости заемного капитала одинаковы, если нет указаний об их различии.

Пример 8-2. Эффект, оказываемый на стоимость в результате изменения нормы доходности

Более высокий риск и требуемая норма доходности дают более низкую стоимость	Средний риск и требуемая норма доходности дают средний уровень стоимости	Более низкий риск и требуемая норма доходности дают более высокую стоимость
$\frac{\$6\,000\,000}{24\%} = \$25\,000\,000$	$\frac{\$6\,000\,000}{18\%} = \$33\,300\,000$	$\frac{\$6\,000\,000}{12\%} = \$50\,000\,000$

Вывод: Уровень риска должен сопровождаться соответствующей нормой доходности, влияющей на стоимость. Чем выше риск и связанная с ним норма доходности, тем ниже будет стоимость.

Процентные ставки, отражающие относительные уровни инвестиционного риска и не привязанные ни к какой определенной дате или экономическим условиям, представлены в примере 8–3.

ЗАТРАТЫ НА ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА С ПОМОЩЬЮ ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ

Затраты на привилегированные акции обычно представляют собой рыночную доходность, представляющую собой норму дивидендных выплат на ценную бумагу. Привилегированная акция может иметь дополнительные свойства, способные сделать ее отзывной (т.е. с правом досрочного погашения), конвертируемой, кумулятивной или дающей право на выплату дополнительных дивидендов, — и все это может влиять на норму доходности ценной бумаги.

ЗАТРАТЫ НА ПРИВЛЕЧЕНИЕ КАПИТАЛА С ПОМОЩЬЮ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ

Затраты на обыкновенные акции, называемые в данной книге, как правило, «собственным капиталом», определить труднее, поскольку они не имеют фиксированного дохода, а их рыночная стоимость способна значительно изменяться. По этой причине затраты на обыкновенные акции обычно представляются как сумма нескольких составляющих, и каждая ставка дисконтирования для собственного капитала будет включать следующие три фундаментальных элемента:

1. *Безрисковая ставка (risk-free rate)* — ставка для инвестиций, свободных от риска невыполнения обязательств. Чаще всего в роли этого элемента для долгосрочных инвестиций выступает доходность долгосрочных казначейских облигаций США.

Пример 8–3.

Затраты на заемный капитал

Государ- ственные казначей- ские обли- гации США (безриско- вая ставка)	Другие государ- ственные долговые инстру- менты	Высокока- чественные корпора- тивные облигации	Низкока- чественные корпора- тивные об- лигации	Обеспе- ченные ссуды частным компаниям	Необеспе- ченные ссуды частным компаниям		
5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%

2. Премия за риск собственного капитала (*equity risk premium*) — дополнение к безрисковой норме доходности за повышенный риск, присущий собственному капиталу в сравнении с заемным.
3. Премия за риск конкретной компании (*specific company premium*) — поправка к ставке, исходя из специфического профиля риска рассматриваемой компании.

Обычные затраты на обыкновенные акции, без привязки к какой-либо определенной дате, отрасли или экономическим условиям, представлены в примере 8–4.

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПРИНЦИПЫ И ОГРАНИЧЕНИЯ МОДЕЛИ ОЦЕНКИ КАПИТАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Затраты на собственный капитал публичных компаний обычно измеряются с помощью модели оценки капитальных активов (*capital asset pricing model, CAPM*) — ветви теории рынка капитала, описывающей и оценивающей поведение инвесторов. Подробное описание CAPM приведено в финансовых учебниках.

CAPM можно использовать для определения затрат на собственный капитал частной компании, причем чаще всего она применяется для тех компаний, которые рассматриваются в качестве реальных кандидатов на получение публичного статуса. CAPM зачастую не подходит для оценки частных компаний, так как лежащие в ее основе предположения по большей части либо несовместимы либо недостаточно сходны с инвестиционной ситуацией, окружающей такие инвестиции. Чтобы подчеркнуть этот момент, прежде чем перейти к рассмотрению элементов CAPM, рассмотрим следующие предположения, лежащие в основе модели:

- Все инвесторы стремятся минимизировать ожидаемую предельную полезность конечного богатства и выбирают среди альтернативных

Пример 8–4. Затраты на обыкновенные акции

Публичные компании с большой капитализа- цией (S&P 500)	Публичные компании со средней и малой капитали- зацией	Публичные компании с микрокапи- тализацией	Крупные/ сильные частные компании	Венчурные компании и малые/слабые частные компании		
10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%

портфелей, основываясь на ожидаемой доходности и стандартном отклонении каждого портфеля.

- Все инвесторы могут заимствовать или ссужать неограниченные суммы под данную безрисковую ставку процента, и при этом не существует никаких ограничений на короткие (без покрытия) продажи любых активов.
- Все инвесторы ориентируются на идентичные оценки, касающиеся ожидаемых стоимостей, вариаций и ковариаций доходов по всем активам (т.е. инвесторы имеют однородные ожидания).
- Все активы абсолютно делимы и абсолютно ликвидны (т.е. продаются по текущей цене).
- Отсутствуют транзакционные издержки.
- Отсутствуют налоги.
- Все инвесторы соглашаются с ценой (т.е. все инвесторы предполагают, что их собственные операции, связанные с покупкой/продажей, не будут оказывать влияние на цены акций).
- Количество всех активов заведомо определено и фиксировано*.

Очевидно, многие из базовых предположений CAPM не соответствуют обычным инвестициям в закрытую частную компанию. Подобные вложения редко бывают полностью диверсифицированы, нередко неликвидны, часто несут в себе существенные транзакционные издержки, и во многих случаях поведение инвесторов мотивируется налоговыми соображениями. Например, хотя CAPM отталкивается от существования полностью диверсифицированного портфеля, она применяется для определения стоимости инвестиций в отдельной компании. Указанное отличие заставляет включить премию за риск конкретной компании в модифицированную CAPM (MCAPM), обсуждаемую в данной главе позднее. Эти отличия делают CAPM менее эффективной при оценке долей собственности в закрытом частном бизнесе, особенно в небольших компаниях. Однако технику CAPM необходимо понять, чтобы эффективно измерять затраты на собственный капитал. Ниже она приводится в обобщенном виде, начиная с определения трех факторов, необходимых для расчета ставки дисконтирования:

1. Безрисковая ставка.
2. Премия за риск собственного капитала.

* Jay Shanken and Clifford W. Smith, «Implications of Capital Markets Research for Corporate Finance», *Financial Management* 25 (Spring 1996), pp. 98–104.

3. Премия за риск конкретной компании.

Формула CAPM объединяет их следующим образом:

$$R_e = R_f + B(ERP),$$

где:

R_e = ожидаемая норма доходности — представляет требуемую рынком норму доходности;

R_f = безрисковая норма доходности — фиксированная прибыль, свободная от риска невыполнения обязательств;

B = *бета* (*beta*) — мера волатильности данной ценной бумаги в сравнении с волатильностью рынка в целом, известная как систематический риск;

ERP = премия за риск собственного капитала (*equity risk premium*) — долгосрочная средняя норма доходности обыкновенных акций сверх долгосрочной средней безрисковой ставки.

Попросту говоря, требуемая норма доходности собственного капитала, т.е. затраты на обыкновенный акционерный капитал, равна сумме безрисковой ставки плюс премия за риск собственного капитала, модифицированная на величину «бета». В то время как премия за риск собственного капитала определяет более высокую прибыль, требуемую инвесторами для компенсации добавочного риска сверх безрисковой ставки, «бета» с теоретической точки зрения измеряет систематический риск данной конкретной компании. «Бета» измеряет *систематический риск* (*systematic risk*) как волатильность рыночной цены рассматриваемой акции в сравнении с риском или волатильностью фондового рынка в целом. «Бета» для публичных компаний обычно сообщается несколькими источниками данных, причем существуют небольшие различия в том, каким образом каждое агентство производит расчет. Поэтому для акций публичных компаний, имеющих рыночные котировки, которые можно постоянно отслеживать, одновременно сопоставляя с движением рынка в целом, требуемую инвесторам норму доходности, или R_e , можно достоверно рассчитать с помощью CAPM. Чтобы выяснить затраты на собственный капитал большой частной компании или вяло торгуемой публичной компании, имеющей рыночные котировки акций, которые могут недостоверно отражать ожидания инвесторов, также можно использовать CAPM. Применяя эту процедуру, следует анализировать показатель

«бета» — меру волатильности портфеля публичных компаний, аналогичных компании-цели. Из такого анализа можно извлечь соответствующую «бету» для целевой компании.

Применение CAPM для получения затрат на собственный капитал показано в примере 8–5, который не связан с какой-либо определенной компанией, датой или экономическими обстоятельствами.

Этот расчет может интерпретироваться следующим образом. Безрисковая ставка, или стоимость безопасных денег, по состоянию на дату оценки составляет 6%, и в среднем за длительный период инвесторы в акции компаний с большой капитализацией требовали премии за риск собственного капитала (ERP) в размере 7% сверх долгосрочной средней безрисковой ставки. Хотя рынок в целом отражает систематический риск в размере 1,0, изучение волатильности определенных публичных компаний через измерение с помощью «бета» показывает: эти компании более изменчивы, чем весь рынок. Исходя из сходности рассматриваемой компании, взятой для примера, с публичными компаниями, которые были использованы для выяснения «бета», среднерыночная норма доходности в 7% увеличивается на 20%, достигая 8,4%. После прибавления к безрисковой ставке получаем требуемую норму доходности в отношении обыкновенных акций рассматриваемой компании, равную 14,4%.

Публичные компании обычно намного крупнее и лучше диверсифицированы, чем закрытые компании. Поэтому установление соответствующего коэффициента «бета», выражающего профиль риска закрытой компании-цели, основываясь на волатильности группы публичных компаний из той же отрасли, является весьма трудным и даже невозможным

Пример 8–5.

Расчет затрат на собственный капитал с помощью CAPM

Базовые данные

R_f	по состоянию на дату оценки	=	6,0%
B	на основе анализа публичных компаний в данной отрасли	=	1,2
ERP	историческое среднее значение	=	7,0%

Расчет с помощью CAPM

$$R_e = R_f + B(ERP)$$

$$14,4\% = 6,0\% + 1,2 \times 7,0\%$$

делом. Обычно CAPM требует количественного выражения через «бета» слишком многих факторов, относящихся к рассматриваемой компании.

МОДИФИЦИРОВАННАЯ МОДЕЛЬ ОЦЕНКИ КАПИТАЛЬНЫХ АКТИВОВ

Чтобы преодолеть эти ограничения, была разработана модифицированная CAPM, включающая две дополнительные премии, увеличивающие точность процесса оценки требуемой нормы доходности. Выражение для MCAPM имеет следующий вид:

$$R_e = R_f + B(ERP) + SCP + SCRP,$$

где:

- R_e = ожидаемая норма доходности — представляет требуемую рыночную норму доходности;
- R_f = безрисковая норма доходности — фиксированная прибыль, свободная от риска невыполнения обязательств;
- B = бета — мера волатильности данной ценной бумаги в сравнении с волатильностью рынка в целом, известная как систематический риск;
- ERP = премия за риск собственного капитала;
- SCP = премия малой компании (small-company premium) — увеличение требуемой нормы доходности с целью компенсации риска, связанного с меньшим размером бизнеса;
- $SCRP$ = премия за риск конкретной компании (specific company risk premium) — увеличение или уменьшение требуемой нормы доходности, вызываемое конкретными сильными или слабыми сторонами рассматриваемой компании, так называемый несистематический риск.

$SCRP$ известна также как *альфа* (*alpha*) и предназначена для определения несистематического риска, представляющего собой риск, свойственный исключительно компании-цели, а не рынку в целом. В MCAPM может оказаться затруднительным отличать те факторы риска, которые включаются в «бета» (отражающие систематический риск на рынке), от тех, которые должны быть включены в «альфа» (показывающие риск, характерный только для рассматриваемой компании).

МСАРМ наиболее эффективна при определении затрат на собственный капитал, когда можно идентифицировать группу публичных компаний, в достаточной степени сходных с компанией-целью. Когда есть совокупность, скажем, 3–6 похожих публичных компаний, проанализируйте их операционные и финансовые характеристики, чтобы сравнить полученные результаты с компанией-целью. Оцените систематический риск, представленный в виде «бета», с учетом обстоятельств в рамках отрасли или ее сегментов, а затем проанализируйте факторы, характерные только для данной компании, или «альфа». Когда существует подобная информация, затраты на собственный капитал можно рассчитать с помощью МСАРМ, получив в итоге достаточно надежные результаты.

Применение МСАРМ для расчета затрат на собственный капитал показано в примере 8–6, не имеющем отношения к какой-то определенной компании, дано или экономическим обстоятельствам. Источники получения сведений относительно SCP и SCRP раскрываются позднее в этой же главе, в разделе «Обзор данных по нормам доходности от Ibbotson».

В результате выполнения расчета с помощью МСАРМ выясняются затраты на собственный капитал в размере 23,4%, что на 9% выше результата от применения CAPM в примере 8–5, составившего 14,4%. Расхождение в 9% обусловлено использованием в расчете МСАРМ факторов SCP и SCRP. Пример 8–6 отталкивается от предпосылки оценки мень-

Пример 8–6.

Расчет затрат на собственный капитал с помощью МСАРМ

Базовые данные

R_f	по состоянию на дату оценки	=	6,0%
B	на основе анализа публичных компаний данной отрасли	=	1,2
ERP	историческое среднеарифметическое значение	=	7,0%
SCP	историческое среднеарифметическое значение	=	4,0%
SCRP	определено на основе информированного суждения	=	5,0%

Расчет с помощью МСАРМ

$$R_e = R_f + B(ERP) + SCP + SCRP$$

$$23,4\% = 6,0\% + 1,2 \times 7,0\% + 4,0\% + 5,0\%$$

шего по размеру, но более рискованного бизнеса, что требует дополнительно 9% сверх нормы доходности более крупной компании, представленной в примере 8–5, которая менее рискованна и имеет требуемую норму в 14,4%.

МЕТОД КУМУЛЯТИВНОГО ПОСТРОЕНИЯ

В качестве альтернативы использованию CAPM или MCAPM для определения затрат на собственный капитал выступит метод кумулятивного построения, опирающийся на те же самые фундаментальные элементы затрат на собственный капитал:

1. Безрисковая ставка.
2. Премия за риск собственного капитала.
3. Премия за риск конкретной компании.

Модель кумулятивного построения с точки зрения концепции следует формуле MCAPM, но устраняет фактор «бета», принимая равным единице его значение, что соответствует средней волатильности рынка. Поэтому все отличия профиля риска рассматриваемой компании от рынка в целом должны быть отражены в премиях за размер и специфику компании. Невявно это предполагает, что в SCRP будут включены свойственные компании факторы риска, которые сделали бы ее «бета» (если бы она имела этот коэффициент) больше или меньше единицы. Формула в этом случае выглядит следующим образом:

$$R_e = R_f + ERP + SPC + SCRP.$$

Хотя каждый фактор этой формулы определен ранее, их следует описать более подробно. Наиболее распространенный справочный источник для получения таких рыночных данных — это ежегодник «Акции, облигации, векселя и инфляция для целей оценки» (*Stocks, Bonds, Bills and Inflation® Valuation Edition Yearbook*), издаваемый фирмой Ibbotson Associates.

Безрисковая ставка

Эта ставка, теоретически не имеющая риска дефолта, на американском рынке чаще всего выражается доходностью 20-летних казначейских облигаций США. Агентство Ibbotson выбрало указанный 20-летний пери-

од обращения для своих исследований, начинающихся с 1926 года, по ряду причин:

- хотели получить долгосрочный горизонт времени;
- сочли необходимым включить Великую депрессию, поскольку она есть часть того, что может произойти в длительной перспективе;
- 1926 год оказался самым исторически удаленным годом, когда существовали достаточно надежные записи фактов, необходимых для исследования;
- 20-летние казначейские облигации США на тот момент являлись самыми долгосрочными облигациями.

Агентство Ibbotson рассчитывает премии за риск и для более кратких горизонтов времени, но для справедливой рыночной стоимости или инвестиционной стоимости действующего бизнеса почти всегда используются долгосрочные ставки, чтобы отразить долгосрочный характер этих инвестиций.

Премия за риск собственного капитала (ERP)

Эта премия учитывает дополнительный риск сверх безрисковой ставки, связанный с инвестированием в портфель публично торгуемых обыкновенных акций крупных компаний, известных как акции компаний с большой капитализацией.

Премия за риск малой компании

SCP отражает дополнительное увеличение риска, связанное с инвестированием в обыкновенные акции средних и малых публичных компаний. В долгосрочной ретроспективе акции компаний с малой капитализацией гораздо более изменчивы, но обеспечивали более высокую доходность по сравнению с акциями более крупных компаний. Вот почему акции и фонды компаний с малой капитализацией популярны среди некоторых инвесторов.

Премия за риск конкретной компании

Компонент SCRP отражает риски, присущие компании и отрасли, в которой она работает. Хотя он определяется субъективно, но в то же время может быть достоверным и подкрепленным соответствующими аргументами. Он должен учитывать результаты анализа конкурентных усло-

вий работы компании, в том числе внешние отраслевые и внутренние факторы, не учтенные в прибыли, к которой будет применяться ставка. Умение увязать анализ конкурентоспособности компании с определением данной премии критически важно, чтобы определить с высокой степенью достоверности и обоснованности норму доходности, применяемую в процессе оценки бизнеса.

Факторы риска и стоимости, а также их относительная важность различны в зависимости от конкретной компании. Скажем, низкий показатель оборачиваемости товарных запасов может вредить доходности розничного или оптового бизнеса, но оказывать несущественное влияние на деятельность сервисной компании. С учетом постоянной потребности в субъективном суждении ниже приводится список обычных факторов риска, присущих компаниям, а также краткое описание каждого из них.

- *Ограничение доступа к капиталу.* Помните, особенно при сравнении закрытых компаний с их публичными аналогами, что они часто сталкиваются с ограничениями в размерах заемного или собственного капитала, который могут привлечь. Этот факт должен также учитываться и при оценке перспектив роста или способности к диверсификации. Кроме того, заметьте: когда владелец лично гарантирует ссуду предприятию, эффективная ставка процента компании вероятнее всего превышает официально заявленную ставку.
- *Структура собственности и ограничения на передачу акций.* Акции частных компаний, не участвующие в публичном фондовом рынке для совершения сделок с ними, зачастую являются непродаваемыми. В особенности это касается миноритарных долей собственности. Акции закрытых компаний нередко имеют ограничения, сильно сужающие условия, при которых их можно передать другому собственнику. Распространено использование права преимущественной покупки по указанной цене, и миноритарные акционеры особенно часто сталкиваются с условиями, жестко ограничивающими их возможность продать свои инвестиции.
- *Доля компании на рынке и структура рынка отрасли.* Малые компании часто работают в определенной отраслевой нише или сегментах, где рыночная доля может стать существенным стратегическим преимуществом. Рыночные лидеры способны обладать особой силой. Например, патентованной технологией, дающей им признание торговой марки или преимущество в ценообразовании. Также

должна быть исследована структура отрасли. Скажем, компания с рыночной долей в 20% может иметь возможность доминировать в отрасли, пока все остальные компании обладают не более чем 5%-ной долей рынка каждая. Однако 20%-ная доля на рынке, где два других конкурента имеют по 40% каждый, ставит компанию в гораздо более слабое положение.

- *Глубина и широта охвата менеджмента.* Малые и даже средние компании зачастую имеют пробелы в управленческой команде, делая их слабыми в одной или более функциональных областях. Эти факторы должны оцениваться при рассмотрении сильных сторон компании на ключевых функциональных уровнях, включая контроль качества, производственный потенциал, маркетинговые и реализационные возможности и т.д.
- *Сильная зависимость от лиц, обладающих ключевыми знаниями, навыками или контактами.* В малых компаниях не редкость, когда один или несколько человек обладают незаменимыми техническими знаниями, производственными навыками или контактами с клиентами. Эти обстоятельства обычно увеличивают профиль риска малой или средней компании по сравнению с крупным бизнесом, поскольку успех компании связан с данными ключевыми фигурами.
- *Маркетинговые и рекламные мощности.* Малые компании, конкурирующие с намного более крупными конкурентами или общенациональными сетями, часто испытывают недостаток финансовой мощи или маркетинговой компетентности, чтобы должным образом информировать свою потенциальную клиентскую базу о преимуществах, которые они могут предложить. Скажем, независимые розничные продавцы способны иметь такие же или даже лучшие цены, чем общенациональные сети, с которыми они конкурируют. Однако сети обладают возможностями широко рекламировать свои низкие цены, и это обстоятельство есть конкурентное преимущество, обычно недоступное для независимых продавцов. Таким образом, из-за своей неспособности проинформировать потенциальных клиентов независимые продавцы могут терять долю рынка, даже если они предлагают лучшие продукты, обслуживание клиентов или цены.
- *Ассортимент продуктов и услуг.* Компании с узкой специализацией нередко извлекают свою силу из концентрации в определенной рыночной нише, но эта продуктовая специализация создает риски отсутствия диверсификации и чрезмерной зависимости от ограниченных рынков. Некоторые компании с узкой специализацией

могут столкнуться с ситуацией, когда их самые крупные клиенты принимают политику иметь дело только с поставщиками, предлагающими широкий диапазон продуктов, что вынуждает их или расширять спектр предлагаемой продукции, или продавать свой бизнес более крупной компании.

- *Покупательная способность и соответствующая экономия на масштабе.* Из-за своего размера малые компании зачастую не способны достичь должного уровня эффективности затрат или производства, которыми обладают их более крупные конкуренты. Либо через оптовые скидки, либо за счет распределения затрат по более высоким объемам, большие компании обладают явными преимуществами в определенных видах деятельности и на некоторых рынках.
- *Концентрация клиентов.* Эта проблема преследует многие малые и средние компании, растущие и процветающие часто благодаря поставке исключительной услуги своим самым крупным клиентам. При этом они иногда начинают чрезмерно полагаться на клиентов, занимающих слишком большую долю в их общих продажах.
- *Отношения и зависимость от продавцов и поставщиков.* Для целей специализации и создания определенных конкурентных преимуществ малые компании зачастую передают субподряды на важные операции или компоненты производства другим поставщикам, от которых они могут стать чрезмерно зависимыми. Обычным результатом этого становится потеря контроля над сроками, качеством или ценообразованием необходимых ресурсов.
- *Дистрибутивные мощности.* Крупные компании с широким ассортиментом продукции обычно обладают региональными или общенациональными системами дистрибуции для защиты своей доли рынка и образа продукта. Независимый бизнес часто должен полагаться на брокеров или идти на существенно более высокие издержки, связанные с дистрибуцией, в виде уплаты процента от продаж. Например, независимые производители продуктов питания, снабжающие сети продовольственных магазинов, не обладают возможностями общенациональных компаний с широким ассортиментом в части влияния на решения о размещении товара в магазинах, в результате чего получают наименее привлекательные места. Подобный барьер для прямого доступа к клиенту может ограничивать способность независимых фирм оказывать внимание покупателям и предоставлять услуги, необходимые для сохранения лояльности потребителей. Кроме того, отсутствие прямого контакта с клиентами препятствует получению информации о развиваю-

щихся желаниях и потребностях клиентов, а также ограничивает потенциал развития торговой марки.

- *Глубина, достоверность и своевременность учетной информации и внутреннего контроля.* Публичные компании имеют дело с жесткими требованиями по бухгалтерской отчетности со стороны регулирующих ведомств, в общем-то, улучшая качество информации, доступной менеджменту. Такие данные часто отсутствуют в малом бизнесе, и этот факт способен затруднять должную оценку менеджментом результатов работы, да и потенциальные покупатели могут подвергать сомнению качество этих данных.

Следует проявлять осторожность при рассмотрении этих факторов SCRP. Некоторые из них можно учесть при выборе темпов роста или в прибыли через повышение торговых или производственных издержек. Цель этой предосторожности состоит в том, чтобы избежать двойного счета в результате включения одного и того же фактора и в темп роста, и в прибыль. Подобную же осторожность следует соблюдать при определении уместных скидок и премий.

В дополнение к вышеприведенному списку факторов, нередко являющихся особенно важными для малых и средних компаний, каждый бизнес следует оценить в ракурсе доходности и роста. Главным образом эти аспекты представлены в прогнозе прибыли компании в моделях SPCM или MPDM. Еще более важно, чтобы факторы, приводящие к полученным результатам, были тщательно изучены при определении SCRP.

ОБЗОР ДАННЫХ ПО НОРМАМ ДОХОДНОСТИ ОТ IBBOTSON

В настоящей книге довольно часто упоминается издаваемый фирмой Ibbotson Associates ежегодник *SBBI Valuation Edition Yearbook (SBBI)*, которому профессиональные оценщики уделяют самое пристальное внимание.

Понимание общего процесса, используемого в ежегодных публикациях Ibbotson Equity Risk Premium Series, помогает объяснить некоторые выводы, сделанные здесь, а также в главах 6 и 7. Кроме того, станет понятным, почему эти нормы без каких-либо дополнительных корректировок применимы только в отношении годового чистого денежного потока на собственный капитал. Исследование основывается на допущении, что портфель акций крупных компаний, состоящий в основном из акций компаний с большой капитализацией, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange, NYSE) или входящих в Standard & Poor's 500, каждый год покупается 1 января,

а затем продается 31 декабря. Инвестиции каждого отдельного года будут иметь норму доходности, основанную на совокупном увеличении стоимости акций, входящих в портфель, с учетом размера дивидендов, выплаченных в том же году. Этот процесс повторяется ежегодно начиная с 1926 года вплоть до последнего истекшего года. Выясненная ежегодная прибыль является среднерыночной доходностью, или R_m . Для каждого года определяется также доходность по 20-летним казначейским облигациям США, называемая R_f . Вычитание R_f из R_m дает премию за риск собственного капитала для каждого года (ERP). ERP за все годы складываются, и полученная сумма делится на число лет, указывая на величину долгосрочного среднеарифметического ERP. Это и есть норма доходности, показываемая как ERP в каждом издании *SBBI Yearbook*.

Сходный процесс применяется для выяснения премии за риск малой компании (SCP) с использованием компаний NYSE или компаний основных американских бирж, разделенных на 10 групп исходя из суммарной рыночной капитализации. Каждая группа, называемая децилем, включает 10% от общего числа компаний, торговавшихся на NYSE в том или ином году. SCP рассчитывается путем выяснения фактической доходности в каждом дециле и вычитания доходности, предсказанной CAPM. Как показано в примере 8-9, по мере движения в сторону дециля, где компании меньше, растет значение «бета». Это увеличение отражает повышенную волатильность доходов более мелких компаний, поэтому возрастают прибыли, рассчитанные с помощью CAPM. Тем не менее рост «бета» полностью не объясняет уровни доходности, достигнутые в этих децилях, особенно самыми мелкими фирмами. Чтобы прояснить факторы, влияющие на SCP, создаваемая благодаря «бета» доходность удаляется с целью выделения SCP, которая образуется только благодаря размеру компании, исключая любые особые риски, свойственные какой-то конкретной компании.

В примерах 8-7 и 8-9 показаны три таблицы из *Valuation Edition 2001 Yearbook*. Учтите, при прочтении необходимо обращаться непосредственно к тексту, чтобы полностью понять представленный материал. При рассмотрении этих примеров обратите внимание на следующее:

- Из примера 8-7 видно, что по состоянию на 30 сентября 2000 г. дециль самых крупных публичных компаний охватывает свыше 72% общей рыночной стоимости всех компаний NYSE, подчеркивая тем самым господство крупнейших публичных фирм.
- Из примера 8-7 столь же ясно видно, что акции компаний с микрокапитализацией (децили 9 и 10) обладают соответственно лишь 0,72 и 0,46% общей рыночной капитализации публичных компа-

Пример 8-7. Разделенные на децили портфели NYSE/AMEX/NASDAQ. Размер и состав (1926–2000)^a

Дециль	Историческая средняя доля в общей капитализации	Число компаний в последнее время	Рыночная капитализация дециля в последнее время (в тыс.)	Доля в общей капитализации в последнее время
1 — крупнейший	68,13%	237	\$ 11 757 098 230	72,56%
2	14,07%	262	1 797 427 043	11,09%
3	7,64%	285	864 872 122	5,34%
4	4,78%	327	546 712 821	3,37%
5	3,26%	364	400 422 531	2,47%
6	2,37%	412	286 627 260	1,77%
7	1,72%	482	221 635 399	1,37%
8	1,27%	517	137 729 312	0,85%
9	0,97%	869	116 702 549	0,72%
10 — мельчайший	0,80%	1 927	74 292 170	0,46%
Средняя капитализация 3–5	15,68%	976	1 812 007 474	11,18%
Малая капитализация 6–8	5,36%	1 411	645 991 971	3,99%
Микрокапитализация 9–10	1,76%	2 796	190 994 719	1,18%

^a Исторический средний процент суммарной капитализации показывает среднее значение за последние 75 лет рыночной стоимости дециля как процент суммарной стоимости NYSE/AMEX/NASDAQ при ежегодном расчете. Число компаний в децилях, последняя рыночная капитализация дециля и процент суммарной капитализации в последнее время даны по состоянию на 30 сентября 2000 года.

Источник: © CRSP University of Chicago. Используется с разрешения. Все права защищены. *Stocks, Bonds, Bills and Inflation® Valuation Edition 2001 Yearbook*, © 2001 Ibbotson Associates, Inc. Все права защищены. Используется с разрешения.

ний. Однако пример 8-8 показывает, что акции фирм девятого дециля обладают суммарной стоимостью собственного капитала до 192 598 тыс. долл., а десятого дециля — до 84 521 тыс. долл., поэтому большинство компаний микрокапитализации, по всей вероятности, имеют большую стоимость, чем большинство частных компаний.

- В примере 8-9 обратите внимание: «бета» для дециля 1, объединяющего крупнейшие публичные компании, составляет 0,91, а это указывает на то, что эти компании более стабильны, чем рынок в целом. Наоборот, дециль 10, разделенный далее по размеру на две половины, имеет «бета» 1,43 и 1,41, показывая тем самым, что эти компании примерно на 42% более изменчивы, чем рынок в целом.

Пример 8-8.

Разделенные на децили портфели
NYSE/AMEX/NASDAQ, крупнейшие компании
децилей и их рыночная капитализация
(по состоянию на 30 сентября 2000 года)

Дециль	Рыночная капитализация крупнейшей компании (в тьн.)	Название компании
1 — крупнейший	\$524 351 578	General Electric Co.
2	10 343 765	National City Corp.
3	4 143 902	Reader's Digest Association, Inc.
4	2 177 448	Engelhard Corp.
5	1 327 582	Price Communications Corp.
6	840 000	Student Loan Corp.
7	537 693	APAC Customer Services Inc.
8	333 442	IHOP Corp. New
9	192 598	SCPIE Holdings Inc.
10 — мельчайший	84 521	Fibermark Inc.

Источник: © CRSP University of Chicago. Используется с разрешения. Все права защищены.
Stocks, Bonds, Bills and Inflation® Valuation Edition 2001 Yearbook, © 2001 Ibbotson Associates,
Inc. Все права защищены. Используется с разрешения.

- Эта волатильность, как правило, интерпретируемая с целью определения меры риска, отражена в примере 8-9 в колонке средне-арифметической доходности компаний в каждом из децилей. По мере того как компании становятся меньше, а их волатильность увеличивается, долгосрочная доходность также возрастает, указывая на требование более высокой доходности со стороны инвесторов, чтобы компенсировать принимаемый ими повышенный риск.
- Пример 8-9 также показывает, что средняя долгосрочная доходность крупнейших публичных компаний составила 12,06% в конце 2000 года. В каждом последующем дециле доходность постепенно растет. Самое большое пропорциональное увеличение возникает в меньшей половине 10-го дециля, где средняя долгосрочная доходность составляет 24,56%, в то время как средняя доходность для акций микрокапитализации в целом составила 18,41%. Это отражает доверие, внушаемое инвесторам крупным размером компании, и более высокую доходность, требуемую ими от компаний недостаточно большого размера.

Пример 8–9. Долгосрочная доходность сверх оценки CAPM для разделенных на децили портфелей NYSE/AMEX/NASDAQ; 10-й дециль разделен надвое (1926–2000)

Дециль	Бета	Средне- арифмети- ческая доходность	Реали- зованная доходность сверх безрисковой ставки	Предпола- гаемая доходность сверх безрисковой ставки	Премия за размер (доход- ность сверх CAPM)
1 — крупнейший	0,91	12,06%	6,84%	7,03%	-0,20%
2	1,04	13,58%	8,36%	8,05%	0,31%
3	1,09	14,16%	8,93%	8,47%	0,47%
4	1,13	14,60%	9,38%	8,75%	0,62%
5	1,16	15,18%	9,95%	9,03%	0,93%
6	1,18	15,48%	10,26%	9,18%	1,08%
7	1,24	15,68%	10,46%	9,58%	0,88%
8	1,28	16,60%	11,38%	9,91%	1,47%
9	1,34	17,39%	12,17%	10,43%	1,74%
10a	1,43	19,11%	13,89%	11,10%	2,78%
10b — мельчайший	1,41	24,56%	19,33%	10,91%	8,42%
Средняя капитализация 3–5	1,12	14,46%	9,23%	8,65%	0,58%
Малая капитализация 6–8	1,22	15,75%	10,52%	9,45%	1,07%
Микрокапитализация 9–10	1,36	18,41%	13,18%	10,56%	2,62%

* «Бета» оценивается на основе совокупной ежемесячной доходности портфелей сверх общей доходности 30-дневных казначейских векселей США в сравнении с общей доходностью S&P 500 сверх 30-дневных казначейских векселей США за период с января 1926 по декабрь 2000 года.

** Историческая безрисковая ставка измеряется 75-летней среднеарифметической чистой доходностью по 20-летним государственным облигациям (5,22%).

† Рассчитано в контексте CAPM путем умножения премии за риск собственного капитала на «бета». Премия за риск собственного капитала оценивается как среднеарифметическая общая доходность S&P 500 (12,98%) минус среднеарифметическая чистая доходность по 20-летним государственным облигациям (5,22%) за 1926–2000 годы.

Источник: *Stocks, Bonds, Bills and Inflation® Valuation Edition 2001 Yearbook*, © 2001 Ibbotson Associates, Inc. Все права защищены. Используется с разрешения.

ЗАТРАТЫ НА КАПИТАЛ В РАЗРЕЗЕ РАЗНЫХ СТРАН

Давно известно, что инвестиционный риск варьируется в различных странах в зависимости от политических, правовых и экономических условий. Отклонение от американских норм доходности может быть ми-

нимальным, как, скажем, в Англии, или существенным, как в развивающихся странах. Корректировка нормы доходности по фактору страхового риска не может быть абсолютно достоверной, но даже приблизительное внесение поправок помогает в расчете нормы доходности, применимой к данной стране.

Далее следует краткий обзор методов внесения корректировок для определения затрат на капитал в конкретной стране, а также источников получения информации данного характера.

Составляющая странового риска

Этот подход добавляет дополнительный компонент риска к норме доходности, рассчитываемой для инвестиций в Соединенных Штатах с помощью CAPM или метода кумулятивного построения. Процедура, которой пользуются многие практики, заключается в получении составляющей странового риска из *International Country Risk Guide**.

Преобразование CAPM в формат, учитывающий страновую специфику

Чтобы преобразовать CAPM в подходящий для конкретной страны формат, требуется исходная безрисковая ставка для этой страны, специфическая страновая «бета» и свойственная данной стране премия за риск собственного капитала. Безрисковая ставка для каждой страны, используемая для определения характерной для данного региона премии за риск собственного капитала, часто основывается на доходности долгосрочных государственных облигаций конкретной страны, как это предусмотрено Международным валютным фондом. Страновая «бета» выясняется путем сравнения волатильности индекса, принимаемого в качестве эталона в данной стране, с волатильностью мирового рынка, составляемой из индексов различных стран; используя, например, S&P 500 в качестве американского индекса. В разной степени, в зависимости от страны, этот подход обладает ограниченностью, обусловленной наличием данных за исторический период, достаточно длительный для определения с требуемой степенью надежности премии за риск собственного капитала.

Не рекомендуется использовать этот метод, основываясь на ограниченности данных и описании, представленном в настоящей книге. Для получения более подробной информации по данному вопросу, свяжи-

* International Country Risk Guide (East Syracuse, NY: The PRS Group, 2001). www.prsgroup.com.

тесь с Ibbotson Associates по адресу <http://valuation.ibbotson.com> для получения их изданий *International Equity Risk Premia Report* and *International Cost of Capital Report*.

Простое добавление к стоимости капитала компоненты странового риска представляет собой менее сложный процесс, чем преобразование CAPM под специфику определенной страны. Если требуется норма доходности для инвестиций в другой стране, изучите подробную информацию из каждого из вышеупомянутых источников (а также и других, которые могут иметься в наличии), прежде чем решать, какая процедура лучше подходит для находящегося на рассмотрении инвестиционного проекта в конкретной стране.

КАК РАССЧИТЫВАТЬ ЗАТРАТЫ НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ ДЛЯ КОМПАНИЙ-ЦЕЛИ

Мы уже описали три метода определения требуемой нормы доходности обыкновенных акций в частной компании — CAPM, MCAPM и метод кумулятивного построения. Метод CAPM редко бывает уместным из-за своих исходных предпосылок. Если в процессе изучения рынка удастся идентифицировать несколько публично торгуемых компаний, достаточно схожих с компанией-целью, приемлемой методологией может оказаться MCAPM. Когда имеются эти данные, «бета» для компании-цели извлекается из «бета» компаний-аналогов. В формуле CAPM или MCAPM величина ERP умножается на B , чтобы учесть характеристики риска публичных компаний-аналогов, в том числе и профиль риска отрасли, в которой они осуществляют свою деятельность. После изучения относительных сильных и слабых сторон этих компаний и сравнения их с целевой следует прибегнуть к дальнейшей корректировке, исходя из размера и факторов риска конкретной компании, выражаемых в формуле MCAPM как премии SCP и SCRP.

Применяя эту формулу, даже опытные оценщики с трудом могут разобраться с величиной риска, заключенной в «бета», и рисками, находящими отражение в SCP и SCRP. В результате величина поправок SCRP обычно оказывается меньше в случае применения MCAPM, чем при использовании метода кумулятивного построения, где отсутствует привязанный к конкретной ценной бумаге фактор «бета». Чтобы избежать этой путаницы и возможности двойного учета факторов, многие просто используют метод кумулятивного построения вместо MCAPM.

При использовании метода кумулятивного построения «бета» принимается равной единице, поэтому она убирается из расчета. Если ока-

зывается, что целевая компания имеет затраты на собственный капитал менее 100 млн. долл., то весьма вероятно, что наиболее подходящим выбором для SCRP будет одна из премий 10-го дециля. Для компаний, чьи затраты на собственный капитал ниже 200 млн. долл., для SCRP, по всей видимости, лучше всего подойдет премия из объединенных 9-го и 10-го децилей, или премия микрокапитализации. Для компаний более крупного размера можно применить премию малой капитализации или, как альтернативу, методологию MSARМ.

Определив премию за размер, аналитик тем самым устанавливает базовую норму доходности. Скажем, она окажется около 18%, если используется премия микрокапитализации, или где-то между 19 и 25%, если отталкиваться от премии 10-го дециля. Это следует понимать следующим образом: если инвестор приобретает широкий портфель акций компаний микрокапитализации или размера 10-го дециля и, сохраняя эти инвестиции, в течение длительного времени получает среднюю доходность, соответствующую среднему уровню данного показателя в Соединенных Штатах за последние 75 лет, то эти инвестиции будут приносить чистый денежный поток (после уплаты корпоративных налогов, но до уплаты личных налогов инвестора), эквивалентный доходности соответственно 18% либо от 19 до 25%, являясь при этом высоколиквидными публичными ценными бумагами.

Инвестиции в целевую компанию должны рассматриваться в сравнении с этим примером. Большинство закрытых компаний меньше, чем публичные компании размера микрокапитализации. Кроме того, большинство таких фирм отличается худшим качеством руководства, более узкий ассортимент продукции, меньшие рынки и клиентские базы, а также более ограниченный доступ к капиталу. Помня об этом, проведите внешний и внутренний анализ компании-цели, идентифицируйте присущие ей факторы риска и стоимости и сравните их с публичной компанией-аналогом из соответствующего дециля. После этого можно измерить каждый фактор риска или фактор стоимости целевой компании, чтобы определить SCRP.

Естественно, не слишком опытные оценщики путаются в определении величины поправки SCRP. Иными словами, должен ли тот или иной фактор стоимости или риска вызывать изменение SCRP на 1%, 2% или более? Чтобы получить ощущение перспективы, взгляните на выводы, которые в течение 75 лет сделал рынок, представленный миллионами инвесторов, тратящих миллиарды долларов. По существу, рынок утверждает: стоимость относительно безопасных вложений (R_f) с поправкой на предполагаемую инфляцию составляла примерно 6% в конце 2000 года.

Далее инвесторы своими действиями заявили, что они готовы пойти на большой риск владения обыкновенными акциями компаний с большой капитализацией, но только если они получают ERP, обеспечивающую в долгосрочной перспективе дополнительно 6–7% (выводы для среднесрочного и краткосрочного инвестирования иные) или вдвое больше безрисковой ставки. Основываясь на исторических данных можно увидеть: инвесторы утверждают, что они готовы пойти на дополнительный риск покупки акций малых публичных компаний категории десятого дециля, но при этом требуют дополнительно 5–10% прибыли за еще одну ступень по лестнице риска. Таким образом, инвесторы на рынке переходят от безрисковых инвестиций к акциям крупных публичных компаний, а затем обращаются к акциям небольших публичных компаний, двигаясь шагами, обеспечивающими прирост приблизительно от 6 до 8%. С использованием в качестве ориентира указанного размера данных относительных приращений риска выбор премии конкретной компании относительно других рыночных альтернатив становится для оценщика вопросом определения размера последнего шага, совершаемого инвестором при покупке компании-цели.

Наконец, рассматривая указанные ставки, следует учитывать еще одно соображение. В большинстве случаев цель — это частная компания, где инвестор наиболее часто приобретает контрольный пакет акций. Однако только что приведенные нормы доходности относятся к публично торгуемым ценным бумагам, где инвесторы обычно имеют миноритарные пакеты. Любые различия в контроле в сравнении с вариантом, когда он отсутствует, должны учитываться в соответствующих доходах, к которым будет применяться ставка, или, если это уместно, — в скидках и премиях, применяемых в последующих этапах процесса оценки. Они не должны отражаться в производной от этих норм доходности собственного капитала.

Покупателей и продавцов часто удивляет тот факт, что затраты на собственный капитал составляют 25% и более. Это может приводить к сомнениям или неверию в эти ставки и к следующим вопросам:

Во второй половине 1990-х годов среднее значение коэффициента Р/Е для американских компаний размера S&P 500 составляло приблизительно 25, подразумевая требуемую норму доходности в 4%. Зачем кому-либо инвестировать в обыкновенные акции, даже компаний из S&P 500, чтобы получить доходность в размере лишь 4%? Соответствуют ли действительности намного более высокие ставки дисконтирования, находящиеся в райо-

не 25%, для собственного капитала закрытых компаний, вытекающие из методов МСАРМ или кумулятивного построения? Переход от 4 к 25% весьма логичен, если его осуществлять пошагово, с учетом различий между альтернативными инвестициями. Начните с признания преимуществ, существующих у компаний из S&P 500 с точки зрения размера, доли рынка, доступа к капиталу, качества управления, широты ассортимента продукции, торговых марок и систем дистрибуции, нередко охватывающих весь мир. При сравнении с обычной частной компанией даже среднего размера эти различия становятся очень существенными.

Далее рассмотрите ожидания роста. Инвесторы не покупают акции по цене, в 25 раз превосходящей годовой доход, рассчитывая заработать 4%. Напротив, они ожидают рост стоимости акций высокими темпами, сохраняющимися чуть ли не в течение бесконечного числа периодов. Как говорилось в главе 7, ожидаемые краткосрочные и долгосрочные различия в темпах роста есть сценарий, недоступный для эффективного представления модели SPCM. Аналог в виде ставки капитализации, используемый в модели SPCM и представляющий собой мультипликатор P/E, имеет те же самые ограничения. Конкурентные преимущества, которыми обладают некоторые крупные корпорации, обеспечивают потенциал для долгосрочного роста, но продолжительность этого превосходства, по всей вероятности, лежит не в бесконечности, а где-нибудь в диапазоне от 4 до 10 лет. Но поскольку традиционный механизм сообщения информации на фондовом рынке использует мультипликаторы доходов одного отдельного периода, это может обеспечивать получение высоких коэффициентов P/E. Очевидный фактор, влияющий на размер коэффициента, — это подразумеваемый рост прибыли и в результате — повышение стоимости акций.

Технические ошибки также создают неразбериху. Ставка 4%, рассчитанная как представление коэффициента $P/E = 25$, фактически является не ставкой дисконтирования, а ставкой капитализации. Причем для исторической прибыли, а не для будущего чистого денежного потока. Поскольку коэффициенты P/E, подобно ставкам капитализации, применяющимся к прибыли за один год, они представляют ожидаемый рост.

Пример 8-10. Преобразование коэффициента P/E публичной компании в ставку дисконтирования для чистого денежного потока на собственный капитал закрытой частной компании

Коэффициент P/E типичной публичной компании из S&P 500	25
Преобразование коэффициента P/E в ставку капитализации для исторической прибыли (1/25)	4%
Преобразование в ставку капитализации будущих прибылей умножением на единицу плюс ожидаемые темпы роста в течение следующего года, составляющие 5%	x 1,05
Ставка капитализации будущих прибылей	4,2%
Преобразование ставки капитализации чистой прибыли в ставку капитализации чистого денежного потока на собственный капитал, исходя из долгосрочного соотношения между ними, составившего 20%	1,20
Ставка капитализации будущего чистого денежного потока на собственный капитал	3,5%
Преобразование в ставку дисконтирования чистого денежного потока на собственный капитал следующего года путем прибавления ожидаемого темпа роста крупной публичной компании	+ 10,0%
Ставка дисконтирования для будущего чистого денежного потока на собственный капитал до включения премий, учитывающих размер и факторы риска, специфические для компании (приблизительно соответствует средней доходности акций компаний с большой капитализацией)	13,5%
Премия десятого дециля из издания агентства Ibbotson <i>Stocks, Bonds, Bills and Inflation</i> ^а за 2000 год	4,5%
Премия за специфические факторы риска, характерные для закрытой частной компании	7,0% ^а
Ставка дисконтирования для будущего чистого денежного потока на собственный капитал	25,0%

^а В 7% включено приращение, учитывающее риск, связанный с отличием в ликвидности инвестиций между закрытыми частными компаниями и свободно и активно торгуемыми компаниями из S&P. Указанное различие обычно учитывается с помощью применения к данной стоимости скидки за недостаток ликвидности. Для целей нашего примера считается, что это отличие есть часть согласования публичного P/E с окончательной частной нормой доходности, откорректированного через применение скидки за недостаток ликвидности.

Источник: Frank C. Evans, «Tips for the Valuator», *Journal of Accountancy* (March 2000), pp. 35–41. Перепечатано с разрешения из *Journal of Accountancy*, Copyright© 2000 by American Institute of CPAs. Авторы высказывают свои собственные мнения, которые не обязательно отражают политику AICPA.

В примере 8–10 ставка 4%, вытекающая из коэффициента $P/E = 25$, согласовывается со ставкой дисконтирования для собственного капитала на уровне 25%. Ключевой «неизвестный» компонент, требуемый для объяснения значительной доли различия, — это подразумеваемые долгосрочные темпы роста в размере 10% для акций крупных компаний.

Определение соответствующих затрат на отдельные элементы капитала в бизнесе есть одна из наиболее сложных областей процесса оценки. Затраты на собственный капитал частной компании наиболее трудны для определения, поскольку он не имеет ни текущей рыночной цены, ни фиксированной нормы доходности. Требуемая норма доходности или ставка дисконтирования обыкновенных акций частной компании с достаточной степенью достоверности может быть определена путем применения соответствующей методологии и выбора соответствующих рыночных норм доходности. Для измерения риска конкретной компании требуется профессиональное суждение. Опыт в этом процессе имеет ключевое значение. При определении ставки дисконтирования собственного капитала стратегически сильные и слабые стороны компании-цели, идентифицированные и оцененные в конкурентном анализе фирмы и отрасли, находят выражение в норме доходности, которая применяется при дисконтировании или капитализации ожидаемых будущих доходов компании с целью определения ее стоимости. Таким образом, тщательное соблюдение всех этапов и принципов при определении затрат на собственный капитал приводит к обоснованному оценочному суждению, учитывающему факторы риска и стоимости, идентифицированные для данной компании.

Средневзвешенные затраты на капитал

В главе 6 была представлена концепция инвестированного капитала, определяемого как сумма процентного заемного и собственного капитала компании. Известная также как стоимость предприятия, эта величина в основном используется в слияниях и поглощениях для характеристики объема инвестиций в оцениваемую компанию. Как подчеркивалось ранее, поскольку деятельность компании обычно финансируется с помощью заемных и собственных средств, применяемая для нее ставка дисконтирования должна включать затраты на заемный и собственный капитал. Получающаяся величина называется средневзвешенными затратами на капитал (weighted average cost of capital, WACC). Следовательно, при использовании для расчета стоимости инвестированного капитала метода капитализации (single-period capitalization method, SPCM) или метода дисконтирования (multiple-period discounting method, MPDM) доход на заемный и собственный капитал капитализируется или дисконтируется по затратам на заемный и собственный капитал, т.е. WACC.

WACC отражает объединенные затраты на заемный и собственный капитал, причем вес этих источников определяется исходя из их рыночной, а не балансовой (бухгалтерской) стоимости. Типичные ставки WACC показаны в примере 9–1. Обратите внимание: они не имеют отношения к какой-либо определенной дате, отрасли или экономическим обстоятельствам.

Пример 9-1. Средневзвешенные затраты на капитал

Компании большой капитализации (S&P 500)	Компании от средней до микро- капитализации	Крупные/ сильные частные компании	Венчурные компании и малые/слабые частные компании		
5%	10%	15%	20%	25%	30%

Величина WACC компании уменьшается, когда она использует больше дешевых заемных средств при пропорционально меньшем объеме более дорогостоящего собственного капитала. Когда WACC достигает величины, приблизительно соответствующей оптимальной структуре капитала, дополнительные заемные средства приводят к росту WACC, отражая добавочный риск, создаваемый повышенным финансовым рычагом.

Один из наиболее распространенных финансовых аспектов связан с тем, оказывает ли влияние — и если да, то какое — относительное изменение уровня заемного капитала на стоимость компании. Отсутствие или низкое использование более дешевых заемных средств может привести к высокой величине WACC вследствие влияния со стороны собственного капитала, даже если исключить из рассмотрения финансовый рычаг. Факт отсутствия у многих частных компаний заемного капитала иллюстрирует непонимание некоторыми инвесторами издержек, создаваемых собственным капиталом. Это обусловлено требованиями к прибыли, поскольку добавочный риск, связанный с собственным капиталом, требует более высокой нормы доходности, чем заемный капитал. Вместе с тем необходимо осознавать большую гибкость и сниженный риск, которые обеспечиваются структурой финансирования исключительно за счет собственного капитала, а это может делать компанию более привлекательной для некоторых покупателей.

При рассмотрении воздействия финансового рычага уделяйте постоянное внимание признакам, создающим стоимость бизнеса. Капитал — это лишь один из многих факторов производства, и нередко его относительно легко воспроизвести. По этой причине стоимость в редких случаях значительно увеличивается или уменьшается в результате изменений структуры капитала бизнеса. Иными словами, обычно инвесторы не в состоянии значительно изменять стоимость через корректировку структуры капитала компании. Помните: покупатели могут рефинансировать операционный заемный капитал за счет собствен-

ного, более дешевого долгового финансирования, поэтому им не придется платить премию для приобретения компании с высокой долей заемных средств.

Дабы избежать этих возможных искажений стоимости, используйте модель инвестированного капитала, а не модель собственного капитала, чтобы определить стоимость на бездолговой основе, т.е. до рассмотрения вопросов финансирования. Затем обычно бывает полезно сравнить соотношение заемного и собственного капитала рассматриваемой компании с отраслевыми стандартами, чтобы получить лучшее представление о рыночной практике. Причем указанные стандарты должны быть основаны на рыночной, а не на балансовой стоимости. При этом следует помнить: частный бизнес может иметь меньше возможностей для получения заемного капитала, поскольку обычно он не имеет к нему полноценного доступа в отличие от публичной компании.

ПРОЦЕСС МНОЖЕСТВЕННЫХ ИТЕРАЦИЙ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫХ ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ

Определение правильных удельных весов заемных и собственных средств для расчета WACC в принципе просто, если речь идет о публичных корпорациях, так как информация о рыночной стоимости их заемного и собственного капитала легкодоступна. Рыночная стоимость заемного капитала акционерного общества обычно равна балансовой стоимости, если только процентные ставки векселей или облигаций существенно не отличаются от текущих рыночных ставок. Стоимость собственного капитала можно определить путем умножения котировок акций компании на число акций, а получившиеся в результате рыночные стоимости заемного и собственного капитала определяют их вес в расчете WACC.

Ставки дисконтирования для заемного и собственного капитала, о которых рассказывалось ранее, вставляются в таблицу и используются для расчета WACC. Этот показатель студенты обычно изучают на первом курсе финансовых дисциплин в колледже. Но при оценке закрытого частного бизнеса расчеты могут оказаться более сложными, и обычно возникают ошибки. Поэтому мы начинаем с простой иллюстрации WACC и воспользуемся ею, чтобы обратить ваше внимание на то, как избежать неверных заключений.

Пример 9-2 показывает исходные данные, используемые в нескольких последующих расчетах, а пример 9-3 представляет первоначальный расчет, в результате которого величина WACC составляет 14,4%.

Поскольку у частной компании нет текущих рыночных котировок акций, невозможно определить рыночную стоимость собственного капитала и получающиеся в результате соотношения заемных и собственных средств. А если в расчете WACC применяются неверные веса, может возникать искажение стоимости, что иллюстрирует пример 9-4, основанный на данных, взятых из примеров 9-2 и 9-3.

Расчет, приведенный в примере 9-4, даст стоимость инвестированного капитала в размере 4,4 млн. долл., откуда вычитаются процентные обязательства в размере 0,8 млн. долл. В результате мы получаем кажущуюся достоверной справедливую рыночную стоимость собственного капитала, составляющую 3,6 млн. долл. Но дальнейшее изучение данных показывает: подобное заключение противоречит соотношению заемных и собственных средств — 40 к 60%, на котором основывался расчет. А именно: доли заемного (40%) и собственного (60%) капитала из примера 9-3 создают стоимость собственного капитала в размере 3,6 млн. долл., соответствуя 82% полученного значения инвестированного капитала в размере 4,4 млн. долл. На этом этапе расчета мы не знаем, каким должно быть достоверное соотношение заемного и собственного капитала, но нам следует признать, что они не могут быть одновременно и 40 к 60%, и 18 к 82%.

Решение состоит в том, чтобы выполнить вторую итерацию, используя новую комбинацию заемного и собственного капитала: 18 к 82%*. Как проиллюстрировано примером 9-5, это дает WACC в размере 17,5%, что намного выше, чем первоначально рассчитанное значение WACC 14,4%.

Полученные в примере 9-6 веса различных источников финансирования, вытекающие из новой ставки капитализации WACC в размере 14,5%, показаны в примере 9-7. И снова возникает противоречие, хотя мы и замечаем, что величина искажения стала меньше.

Пример 9-7 вызывает необходимость в третьей и в данном случае последней итерации, представленной в примере 9-8. Получившееся соотношение заемных и собственных средств показано в примере 9-9.

Эта третья итерация дала значения, а также соответствующие доли заемного (22%) и собственного (78%) капитала, приблизительно соответствующие долям данных источников (24 и 76%), на которых основывался расчет базовой WACC. В целях упрощения суммы в данной иллюстрации были округлены, причем можно было бы продолжить итерации.

* Авторы с благодарностью свидетельствуют, что права приоритета в разработке этой процедуры принадлежат Джею Б. Абрамсу (Jay B. Abrams). См. «An Iterative Valuation Approach», *Business Valuation Review*, Vol. 14, No. 1 (March 1995), pp. 26-35; и *Quantitative Business Valuation: A Mathematical Approach for Today's Professionals* (New York: McGraw-Hill, 2001), Chapter 6.

Пример 9-2. Итеративный процесс для типичной корпорации (исходные данные)

Всего активов	\$2 200 000	
Другие обязательства (задолженность перед поставщиками и подрядчиками, начисленные обязательства)	\$200 000	
Процентный заемный капитал	\$800 000	
Всего обязательств	\$1 000 000	
Собственный капитал	\$1 200 000	
Комбинация заемного и собственного капитала (по балансовой стоимости)		
Процентный заемный капитал	\$800 000	40%
Собственный капитал	\$1 200 000	60%
Инвестированный капитал	\$2 000 000	100%
Чистый денежный поток на инвестированный капитал	\$500 000	
Прогнозируемый долгосрочный темп роста	3%	

Пример 9-3. Средневзвешенная стоимость капитала

Применяемые ставки

Ставка дисконтирования для собственного капитала	20%
Номинальная ставка по займам	10%
Ставка налога для данной налоговой категории	40%

Структура капитала по балансовой стоимости

Заемные средства	40%
Собственные средства	60%

Расчет WACC

Составляющая	Чистая ставка	Соотношение	Вклад в WACC
Заемный капитал по ставке заимствования ($1 - t$)	6,0%	40%	2,4%
Собственный капитал	20,0%	60%	12,0%
WACC применительно к инвестированному капиталу исходя из балансовой стоимости			14,4%

Пример 9-4. Первая итерация: метод капитализации – чистый денежный поток на инвестированный капитал, конвертированный в стоимость собственного капитала (суммы округлены)

Чистый денежный поток на инвестированный капитал	\$500 000	
Ставка капитализации WACC (14,4% – 3,0%)	11,4%	
Справедливая рыночная стоимость инвестированного капитала		\$4 400 000
Минус: процентный заемный капитал		\$800 000
Расчетная справедливая рыночная стоимость собственного капитала		\$3 600 000

Пример 9-5. Вторая итерация: соотношение заемного и собственного капитала

Инвестированный капитал	\$4 400 000	100%
Заемный капитал	\$800 000	18%
Собственный капитал	\$3 600 000	82%

Вторая итерация: расчет WACC

Составляющая	Чистая ставка	Соотношение	Вклад в WACC
Заемный капитал по ставке заимствования (1 – t)	6,0%	18%	1,1%
Собственный капитал	20,0%	82%	16,4%
WACC применительно к инвестированному капиталу			17,5%

уменьшая остающееся расхождение. Важный вывод здесь состоит в том, что доли заемного и собственного капитала, используемые в WACC, должны давать совместимые значения этих величин, в противном случае доли не являются основанными на рыночной стоимости*.

* David M. Bishop and Frank C. Evans, «Avoiding a Common Error in Calculating the Weighted Average Cost of Capital», (Fall 1997), pp. 4–6. Перепечатано с разрешения из CPA Exam Copyright© 1997 by American Institute of Certified Public Accountants, Inc.

Пример 9-6. Вторая итерация: метод капитализации — чистый денежный поток на инвестированный капитал, конвертированный в стоимость собственного капитала (суммы округлены)

Чистый денежный поток на инвестированный капитал	\$500 000	
Ставка капитализации WACC (17,5% – 3,0%)	14,5%	
Справедливая рыночная стоимость инвестированного капитала		\$3 400 000
Минус: процентный заемный капитал		\$800 000
Расчетная справедливая рыночная стоимость собственного капитала		\$2 600 000

Пример 9-7. Третья итерация: соотношение заемного и собственного капитала

Инвестированный капитал	\$3 400 000	24%
Заемный капитал	\$800 000	100%
Собственный капитал	\$2 600 000	76%

Третья итерация: расчет WACC

Составляющая	Чистая ставка	Соотношение	Вклад в WACC
Заемный капитал по ставке заимствования (1 – t)	6,0%	24%	1,4%
Собственный капитал	20,0%	76%	15,2%
WACC применительно к инвестированному капиталу			16,6%

Хотя в данном примере использовался SPCM для демонстрации того, как итеративный процесс позволяет достичь желаемых результатов, тем не менее множественные итерации наиболее часто находят применение в MPDM. Поскольку он содержит многолетний прогноз, это означает большее количество вычислений, но концептуально процесс тот же.

Пример 9–8. Третья итерация: метод капитализации – чистый денежный поток на инвестированный капитал, конвертированный в стоимость собственного капитала (суммы округлены)

Чистый денежный поток на инвестированный капитал	\$500 000	
Ставка капитализации WACC (16,6% – 3,0%)	13,6%	
Справедливая рыночная стоимость инвестированного капитала		\$3 700 000
Минус: процентный заемный капитал		\$800 000
Расчетная справедливая рыночная стоимость собственного капитала		\$2 900 000

Пример 9–9. Третья итерация: соотношение заемного и собственного капитала

Инвестированный капитал	\$3 700 000	100%
Заемный капитал	\$800 000	22%
Собственный капитал	\$2 900 000	78%

ФОРМУЛА БЫСТРОГО РАСЧЕТА СРЕДНЕВЗВЕШЕННЫХ ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ

Существует возможность ускорить представленный выше итерационный процесс при использовании SPCM. Справедливая рыночная стоимость собственного капитала представляет собой зависимую переменную в следующей формуле, где остальные факторы, как правило, известны

$$E_{FMV} = \frac{NCF_{IC} - D(C_D - g)}{C_E - g},$$

где:

E_{FMV} = справедливая рыночная стоимость собственного капитала;

NCF_{IC} = чистый денежный поток на инвестированный капитал;

D = суммарный процентный заемный капитал;

C_D = процентная ставка, скорректированная на налоги;

C_E = затраты на собственный капитал;

g = долгосрочный темп роста.

Хотя в качестве дохода в данной формуле выступает чистый денежный поток на инвестированный капитал, можно использовать и другой параметр — например, чистый доход на инвестированный капитал. При этом любое изменение вида дохода должно сопровождаться соответствующими изменениями величин параметров, чтобы избежать искажений стоимости собственного капитала. Иллюстрация такого подхода представлена в учебном примере в главе 16.

Чтобы продемонстрировать результат использования указанной выше формулы, в нее подставлены данные из предыдущего примера:

$$2\,800\,000 = \frac{500\,000 - 800\,000 \times (0,06 - 0,03)}{0,20 - 0,03}.$$

Получившуюся в итоге стоимость собственного капитала в 2,8 млн. долл. можно сложить с 0,8 млн. долл. процентного заемного капитала, получив справедливую рыночную стоимость инвестированного капитала в размере 3,6 млн. долл. В таблице средневзвешенных затрат на капитал из примера 9–10 выясняются доли, составляющие приблизительно 22 и 78%, а итоговая величина WACC равна 16,9%. Этот расчет показывает результат, который может получиться с помощью итеративного процесса, представленного в этой главе ранее, если бы он выполнялся с дополнительными итерациями, без округления полученных величин.

Для подтверждения этих результатов долгосрочный темп роста 3% вычитается из WACC 16,9%, в результате чего получается ставка капита-

Пример 9–10.

Расчет WACC

Составляющая	Чистая ставка	Соотношение	Вклад в WACC
Заемный капитал	0,06	22%	1,3%
Собственный капитал	0,20	78%	15,6%
WACC применительно к инвестированному капиталу			16,9%

Пример 9–11.

Метод капитализации для
подтверждения справедливости
удельных весов, использованных в WACC

Чистый денежный поток на инвестированный капитал	\$500 000	
Ставка капитализации WACC (16,9% – 3,0%)	13,9%	
Справедливая рыночная стоимость инвестированного капитала	\$3 600 000	100%
Минус: процентный заемный капитал	\$800 000	22%
Расчетная справедливая рыночная стоимость собственного капитала	\$2 800 000	78%

лизации в размере 13,9%. Капитализация NCF_K по ставке 13,9% дает абсолютные и процентные значения заемного и собственного капитала (пример 9–11), позволяющие получить то же соотношение источников финансирования, которое использовалось для расчета WACC.

Таким образом, формула быстрого расчета позволяет получать непротиворечивые доли заемного и собственного капитала по справедливой рыночной стоимости, устраняя при этом необходимость выполнения множества итераций при использовании SPCM. Однако упрощенные формулы редко устраняют необходимость в здравом смысле и информированном суждении. В данном случае следует тщательно изучить результат, чтобы определить, сопоставимы ли получившиеся доли заемных и собственных средств с общей тенденцией и структурой соответствующей отрасли. Кроме того, необходимо принять во внимание, что формула использует специфические значения затрат на заемный и собственный капитал, которые должны соответствовать их результирующим долям и структуре капитала. Скажем, если структура капитала, полученная в результате применения формулы, включает мощный финансовый рычаг, то соответствующие значения затрат на заемный и собственный капитал, по всей вероятности, придется скорректировать для признания этого результата*.

* Frank C. Evans and Kelly L. Strimbu, «Debt & Equity Weightings in WACC», *CPA Expert* (Fall 1998), pp. 45. Перепечатано с разрешения из *CPA Expert*, Copyright© 1998 by American Institute of Certified Public Accountants, Inc.

НАИБОЛЕЕ РАСПРОСТРАНЕННЫЕ ОШИБКИ ПРИ ВЫЯСНЕНИИ ЗАТРАТ НА КАПИТАЛ

При использовании разобранных выше принципов выяснения затрат на капитал нередко возникают вопросы, неправильные ответы на которые могут привести к ошибочным инвестиционным решениям:

- Могут ли я для ускорения итерационного процесса, выполняемого при расчете WACC, использовать среднеотраслевые соотношения заемного и собственного капитала, пользуясь такими источниками, как «Исследования годовых отчетов» от Robert Morris Associates (RMA) Annual Statement Studies?

Как правило, указанные среднеотраслевые соотношения заемных и собственных источников финансирования извлекаются из фактических, не прошедших корректировку балансовых отчетов, предоставляемых соответствующему источнику отраслевых данных, включая RMA. Причем консолидация данных не устраняет проблему использования балансовых, а не рыночных стоимостей, лежащих в основе этих соотношений. Финансовые отчеты частных компаний, используемые для получения усредненных данных, вероятно, отражают типичные попытки владельцев минимизировать налоги на доходы или достичь других, не всегда известных целей. Любая деятельность в этом направлении способна изменить балансовую стоимость капитала в сравнении с его рыночной стоимостью, прежде всего являющейся функцией ожидаемых в будущем денежных потоков. Следовательно, эти источники не должны использоваться, так как они не отражают рыночной стоимости.

Среднеотраслевые показатели обычно отражают исторические нормы доходности, рассчитанные на основе бухгалтерской информации. Поскольку инвестиции ориентированы в будущее, применение исторических ставок с учетом предпочтений инвесторов может вызвать серьезные искажения стоимости. Чтобы проиллюстрировать эту мысль, представим себе две нормы доходности собственного капитала от RMA (фактически, в RMA эта ставка определяется как «доход до налогов/новая стоимость»): 40% в более прибыльной отрасли и 10% — в менее прибыльной. Расчет стоимости по данным ставкам с использованием метода капитализации, если предположить прибыль равной 1 млн. долл., дает следующие результаты:

$$\frac{\$1\,000\,000}{40\%} = \$2\,500\,000,$$

$$\frac{\$1\,000\,000}{10\%} = \$10\,000\,000.$$

Заметьте: использование *повышенной* нормы доходности в 40% в более прибыльной отрасли показало *меньшую стоимость*, в то время как *пониженные* нормы доходности в менее прибыльной отрасли представили *более высокую стоимость*! Этим демонстрируется потенциальное искажение стоимости, которое может возникнуть в результате использования исторических мер дохода применительно к сомнительным балансовым стоимостям. Как объяснялось в главе 2, достоверные ставки выводятся путем сравнения текущих вложений денежных средств по рыночной стоимости с будущими доходами, полученными от совершенных инвестиций, в результате получения дивидендов или повышения стоимости капитала. Получающиеся в итоге ставки отражают цену, уплаченную по рыночной стоимости, в сравнении с фактическими денежными доходами.

Один из источников, позволяющих выяснить нормы доходности на основе рыночной стоимости, — это ежегодник «Затраты на капитал» (*Cost of Capital Yearbook*), издаваемый Ibbotson Associates. В этих ежегодных публикациях, где ощущается сильное влияние компаний с большой капитализацией, содержится отраслевая финансовая информация, связанная с доходами, рентабельностью, прибылью на акцию, коэффициентами, структурой капитала, затратами на собственный капитал и средневзвешенными затратами на капитал, которые основаны на рыночной, а не на балансовой стоимости.

- Какое влияние на стоимость оказывает структура капитала компании-цели, в зависимости от высокого или низкого финансового рычага?

Для покупателя существующая структура капитала компании-цели не должна существенно влиять на ее инвестиционную стоимость. Покупатели имеют альтернативные источники финансирования операций, и капитал обычно выступает как катализатор, а не создатель стоимости. Поскольку стратегические покупатели привносят в сделку свои ресурсы, структура капитала компании-цели редко оказывается важной для покупателя. Если цель не обладает ликвидностью или имеет чрезмерные долговые обязательства, эти недостатки могут уменьшить ее независимую справедливую рыночную стоимость. Наоборот, если цель имеет недорогое финансирование, которое может быть принято покупателем, это способно уве-

личить ее ценность. Агрессивные покупатели могут также обратиться к активам, принадлежащим компании, рассматривая их как предмет имущественного залога для финансирования проводимого поглощения, хотя это, скорее, соображения, имеющие отношение к организации финансирования, а не к проведению оценки.

Следует ли покупателям использовать при оценке компании-цели затраты на капитал или минимально приемлемую ставку доходности своей собственной компании вместо проведения расчета соответствующей WACC для компании-цели?

Разумные покупатели и продавцы вступают в сделку, зная и справедливую рыночную стоимость компании-цели как независимого бизнеса, и приблизительную инвестиционную ценность для каждого потенциального стратегического покупателя. Определение справедливой рыночной стоимости требует расчета WACC цели, чтобы можно было вычислить, сколько стоит эта компания как автономный бизнес для ее существующих владельцев.

Чтобы определить инвестиционную стоимость для стратегического покупателя после корректировки прогнозируемой прибыли или чистого денежного потока с целью учесть синергетические эффекты, следует начать с затрат на капитал для покупателя. Эта ставка, представляющая текущее положение покупателя, должна быть откорректирована, с тем чтобы учесть профиль риска компании-цели. Например, крупная компания с WACC, равным 12%, может рассматривать три разные цели с различными уровнями риска и применить к ним WACC в размере 14, 16 и 18%, отражающие различия в уровне риска для данного покупателя, причем его общая WACC равна 12%. Короче говоря, роль средневзвешенных затрат на капитал состоит в том, чтобы снабдить знанием нормы доходности, соответствующей принимаемому инвестиционному риску, а не показывать профиль риска или затраты на капитал покупателя.

Покупатель, использующий одну и ту же минимально приемлемую норму доходности при оценке стоимости каждого поглощения, подразумевает тем самым, что каждое из них имеет один и тот же уровень риска, что в действительности наблюдается редко. Единая ставка будет подталкивать к недооценке более безопасных инвестиций, заслуживающих пониженной ставки, и к переоценке более рискованных инвестиций, требующих повышенной ставки.

Инвестиции имеют существенные различия в уровнях риска. Чтобы максимизировать стоимость, покупатели и продавцы долж-

ны обладать возможностью идентифицировать и измерять риск. В бизнес, связанном со слияниями и поглощениями, это достигается главным образом через применение доходного подхода, где риск выражается через затраты на капитал.

Существует крупный раздел финансовой теории, связанный с количественным определением затрат на привлечение источников заемного и собственного капитала, а также их совокупным восприятием через оценку средневзвешенных затрат на капитал. Когда все эти процедуры применяются должным образом, риск может быть измерен с достаточной степенью достоверности, чтобы затем управлять им с целью максимизации прибыли.

Рыночный подход: использование компаний-аналогов и стратегических сделок

Хотя рыночные коэффициенты широко используются как источник для определения стоимости для целей слияния и поглощения (M&A), весьма вероятно, что в большинстве случаев они применяются неправильно. Этим вступлением мы не стремимся отговорить от использования коэффициентов. Скорее, необходимо проявлять осторожность при их применении, чтобы избежать искажения стоимости.

Поскольку многие люди, работающие в области слияний и поглощений, не имеют действительно качественного образования или опыта по части применения рыночных коэффициентов, настоящая глава рассматривает основные этапы этого процесса, по ходу дела внося предложения и предостерегая в сложных местах.

Рыночный подход основан на *принципе замещения* (*principle of substitution*), который гласит: «за объект заплатят не больше, чем стоит приобретение заменителя, обладающего эквивалентной полезностью». Таким образом, в случае применения рыночного подхода стоимость определяется на основе цен, которые были уплачены за схожие объекты на соответствующем рынке. Чтобы интерпретировать то, какие компании считаются схожими (*similar*), а рынки — соответствующими (*relevant*), необходимо экспертное суждение. Экспертиза помогает выбрать мультипликатор, в наилучшей степени подходящий для измерения результатов работы компании. Кроме того, требуются определенные знания, чтобы должным образом идентифицировать, какой уровень стоимости — миноритарный или контрольный — отражают рыночные коэффициен-

ты. Наконец, экспертное суждение необходимо для определения наиболее подходящего мультипликатора для компании-цели, а это может быть среднееарифметическое или медианное значение, полученное из диапазона показателей группы компаний, либо значение коэффициента в границах этого диапазона, либо вне его.

Рыночный подход, применяемый для оценки M&A, включает два основных метода: сделок M&A и публичной компании-аналога. Они вытекают из различных видов сделок и приводят к различным уровням стоимости, поэтому следует ясно понимать возникающие отличия. Кроме того, для расчета стоимости в каждом методе может использоваться множество мультипликаторов или соотношений. Они описаны в разделе «Выбор оценочных мультипликаторов» в настоящей главе.

Стоимость, определяемая рыночным подходом, как и в доходном подходе, учитывает стоимость материальных активов, используемых компанией в ее деятельности. Если у бизнеса есть избыточные операционные или неработающие активы, они могут быть оценены отдельно, а их стоимость добавлена к стоимости основной деятельности, чтобы определить стоимость предприятия в целом. Этот процесс обсуждается в главе 11.

МЕТОД СДЕЛОК НА РЫНКЕ СЛИЯНИЙ И ПОГЛОЩЕНИЙ

Метод сделок на рынке M&A рассматривает цены, обычно уплачиваемые публичными компаниями за приобретение контроля над бизнесом. Покупателями в этих сделках часто выступают публично торгуемые компании, поскольку закрытые частные компании обычно не раскрывают финансовую информацию при совершении поглощений. Эти сделки часто носят стратегический характер, когда покупатель приобретает компанию в той же или сходной отрасли, где он ведет свою деятельность в настоящее время, чтобы достичь различных синергетических эффектов или других выгод интеграции. Таким образом, уплачиваемая цена чаще всего отражает инвестиционную стоимость для этого конкретного покупателя, а не справедливую рыночную стоимость с точки зрения финансового покупателя.

Чтобы метод сделок M&A приводил к достоверному результату стоимости, данные о совершенных сделках должны относиться к компаниям, которые в разумной степени схожи с оцениваемой компанией-целью. Кроме того, для получения разумной основы для сравнения, ожидаемые от поглощения синергетические эффекты должны быть достаточно сходны с отраженными в данных о сделках. Таким образом, полезно обладать информацией об адекватном числе стратегических сде-

лок, позволяющих выявить диапазон коэффициентов для последующего анализа. При работе со стратегическими сделками мотивы покупателя могут быть не поняты полностью. Покупатели могут совершать некоторые приобретения по чисто защитным причинам — скажем, чтобы не допустить на рынок крупного конкурента. В другом случае уплаченная цена может казаться неестественно высокой по сравнению с создаваемыми ею потенциальными выгодами, но данное поглощение может дать возможность покупателю извлекать значительно более весомую прибыль из других операций. Кроме того, цены и соответствующие коэффициенты могут резко увеличиваться во время консолидации отрасли и столь же быстро уменьшаться при ее окончании. Уже только по этой причине стратегические сделки следует подвергать крайне тщательному анализу.

Поскольку данные о сделках M&A отражают приобретение контроля, они приводят к стоимости на уровне контрольного пакета акций, что в основном подходит для целей прямого сравнения с другими сделками M&A. Стратегические поглощения и получаемые на основе их анализа коэффициенты также могут отражать синергии и другие выгоды, отличающиеся от свойственных рассматриваемой сделке, поэтому при сравнении данных следует соблюдать осторожность.

Точно так же разумно будет самым тщательным образом изучить отрасль, чтобы идентифицировать факторы, влияющие на активность M&A в ней. Эти обстоятельства по своей природе могут быть краткосрочными, поэтому они способны временно повысить стоимость и размер коэффициентов, особенно если покупатели ориентируются на бизнес-возможности, существующие в ограниченных временных рамках. Такую ситуацию можно было наблюдать, например, в течение ряда лет в 1990-х, когда значительно возросли цены на компании медицинского обслуживания. Это было вызвано изменениями в законодательстве, относящимися к регулируемому и другим видам здравоохранения. Но затем ситуация изменилась, вследствие чего стоимость быстро понизилась. Таким образом, могут возникать временные отклонения, которые следует анализировать с целью оценки их долгосрочного воздействия на стоимость.

Реальная польза данных о сделках состоит в раскрытии ими информации о том, как поступают хорошо осведомленные стратегические отраслевые игроки и какие цены они уплачивали в стратегических сделках. Когда существует адекватная информация, эти сделки также дают сведения об отдельных факторах стоимости или риска, присущих данным компаниям.

Для иллюстрации применения метода сделок M&A предположим, что цель — это компания по производству цемента, вышедшая на рынок в середине 2000 года. Объем продаж цели составляет приблизительно 300 млн. долл., прибыль по отраслевым стандартам является высокой, производственные мощности — главным образом высокого класса, запасы сырья соответствуют производственным потребностям, но имеются лишь скромные возможности роста, поскольку это автономный бизнес. Изучение цементной отрасли по состоянию на эту дату показывает:

- Товарная природа продукции пренебрегает дифференцированию компании и продукта.
- Экономия от масштаба создает потенциал синергетического эффекта в отношении и дохода, и стоимости.
- Более широкая обслуживаемая клиентская база и географический рынок обеспечивают защиту от региональных или отраслевых спадов.
- В последнее время в отрасли наблюдается высокая активность в сфере слияний и поглощений.
- Недавнее принятие нового федерального закона о финансировании шоссейных дорог предвещает увеличение строительства с использованием цемента на более устойчивом инфраструктурном рынке.
- Как правило, низкие цены акций обуславливают выгодные сделки M&A.

Наряду с выяснением приведенных отраслевых обстоятельств, из открытого источника были подобраны данные о сделках, представленные в примере 10-1.

Когда вовлеченные в сделки M&A компании публично торгуются, из открытых источников может быть извлечена важная информация о характере и условиях сделок, уплаченных ценах и итоговых коэффициентах. Первые три сделки в указанном примере были завершены, а последняя оказалась предложением, в конечном счете отклоненным продавцом.

Эти сделки указывают, что за цели в этой консолидирующейся отрасли стратегическими покупателями уплачивались значительные премии — вероятно, где-то на 40% выше справедливой рыночной стоимости. Опираясь на эту первоначальную информацию, необходимо провести доскональное исследование покупателя и продавца с целью оценки сопутствующих обстоятельств, намерений и вариантов по состоянию на дату сделки. Вместе с тем должно быть ясно: работающие на этом рынке покупатели и продавцы существенно выиграли бы, владей они в процессе своих переговоров данными и подробностями о каждой из этих сделок.

Должны быть рассмотрены многие из уже обсуждавшихся ранее вопросов, касающихся ситуации в отрасли, размера компании, позиции на рынке и других факторов конкурентоспособности. Например, последняя из внесенных в список сделок оказалась псудачным предложением, сделанным Lafarge Corporation — второй по величине компанией в мире в этой отрасли, пожелавшей купить Blue Circle Industries, третью по величине компанию отрасли. Поиск ответа на вопрос: уместны ли подробности относительно потенциальной сделки между двумя компаниями такого размера при определении стоимости намного меньшей цели — требует дальнейшего анализа. Однако имеющиеся данные ясно отражают принципы ценообразования для стратегических покупателей в исследуемой отрасли по состоянию на эту дату.

Пример 10-1. Стратегические поглощения
в цементной промышленности

Дата	Покупатель	Продавец	Премия
04.11.99	Cementos Portland, S.A.	Giant Cement Holding, Inc.	51%
1. Условия продажи: денежные средства			
2. Уплаченная цена равняется 195 долл. за тонну производственной мощности			
3. Уплаченная цена соответствует 6-кратному EBITDA			
02.09.99	Dyckerhoff Aktiengesellschaft	Lone Star Industries, Inc.	45%
1. Условия продажи: денежные средства			
2. Уплаченная цена равняется 235 долл. за тонну производственной мощности			
3. Уплаченная цена соответствует 8-кратному EBITDA			
30.03.98	Southdown, Inc.	Medusa Corp.	27,5%
1. Условия продажи: акции покупателя			
27.04.00	Lafarge Corp. ^a	Blue Circle Industries	43%
1. Условия продажи: денежные средства			

^a Самое последнее предложение отклонено Blue Circle по состоянию на 28.04.00, срок предложения истекает 05.05.00.

Покупатели и продавцы должны быть особенно осторожны с мультипликаторами сделок, приводимыми посредниками. Эти мультипликаторы сначала предлагаются продавцам посредниками как часть их предложения по представлению позиции продавца в процессе продажи. Затем инвестиционные банкиры или брокеры используют те же самые мультипликаторы, чтобы представить компанию предполагаемым покупателям, оправдывая основывающуюся на них цену предложения. И покупатели, и продавцы могут быть введены в заблуждение презентациями продавца, если стратегическая сделка или сделки, на которых основаны мультипликаторы, оказываются нерепрезентативными для текущего рынка или недостаточно схожими с ситуацией вокруг компании-цели. Без должного сходства бизнесов убедительные мультипликаторы могут оказаться невозможными, поэтому и покупатели, и продавцы должны понимать возможность и причины этого искажения.

МЕТОД ПУБЛИЧНОЙ КОМПАНИИ-АНАЛОГА

Метод компании-аналога определяет стоимость, основываясь на цене, по которой подобные публичные компании торгуются на публичных фондовых биржах. Как и в методе сделок, стоимость выясняется с помощью коэффициентов, сравнивающих цену сделки с показателями результатов деятельности или финансового состояния компании. Результат обычно отражает стоимость на ликвидном миноритарном уровне (это может быть и ликвидный контрольный уровень, в зависимости от используемого показателя прибыли), поскольку торгуемые акции компании-аналога представляют собой миноритарные интересы. Так как слияния и поглощения чаще всего подразумевают приобретение контрольного пакета частной компании или подразделения публичной компании, может потребоваться внесение поправок, чтобы отразить различия в уровнях контроля и ликвидности между компаниями-аналогами и компанией-целью. Начиная с 1996 года свыше 16 тыс. публичных компаний в Соединенных Штатах обязаны в электронном виде отчитываться перед Комиссией по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC). Доступ к публикуемым данным открыт через систему электронного сбора и поиска данных SEC (Electronic Data Gathering and Retrieval system, EDGAR). Эта база данных содержит годовые отчеты по форме 10-K SEC, квартальные отчеты по форме 10-Q SEC и другую существенную информацию. Кроме того, существуют коммерческие электронные базы данных, обобщающие данную информацию. Поэтому метод

компаний-аналога становится все более широко применяемым из-за растущего удобства в сборе и анализе данных о публичных компаниях.

Первая задача, возникающая при использовании метода компаний-аналога, заключается в идентификации адекватного числа публичных компаний, являющихся достаточно сходными с компанией-целью, чтобы обеспечить разумную основу для сравнения. EDGAR позволяет вести поиск по коду стандартной отраслевой классификации (Standard Industry Classification, SIC) и коду системы североамериканской отраслевой классификации (North American Industry Classification System, NAICS), а коммерческие базы данных дают возможность поиска и фильтрации данных с использованием многих других параметров, например объема продаж или уровня дохода. Кроме того, эти интернет-источники предоставляют удобные сводки данных, позволяющие пользователям быстро и с удобством просматривать компании, исходя из критериев текущих или исторических результатов деятельности. В итоге, если первоначальный поиск дает 25 потенциальных компаний-аналогов, просмотр указанных сводных данных нередко может исключить значительное число из первоначально отобранных возможных аналогов, которые не прошли проверку на соответствие. После того как численность аналогов сокращается до 10 или 12, можно проводить дальнейший анализ каждого из них с целью более тщательного отбора. Оптимальный вариант — когда остается приблизительно четыре-семь компаний, рассматриваемых как представители рынка.

В зависимости от особенностей компании-цели, во многих случаях поиски окажутся менее успешными. Из-за размера цели, отрасли или ассортимента продукции для сравнения можно найти очень мало или вообще не найти близких компаний-аналогов. Когда первоначальные поиски не позволяют составить адекватный список аналогов для сравнения, критерии поиска можно расширить, включив дополнительные коды NAICS или SIC либо перейдя к более широкому определению отрасли. Однако такое решение всегда требует осторожности и обоснованного экспертного мнения, поскольку результаты рынка, определенные компаниями-аналогами, должны служить разумным ориентиром при оценке компании-цели. Чем менее схожи аналоги с целью, тем менее надежными окажутся результаты.

Если первоначальный поиск, основанный на отраслевых параметрах, идентифицирует адекватное число потенциальных аналогов, следует использовать критерии дальнейшего отбора, чтобы определить, какие аналоги наиболее близки к компании-цели. Можно использовать много различных критериев, но наиболее общепризнанными являются следующие:

- *Размер.* Обычно основывается на объеме продаж.
- *Продукты или услуги.* Когда аналоги имеют несколько линий продуктов или услуг, эти показатели, как и объемы продаж каждой из них, следует сравнить с аналогичными параметрами компании-цели, выясняя степень сходства.
- *Обслуживаемые рынки.* Рынки многих отраслей разделены на сегменты, определяемые географическими соображениями, клиентами, продуктами или услугами либо технологией, и каждый из этих аспектов способен влиять на пригодность компании выступать в качестве аналога.
- *Финансовые результаты.* Различия здесь часто отражают отличия в ассортименте продукции, качестве или обслуживаемых рынках, и все они должны учитываться при сравнении компании-цели с аналогом.

С учетом указанных критериев крупные известные публичные компании, особенно конгломераты, редко подходят на роль аналогов. Их размеры, широкий ассортимент продукции, обширные рынки и финансовая мощь обычно делают их неважной основой для сравнения с компанией среднего рынка. Но если такие сравнения имеют место, будьте особенно внимательны к получасным на их основе мультипликаторам и весу, придаваемому данному сравнению в определении итоговой стоимости.

Аналогично тому, как финансовые отчеты компании-цели требуют поправок из-за наличия внеоперационных или неповторяющихся статей, отчеты компаний-аналогов также могут нуждаться в корректировке. Задача в каждом случае состоит в получении финансовых отчетов, обеспечивающих наиболее достоверное представление об истинных экономических результатах предприятия. Внесение корректировок может также оказаться необходимым в том случае, если один или более аналогов используют методы бухгалтерского учета, отличные от компании-цели. Одна из самых распространенных поправок подобного рода — это корректирование методов учета складских запасов. Чаще всего в таких случаях требуется приведение в соответствие, затрагивающее методы FIFO (first in, first out — «первым пришел, первым ушел») или LIFO (last in, first out — «последним пришел, первым ушел»), если компания-аналог использует метод иной, чем цель.

После того как отобраны компании-аналоги, выбраны и рассчитаны операционные коэффициенты, необходимо определить соответствующий мультипликатор для применения к компании-цели. Начните этот про-

цесс с изучения конкурсных факторов, более всего влияющих на риск и стоимость в данной отрасли. С учетом указанных факторов рассмотрите диапазон коэффициентов аналогов, используемых в вашем анализе. Предположим, выбранный вами коэффициент представляет собой хорошо известное соотношение «цена/прибыль» (P/E). Рассмотрите диапазон коэффициентов P/E компаний-аналогов. Оценивая этот диапазон, проанализируйте результаты деятельности каждого из аналогов, а также их сильные и слабые стороны. Определите в данном анализе, какие характеристики и показатели деятельности рынок вознаграждает высокими коэффициентами, а какие факторы способствуют их снижению. В процессе этого начинайте одновременно сравнивать операционные результаты, продукты и другие характеристики компании-цели с некоторыми компаниями-аналогами более близко, чем с другими. Иными словами, идентифицируйте те аналоги, с которыми цель наиболее сходна. Затем рассчитайте и проанализируйте среднеарифметические и медианные значения коэффициентов аналогов, верхний и нижний квартили, а также размер интервала от самого низкого показателя до самого высокого. Далее рассмотрите статистическую дисперсию значений коэффициентов, наблюдаемых у аналогов, обязательно отмечая коэффициенты вариации, которые должны указать, насколько используемые данные последовательны или надежны.

Далее вернитесь к тем факторам стоимости и риска, которые представляются наиболее влиятельными в отрасли, и сравните цель с каждым из аналогов в ракурсе воздействия этих факторов. Затем сравните цель с аналогами, исходя из наиболее важных показателей финансовых результатов, таких, как маржа прибыли, использование активов, доходность активов и ликвидность. Учитывая эти качественные и количественные факторы, классифицируйте компанию-цель, сравнивая ее с аналогами не только в ракурсе каждой выявленной характеристики, но и в целом.

Основываясь на проведенном сравнении, оцените, является ли компания-цель столь же сильной и устойчивой, как среднестатистическая (по среднеарифметическим или медианным значениям) компания-аналог. Если ситуация иная, что обычно возникает при сравнении компаний малого или среднего размера с публичными аналогами, то средний коэффициент аналогов, по всей вероятности, слишком высок для компании-цели. В конце концов, выбор среднеарифметического или медианного коэффициента аналога подразумевает наличие у компании-цели уровня, приблизительно соответствующего среднему по аналогам, с которыми сравнивается цель.

Если аналоги оказываются в среднем более сильными, чем компания-цель, то сравните ее с одной или двумя компаниями-аналогами, имеющими самые низкие коэффициенты. Нет ничего необычного в ситуации, когда все аналоги оказываются сильнее компании-цели. В этом случае мультипликатор, выбранный для цели, будет выше или ниже диапазона, в котором находятся коэффициенты аналогов. Полученный результат не лишает смысла использование метода компании-аналога. Напротив, он предполагает, что инвестор, рассматривающий разнообразные инвестиции, в том числе аналоги и компанию-цель, а также их соответствующие уровни риска, согласится заплатить цену, исходя из более низкого мультипликатора прибыли, с целью приобретения компании-цели, а не более сильных аналогов.

Рост отрасли традиционно приводит к появлению более высоких рыночных коэффициентов. Поэтому внимательно изучайте и исторический, и прогнозный рост — как в выручке, так и в прибыли. Еще более важно тщательно изучить факторы, вызвавшие рост у компаний-аналогов, и оценить перспективы их будущего роста. Затем примените тот же самый анализ к компании-цели, причем не только как к независимо действующему бизнесу, но и как к функционирующему в качестве сегмента покупателя.

Вооруженные этим анализом, выберите для компании-цели соответствующий мультипликатор. Он должен отражать конкурентные обстоятельства, влияющие на риск и стоимость в отрасли, на сильные и слабые стороны цели относительно компаний-аналогов и их соответствующих коэффициентов. Кроме того, выбранные для компании-цели мультипликаторы должны иметь смысл при сравнении со среднестатистическим, медианным значением и полным диапазоном коэффициентов аналогов.

Одно из самых больших преимуществ от использования метода публичной компании-аналога — это возможность глубокого анализа работающих в данной отрасли компаний, который позволяет определить, что влияет на их стоимость. В процессе выполнения этого анализа обычно развивается намного лучшее понимание стратегий, создавших силу и успех в компаниях, а также особенностей, которые мешают компаниям и создают проблемы или ослабляют их. Эти выводы должны соответствовать отраслевому анализу и конкурентным факторам, более всего влияющим на стоимость в данной отрасли. Если вооружиться этим пониманием, то исчезает большинство неопределенностей, иногда окружающих рыночный подход, а стоимость становится намного более легкой для понимания и измерения.

ВЫБОР ОЦЕНОЧНЫХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ

На практике используется много различных рыночных мультипликаторов. Некоторые из них достаточно популярны и приняты для регулярного использования в отдельных отраслях. В то же время часть практиков применяет одни и те же мультипликаторы, иногда даже один-два в каждой производимой оценке.

Мы предлагаем проявлять осторожность в выборе мультипликаторов, поскольку показатели финансового положения или результатов деятельности различных уровней могут раскрывать разную информацию о компании-цели. Рыночные данные и результаты работы компании позволяют использовать только каких-то определенных мультипликаторов. Например, в высокотехнологических или зарождающихся отраслях, где многие компании-аналоги находятся в стадии развития или относительно новы, выручка может оказаться единственной мерой операций, которые позволяют определить мультипликатор, так как многие из этих компаний не создают дохода. Однако значительная часть окончательных результатов работы компании определяется тем, что происходит «глубже» линии выручки на уровне расходов, поэтому выручка не позволяет создать достоверной картины эффективности работы или стоимости.

Как объясняется в главе 6, в процессе слияний и поглощений аналитики рассматривают приобретение контрольного пакета компании-цели, стараясь избежать включения в анализ искажений, которые могут быть вызваны текущей структурой капитала цели. Те же самые соображения возникают при использовании рыночного подхода, поэтому обычно предпочтение отдается модели инвестированного капитала, а не прямой оценке собственного капитала. Следовательно, числителем коэффициента должна быть рыночная стоимость инвестированного капитала (*market value of invested capital, MVIC*), а не цена акции. Соответственно, когда числитель отражает стоимость заемного и собственного капитала, то же должен делать и знаменатель. (Это будет объяснено в следующем разделе «Часто используемые рыночные мультипликаторы».)

Периоды времени, для которых применяются мультипликаторы или соотношения, должны рассматриваться столь же тщательно. Для расчета коэффициентов компании-аналога следует стремиться выбирать период времени приблизительно такой же, как и для цели. Традиционно рассматривают последний финансовый год, последние 12 месяцев, прогноз на следующие 12 месяцев или среднее значение за несколько ретроспективных лет. Если коэффициент включает такой параметр балансового отчета, как собственный капитал или активы, то, как правило, он берется на самую последнюю отчетную дату.

Поскольку финансовый год у компаний-аналогов заканчивается в разное время, расхождения в датировании этих данных являются обычным делом. Если они существуют, представляется разумным тщательно изучить воздействие этих расхождений, особенно когда речь идет об отраслях, процессы в которых имеют циклический или, в меньшей степени, сезонный характер. В отдельных случаях расхождения в датах всего на один квартал могут обеспечить существенные различия.

Кроме того, будьте внимательны к общим колебаниям рыночных уровней, особенно в отличающихся высокой изменчивостью отраслях или в периоды неустойчивой рыночной конъюнктуры. Котировки акций и основанные на них коэффициенты способны значительно изменяться даже в короткие периоды времени. Этот факт вновь подчеркивает необходимость тщательной оценки общих рыночных трендов, а также изменений, происходящих во времени с котировками акций и коэффициентами компании-аналога.

ЧАСТО ИСПОЛЬЗУЕМЫЕ РЫНОЧНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ

Хотя в финансовой литературе можно найти описание множества рыночных мультипликаторов, лишь некоторые из них получили широкое признание и применение. Могут существовать вариации в применении представленных ниже мультипликаторов, тем не менее именно они чаще всего используются при определении стоимости для M&A.

P/E Цена/прибыль (*price/earnings*) — бесспорно, наиболее известный, если не самый популярный, коэффициент. Цена обыкновенной акции — числитель, а прибыль после налогообложения — знаменатель. Этот мультипликатор подходит для большинства прибыльных компаний со стабильной структурой капитала, которая совместима с отобранными компаниями-аналогами. Данный мультипликатор позволяет напрямую получать стоимость собственного капитала.

P/R Цена/выручка (*price/revenues*) — еще один популярный коэффициент. В качестве предпосылки допускается однородная отрасль, где разумные инвесторы ожидают, что выручка последовательно создает соответствующие объемы прибыли, или денежного потока. Этот мультипликатор дает сбивающие с толку результаты, поскольку числитель есть мера собственного капитала, а знаменатель представляет доход на заемный и собственный капитал. Более корректно приме-

пять отношение рыночной стоимости инвестированного капитала ($MVIC$) к выручке, результатом чего станет получение стоимости инвестированного капитала.

$MVIC/EBIT$ или $MVIC/EBITDA$ — Отношение рыночной стоимости инвестированного капитала к прибыли до уплаты процентов и налогов ($market\ value\ of\ invested\ capital/EBIT$) или к прибыли до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации ($EBITDA$) — показатель, широко применяемый в сообществе M&A. Используемые здесь показатели прибыли включают процентные затраты, являющиеся прибылью владельцев долговых обязательств, поэтому числитель должен представлять совокупную рыночную стоимость собственного и заемного капитала. Коэффициенты $EBIT$ или $EBITDA$ часто приводятся без обоснования, особенно продавцами или их посредниками. Поэтому эти коэффициенты всегда следует перепроверять, чтобы идентифицировать их источники, если они существуют, а также то, каким образом они были получены. Источник часто мало отличается от слухов или предположений о необоснованных ценах, уплаченных в рамках отрасли. В то же время мультипликаторы иногда базируются на единственной стратегической сделке, которая может учитывать уникальные синергии для конкретного покупателя, которые могут не иметь места в какой-либо другой сделке. При правильном расчете эти коэффициенты могут снабдить хорошим пониманием относительно инвестиционной и справедливой рыночной стоимости. Ключевой момент здесь — это должная обоснованность надлежащих расчетов по сделкам, пригодным для сравнения.

P/CF Цена/денежный поток ($price/cash\ flow$), где денежный поток чаще всего представляет собой валовый денежный поток, т.е. чистый доход плюс суммы начисленной амортизации, а не чистый денежный поток. Чистый денежный поток не используется, поскольку может оказаться довольно трудно оценить величину данного показателя для каждой публичной компании-аналога. (Помните: элементы, составляющие величину данного показателя, должны показываться в суммах, необходимых для финансирования ожидаемых операционных потребностей, а не тех, которые имели место в прошлом.)

P/BV Цена/балансовая стоимость ($price/book\ value$), где балансовая стоимость равна собственному капиталу акционеров,

указанному в балансовом отчете (что не является мерой стоимости). Этот мультипликатор когда-то был популярным при оценке для целей M&A в банковской отрасли. Хотя его часто приводят, он редко является надежной мерой эффективности работы или стоимости, поскольку не основан на достоверных показателях хозяйственных результатов или финансового положения компании.

Хотя могут быть рассчитаны и другие коэффициенты, вышеперечисленные встречаются чаще всего. Некоторые мультипликаторы приобрели особенную популярность в определенных отраслях экономики. Имея с ними дело, следует подвергать их тщательному рассмотрению, чтобы определить, достоверно ли они отображают стоимость. Примеры 10-2, 10-3 и 10-4 иллюстрируют, каким образом можно рассчитать и представить для анализа различные коэффициенты пяти публичных компаний из мебельной отрасли.

Рассматривая данные в указанных примерах, учтите соображения, высказанные в предшествующем изложении относительно выбора соответствующего мультипликатора для компании-цели, используя данные по компании-аналогу. Посмотрите сначала, какой из коэффициентов будет наилучшим индикатором стоимости для компании-цели, в том числе следует ли обращаться к коэффициентам, использующим котировки акций (собственный капитал) или инвестированный капитал. Обратите внимание на диапазон и результирующие среднесарифметическое и медианное значения коэффициентов. Каждая из рассматриваемых компаний-аналогов должна быть скрупулезно оценена на предмет сопоставимости с компанией-целью в части размера, продукции, обслуживаемых рынков, хозяйственной деятельности и финансовых характеристик. Коэффициенты компаний, которые представляются наиболее сходными с компанией-целью, затем следует рассмотреть в ракурсе общего диапазона значений, а также среднесарифметических и медианных величин. Сильные и слабые стороны компании-цели также следует сравнить с компаниями-аналогами при выборе мультипликатора, наиболее подходящего для компании-цели.

При выборе мультипликатора для компании-цели задача состоит в том, чтобы найти значение, которое точно позиционирует цель относительно альтернативных инвестиционных вариантов. Если компания-цель примерно эквивалентна среднему из пайдснных вариантов, то должен подойти мультипликатор, находящийся вблизи среднесарифметического или медианного значения. Наоборот, если цель слабее, чем проанализи-

Пример 10-2. На основе собственного капитала

Коэффициент P/E для компаний-аналогов
за последний финансовый год

Компания-аналог	Цена акций на конец года		Прибыль на акцию за последний финансовый год		Коэффициент цена акции/прибыль (P/E)
Chromcraft	\$10,50	/	\$1,25	=	8,40
Pulaski	\$17,00	/	\$2,77	=	6,14
Rowe	\$ 8,00	/	\$0,91	=	8,79
Stanley	\$10,88	/	\$2,70	=	4,03
Winsloew	\$9,75	/	\$2,26	=	4,31
Среднее					6,33
Медиана					6,14

Коэффициент P/E для компаний-аналогов на основе
среднего значения за последние пять лет

Компания-аналог	Цена акций на конец года		Средняя прибыль на акцию за последние 5 лет		Коэффициент цена акции/прибыль
Chromcraft	\$10,50	/	\$1,33	=	7,89
Pulaski	\$17,00	/	\$1,39	=	12,23
Rowe	\$ 8,00	/	\$0,74	=	10,81
Stanley	\$10,88	/	\$2,05	=	5,31
Winsloew	\$9,75	/	\$1,91	=	5,10
Среднее					8,27
Медиана					7,89

рованные варианты, то выбранный для нее мультипликатор должен отражать данный факт.

Помните: полученные методом компании-аналога мультипликаторы отображают цены, уплаченные владельцами миноритарных пакетов за ликвидные ценные бумаги. Если мультипликаторы, полученные из этих данных, затем используются для определения стоимости контрольного пакета в закрытой частной компании (именно это обычно и происходит), то может потребоваться внесение поправок, чтобы отразить различия (если они есть) в степени контроля и ликвидности пакета акций

Пример 10-3. На основе инвестированного капитала

Коэффициент $MVIC/EBIT$ для компаний-аналогов за последний финансовый год

Компания-аналог	Цена акции $MVIC$ на конец года		$EBIT$ на акцию за последний финансовый год		Коэффициент $MVIC/EBIT$
Chromcraft	\$13,06	/	\$2,17	=	6,03
Pulaski	\$38,95	/	\$4,24	=	9,19
Rowe	\$10,97	/	\$1,53	=	7,14
Stanley	\$16,28	/	\$4,77	=	3,42
Winsloew	\$37,44	/	\$5,04	=	7,43
Среднее					6,64
Медиана					7,14

Коэффициент $MVIC/EBITDA$ для компаний-аналогов за последний финансовый год

Компания-аналог	Цена акции $MVIC$ на конец года		$EBITDA$ на акцию за последний финансовый год		Коэффициент $MVIC/EBITDA$
Chromcraft	\$13,06	/	\$2,64	=	4,95
Pulaski	\$38,95	/	\$6,35	=	6,13
Rowe	\$10,97	/	\$1,84	=	5,95
Stanley	\$16,28	/	\$10,83	=	1,50
Winsloew	\$37,44	/	\$5,70	=	6,56
Среднее					5,02
Медиана					5,95

приобретаемой компании-цели. Когда мультипликатор применяется к прибыли контрольного пакета цели, в результате получается стоимость на ликвидном контрольном уровне.

Эта глава начиналась с предостережения о том, что рыночный подход приводит к мультипликаторам, которые зачастую находят неправильное применение при оценке стоимости бизнеса. Такое предостережение крайне необходимо, так как во многих случаях эти данные еще и неправильно интерпретируются. Тем не менее рыночный подход может снаб-

Пример 10-4. На основе собственного
и инвестированного капитала

Коэффициент цена/собственный капитал для компаний-аналогов
за последний финансовый год

Компания-аналог	Цена акций на конец года		Собственный капитал на акцию в последнем финансовом году		Коэффициент цена акции/собственный капитал
Chromcraft	\$10,50	/	\$9,55	=	1,10
Pulaski	\$17,00	/	\$22,35	=	0,76
Rowe	\$ 8,00	/	\$3,69	=	2,17
Stanley	\$10,88	/	\$11,19	=	0,97
Winsloew	\$9,75	/	\$11,20	=	0,87
Среднее					1,17
Медиана					0,97

Коэффициент MVIC/выручка для компаний-аналогов за
последний финансовый год

Компания-аналог	Цена акций MVIC на конец года		Выручка на акцию в последнем финансовом году		Коэффициент MVIC/выручка
Chromcraft	\$13,06	/	\$23,49	=	0,56
Pulaski	\$38,95	/	\$69,26	=	0,56
Rowe	\$10,97	/	\$15,77	=	0,70
Stanley	\$16,28	/	\$37,21	=	0,44
Winsloew	\$37,44	/	\$22,23	=	1,68
Среднее					0,79
Медиана					0,56

жать немаловажной информацией о ценах и тенденциях в рамках отрасли по состоянию на дату оценки. Метод сделок M&A, наиболее вероятно дающий ликвидную стоимость контроля для стратегического покупателя, нередко показывает цены, которые хорошо осведомленные покупатели готовы платить за компании-цели в своей отрасли. Метод компаний-аналогов может раскрывать справедливую рыночную стоимость на ликвидном контрольном или миноритарном уровне стоимости, огра-

жая цену, уплачиваемую финансовыми покупателями. Для успешного использования обоих методов требуется наличие сделок с компаниями, достаточно сходными с целью, чтобы составить представление о рынке, а также возможность получения достоверных данных об этих сделках, позволяющих выполнить полноценный анализ. В процессе сбора и анализа этой информации можно узнать много полезного о том, что влияет на риск и стоимость в исследуемой отрасли и в данных компаниях. Эта информация может оказаться весьма полезной при оценке компании-цели. Обзор рыночных данных должен дополнять анализ конкурентоспособности компании-цели, уже выполненный в процессе оценки. Хотя для получения достоверных оценок стоимости рыночный подход должен использоваться с осторожностью, он может оказаться наиболее достоверно объясняющим стоимость, и его использование настоятельно рекомендуется.

Подход по активам

До сих пор мы делали сильный акцент на стоимость, которая может создаваться через стратегические приобретения. В результате синергетических эффектов, создаваемых соединением двух компаний, доходы могут быть увеличены, расходы уменьшены, в дополнение компании получают возможность воспользоваться другими преимуществами, возникающими вследствие совместной работы. Эти преимущества измеряются путем сравнения текущей стоимости доходов комбинированного бизнеса с доходами компаний, функционирующих отдельно, с учетом изменения риска.

Однако таким образом оцениваются не все компании-цели. Покупатели иногда совершают приобретения главным образом для того, чтобы получить контроль над активами, принадлежащими цели. Стоимость активов может быть очень важна в капиталоемких отраслях промышленности или в приобретениях, где после покупки компании могут быть проданы ценные неработающие активы, что позволит частично вернуть средства, ушедшие на совершение сделки. Некоторые цели работают недостаточно эффективно и приносят незначительную прибыль либо вообще не приносят дохода. Это отсутствие дохода для самостоятельно действующего бизнеса означает: деятельность компании не генерирует никакого чистого денежного потока, и следствие этого — отсутствие общей нематериальной стоимости. При отсутствии нематериальной составляющей стоимость компании как самостоятельного бизнеса рассчитывается исходя из гипотетического предположения о продаже ее активов.

Таким образом, при оценке бизнеса для целей слияний и поглощений в первую очередь используется подход по активам (иногда называемый «затратный подход»)*, когда главная задача покупателя состоит в приобретении определенных материальных или нематериальных активов. Иной случай предполагает ситуацию, когда стоимость компании-цели ограничивается стоимостью конкретных материальных активов ввиду неспособности бизнеса генерировать адекватную нематериальную стоимость.

Подход по активам нередко применяется конъюнктурными покупателями, находящимися в поиске владельцев, которые вынуждены продавать при неблагоприятных обстоятельствах. Классическим примером этого может быть семейный бизнес, сильно зависящий от ключевой персоны — зачастую основателя, который стал недееспособным или ушел из компании и не может быть заменен никем другим. Это неудачное для бизнеса обстоятельство не всегда возникает неожиданно. Владельцы могут слишком затягивать с подготовкой преемников или иметь нереалистичные ожидания по поводу наличия способностей у своих детей, или с неохотой относиться к своей замене. По мере того как проходит время, а выбранные преемники недоступны или оказываются некомпетентными, президент компании может пережить упадок энергии или здоровья. Без его руководства эффективность бизнеса может резко снизиться, клиенты начнут терять доверие и обращаться в другие компании, а нематериальная составляющая стоимости компании быстро уменьшится или даже совсем исчезнет.

Проницательные покупатели, иногда известные как «придонные рыбаки», осуществляют поиск таких ситуаций, особенно когда они обладают ключевыми свойствами, которые были утрачены компанией-целью. В этом случае компания-цель как отдельный бизнес часто обладает только стоимостью материальных активов, и владельцы вынуждены продавать по относительно низкой цене.

Такая же ситуация — небольшая или полностью отсутствующая нематериальная составляющая стоимости — может возникнуть в отраслях, в которых протекают процессы быстрой консолидации или же существует избыток производственных мощностей. Консолидация часто вызывается стремлением к экономии на масштабах, новыми технологиями или

* В российской практике обычно используют термин «затратный подход» (cost approach); в данном случае перевод отражает авторскую трактовку данного подхода, который был им определен как «asset approach». В связи с этим встречаемые определения «затратный подход» и подход по активам в данной книге следует трактовать однородно. — Прим. ред.

изменениями в процедурах продажи или дистрибуции, приводящими к утрате конкурентоспособности малыми компаниями, функционирующими независимо. В подобных обстоятельствах, даже когда компания работает с максимальной эффективностью и хорошо обслуживает своих клиентов, бизнес может не обладать такой важной составляющей нематериальной стоимости, как деловая репутация (*goodwill*), поскольку изменившиеся конкурентные обстоятельства устранили его способность конкурировать самостоятельно.

Такие ситуации — обычное дело в бизнесе, особенно когда менеджмент не проявляет активности в вопросах адаптации к изменяющимся условиям конкурентной среды. Разумные инвесторы постоянно отслеживают состояние отраслей и компаний с целью оценки их способности конкурировать в долгосрочной перспективе. Когда конкурентная среда ставит их в невыгодное положение, они изменяют характер операций либо ликвидируют бизнес и начинают искать инвестиции, обеспечивающие лучшие прибыли. Те, кто не делает этого, в конце концов обычно вынуждены продавать по цене, основанной на стоимости активов.

БАЛАНСОВАЯ СТОИМОСТЬ В СРАВНЕНИИ С РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТЬЮ

«Балансовая стоимость» и «остаточная балансовая стоимость» есть чисто бухгалтерские термины, к сожалению, включающие в себя слово «стоимость». Тем не менее балансовая стоимость редко является признаком рыночной стоимости, поскольку обычно она отражает чистую неамортизированную историческую первоначальную стоимость активов, определенную в соответствии с бухгалтерскими процедурами. По мере изнашивания не предпринимается никакой попытки указывать активы по стоимости, которой они фактически обладают, поэтому неблагоразумно исходить из предположения, что какие-то определенные активы имеют стоимость, по которой они указаны в книгах бухгалтерского учета компании. Рыночная стоимость активов зависит от многих факторов, в том числе от рынка доступных заменителей, технологических изменений и инфляции. В то время как некоторые активы, например транспортные средства, имеют тенденцию быстро терять рыночную стоимость, другие часто дорожают — как, скажем, недвижимость. По этой причине, когда стоимость активов оказывает существенное влияние на результат оценки бизнеса, рекомендуется проводить переоценку основных активов, вовлеченных в деловой процесс.

ПРЕДПОСЫЛКИ СТОИМОСТИ

Методы активов или затрат исходят из предпосылок либо *действующего бизнеса*, либо *ликвидации*. Предпосылка о действующем бизнесе базируется на том, что бизнес продолжает функционирование и активы оцениваются по их «рабочей» стоимости. Наоборот, если предполагается прекращение деятельности компании и произойдет ее ликвидация, уместна предпосылка о ликвидации. В случае когда речь идет об оценке стоимости в условиях организованной ликвидации, активы оцениваются по доходу, который может быть выручен от их продажи, осуществляемой с адекватным периодом экспозиции, что позволяет продать имущество по частям по наиболее высоким возможным ценам. Когда же речь идет об оценке стоимости в условиях принудительной ликвидации, активы оцениваются по результатам принудительной продажи — например, через аукцион. При любом сценарии возникающие при ликвидации бизнеса затраты должны быть учтены и вычтены при определении чистого дохода.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ПОДХОДА ПО АКТИВАМ ДЛЯ ОЦЕНКИ НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

Когда рассматривается приобретение или продажа неконтрольной или миноритарной доли собственности, использование затратного подхода для определения стоимости не подходит в принципе. Поскольку этот подход определяет стоимость на основе гипотетической продажи базовых активов, неявно принимается, что оцениваемая доля собственности обладает полномочиями для принятия решения о такой продаже. Если иное не предусмотрено юридическим соглашением⁵, миноритарные доли собственности в принципе не способны осуществить продажу активов или выплату денежной выручки владельцам без согласия контролирующего компанию собственника. По той же самой причине не следует заключать, что миноритарные акционеры могут иметь доступ к пропорциональной части избыточных денежных средств или других активов, не используемых в основной деятельности, особенно при существовании контролирующего бизнес собственника. Только контролирующий акционер может определить, следует ли, во-первых, осуществлять продажу активов и, во-вторых, распределять выручку между акционерами.

В разряд исключений в части неприятия подхода по активам при оценке миноритарного пакета попадает оценка холдинговых компаний. Когда цель такого экономического субъекта состоит в том, чтобы дер-

⁵ В российской практике — уставом общества. — Прим. ред.

жать активы ради их повышения в цене, приносимой этими активами прибыли часто оказывается недостаточно, чтобы создать соответствующую стоимость в рамках доходного или рыночного подхода. Указанные обстоятельства, как правило, делают подход по активам более уместным, поскольку именно активы, принадлежащие такому бизнесу, привлекают покупателей на этом рынке.

МЕТОДОЛОГИЯ ПОДХОДА ПО АКТИВАМ

Вне зависимости от того, определяется ли справедливая рыночная стоимость или ликвидационная стоимость, общей процедурой при затратном подходе является трансформация учетно-балансовой стоимости статей балансового отчета, основанной на бухгалтерских расчетах, в рыночную стоимость. Эта процедура охватывает добавление активов, не отраженных в балансе, и удаление из баланса всего, что не имеет рыночной стоимости. Внесение корректировок в какие-то определенные активы включает рассмотрение следующих факторов.

Денежные средства

Денежные средства обычно не требуют корректирования. Наиболее распространенное исключение возникает, когда денежная позиция является избыточной или дефицитной.

Дебиторская задолженность

Уместно рассмотреть вопрос, является ли дебиторская задолженность на 100% возможной к взысканию. Если нет, то безнадежные долги должны были удалены, исходя из следующих первоочередных соображений:

- История погашения долгов компании как процент от общей дебиторской задолженности.
- Обзор старения дебиторской задолженности.
- Характерная для отрасли доля безнадежных долгов в общей сумме дебиторской задолженности.
- Политика компании в вопросах предоставления кредита.
- Состояние экономики.
- Статус и перспективы отрасли, в которой работает компания.
- Статус и перспективы доминирующих клиентов компании, если таковые имеются.

- Статус и перспективы основной отрасли клиентов компании.
- Задерживает ли компания комиссионные или другие вознаграждения торговому персоналу, представителям производителей или другим торговым агентам, дожидаясь погашения дебиторской задолженности по продажам. Если это имеет место, то эта часть является расходом, уменьшающим стоимость активов задолженности покупателей и заказчиков.

Товарно-материальные запасы

Состав товарно-материальных запасов компании меняется в зависимости от характера отрасли: розничная, оптовая торговля или производство. В большинстве случаев они включают одну или более из следующих категорий:

- *Сырьевые материалы.* Материалы, купленные для использования в производстве продукции, но еще не использованные в производственном процессе. Они могут оцениваться по методу LIFO или FIFO либо по средней стоимости. Кроме того, может потребоваться внесение корректировок, чтобы отразить потери, устаревание или другие подобные факторы.
- *Незавершенное производство.* Продукты или услуги, которые в конечном счете будут проданы, находящиеся в процессе производства. Стоимость должна быть равна накопленным издержкам по состоянию на дату баланса для сырьевых материалов плюс затраты основных производственных рабочих и распределенные накладные расходы. Если ожидается какой-либо перерыв в хозяйственной деятельности, товарно-материальные запасы этой категории обычно обладают очень низкой стоимостью реализации.
- *Готовая продукция.* При условии, что нет причин сомневаться в возможности реализации готовой продукции, стоимость должна быть равна общей стоимости производства или стоимости возмещения без учета прибыли.

Различия в методах учета изменения стоимости товарно-материальных запасов — LIFO, FIFO или по средней стоимости — нередко оказывают значительное воздействие на отчет о доходах, а также балансовый отчет, потому они должны быть соответствующим образом откорректированы. Когда компания использует LIFO, в примечаниях к ее финансовым отчетам сообщается размер резерва товарно-материаль-

ных запасов по LIFO. Если отчеты компании не имеют сопровождающих примечаний, и она использует LIFO (достаточно редкая ситуация), то бухгалтер компании должен иметь возможность представить необходимую информацию, чтобы откорректировать балансовый отчет, приведя его к методу FIFO. В период инфляции метод учета товарно-материальных запасов FIFO переносит в отчет о доходах более раннюю, а потому более низкую стоимость товарно-материальных запасов, что уменьшает стоимость проданных товаров, увеличивая валовую прибыль и налогооблагаемый доход. Эта процедура оставляет в балансовом отчете, в разделе товарно-материальных запасов, недавние, более высокие затраты — те, которые более всего приближены к текущей рыночной стоимости. Таким образом, для метода FIFO характерна тенденция завышения дохода, вместе с тем показываются более реальные товарно-материальные запасы. Наоборот, метод LIFO относит более поздние и более раздутые затраты на стоимость проданных товаров, уменьшая тем самым валовую прибыль и налогооблагаемый доход и представляя более реалистичное измерение прибыли. Метод LIFO оставляет на балансе более ранние затраты на товарно-материальные запасы, которые в условиях инфляции обычно ниже текущей рыночной стоимости, что обуславливает не соответствующий действительности заниженный баланс товарно-материальных запасов.

Величина потенциального искажения зависит от уровня инфляции и скорости оборота товарно-материальных запасов компании. Как правило, не рекомендуется сравнивать целевую компанию, использующую определенный метод учета стоимости товарно-материальных запасов, с другими компаниями, прежде чем будут внесены необходимые поправки, учитывающие различия в используемых ими методах учета. Также заметьте: проведение корректировок балансового отчета и отчета о доходах может потребовать еще и корректировки налогообложения. Такие поправки могут быть произведены или путем создания краткосрочных обязательств, называемых налогами на доходы будущих периодов, или путем приведения налогов в соответствие увеличившейся стоимости товарно-материальных запасов в балансовом отчете. Корректировки в отчете о доходах также должны учитывать изменения в налогообложении.

Пример 11-1 иллюстрирует преобразование учета товарно-материальных запасов из LIFO в FIFO, где компания обладает резервом по LIFO в размере 335 тыс. долл. в начале периода и 440 тыс. долл. в конце периода. Получившееся увеличение прибыли отражается в отчете о доходах, и оба финансовых отчета должны быть скорректированы для учета налоговых последствий этих изменений.

Пример 11-1. Преобразование оценки
товарно-материальных запасов из LIFO в FIFO

Наименование	LIFO	Резерв LIFO	FIFO
Остаток товарно-материальных запасов на начало периода	2 000 000	335 000	2 335 000
Плюс: закупки	4 000 000		4 000 000
В наличии для продажи	6 000 000		6 335 000
Минус: остаток товарно- материальных запасов на конец периода	-400 000	-440 000	-840 000
Стоимость проданных товаров	5 600 000		5 495 000
Увеличение прибыли			105 000

Расходы будущих периодов

Этот счет, как правило, не требует корректировки при условии, что покупатель может извлечь выгоды из купленного товара или получить возмещение предварительной оплаты.

Прочие активы

Обращайте внимание на состав возможных корректировок. Общими примерами статей, где может потребоваться внесение поправок, являются ликвидные ценные бумаги, прочие внеоперационные активы, соглашения об отказе от конкуренции или ранее приобретенная деловая репутация, а также векселя к оплате, особенно со стороны продающих акционеров. Если в операциях компании эти статьи не используются, они должны быть удалены из балансового отчета. Другие статьи должны быть преобразованы в рыночную стоимость исходя из выгоды, приносимой ими компанией.

Основные средства

Когда основные средства приведены к рыночной стоимости, необходимо рассмотреть суммы налога, которые нужно будет уплатить с возросшей стоимости. Соображения по этому поводу следующие:

- Налог, если он применяется, может быть начислен на отраженную добавленную стоимость или показан как отложенное налоговое обязательство.
- Не облагаемые налогами хозяйствующие субъекты, такие, как корпорации типа S*, имеют дело с различными уровнями налогообложения.
- Уровень применяемого налога. Стоит принимать во внимание следующий факт: хорошо информированные продавцы и покупатели, осознающие связанное влияние на стоимость прироста капитала, могут рассматривать на переговорах разницу между позициями «без налога» и «с полной уплатой налога».
- В качестве альтернативы налог на связанный прирост капитала может быть отражен через увеличенный размер скидки за недостаток ликвидности. Это отражает признание вероятным покупателем, что основные средства с более низкой балансовой стоимостью создают меньшие возможности для снижения налоговых последствий сделки и, в конечном счете, создают больший размер конечного налогооблагаемого дохода от прироста капитала.

Нематериальные активы

Нематериальные активы в балансовом отчете часто основываются на распределенной части стоимости приобретения компании или затрат на создание. В любом случае задача состоит в том, чтобы перевести их с первоначальной балансовой стоимости в рыночную стоимость. Если какие-то нематериальные активы, например: патенты, авторские права или торговые марки обладают стоимостью, она может быть определена с использованием доходного, рыночного или затратного подхода с последующим отражением актива по этой сумме.

В балансовом отчете деловая репутация или общая нематериальная стоимость должны быть удалены и заменены их рыночной стоимостью.

* Статус S позволяет избежать двойного налогообложения, когда налогом облагается не только прибыль самой компании, но и личная прибыль акционеров компании. После получения статуса S корпорация перестает считаться отдельным субъектом налогообложения и доход корпорации облагается налогом только после того, как становится прибылью самих акционеров. — Прим. ред.

Нетипичные или внеоперационные активы и пассивы

Эта категория состоит из нетипичной деятельности или статей, повторения которых не ожидается. Внеоперационные активы представляют собой активы, не являющиеся необходимыми для поддержания планируемых уровней основного бизнеса. Примерами могут служить однократные получения или выплаты средств по итогам судебных разбирательств, прибыли или убытки от продажи активов, денежные средства в количестве, превышающем объем, требуемый для финансирования планируемой деятельности, ликвидные ценные бумаги, процентный доход или дивиденды, полученные от использования внеоперационных финансовых вложений, либо инвестиции или проценты, выплаченные по обязательствам, не связанным с основной деятельностью.

При оценке контрольного пакета активы, не используемые в основной деятельности, обычно прибавляются к стоимости действующего бизнеса, чтобы рассчитать полную стоимость предприятия. В случае оценки миноритарного пакета эта стоимость не добавляется, поскольку неконтрольная доля собственности не имеет к ней доступа.

Забалансовые активы

В балансовом отчете должна найтись отражение финансовая аренда. Эти позиции требуют поправки только в том случае, если условия аренды не отражают рыночных условий. Операционная аренда не отражается в балансовом отчете, но может потребоваться корректировка издержек по ней, находящих отражение в отчете о доходах, если аренда осуществляется не по рыночным ставкам.

Гарантийные обязательства являются еще одним важным типом активов (дилер) или пассивов (производитель или поставщик услуг), которые во многих компаниях оказываются «за балансом». В измерении этих статей нередко могут помочь консультации с менеджментом, производителями, а также обращение к отраслевым источникам данных.

Хотя здесь обычно требуется немного поправок, раздел пассивов балансового отчета требует внимательного изучения, а наиболее распространенные корректировки в пассивах охватывают следующие вопросы:

- *Связанные с активами обязательства.* Обязательства, связанные с активами, в которые были внесены поправки, также могут нуждаться в корректировке. Например, если недвижимость была удалена как актив, любые связанные с ней обязательства также следует

исключить. Если позднее на уровне всего предприятия стоимость недвижимости добавляется к операционной стоимости (что можно сделать, используя арендную плату по рыночной ставке), связанные обязательства можно соотносить со стоимостью этой недвижимости.

- *Долговые процентные обязательства.* Если процент, взимаемый по неоплаченному векселю, представляет собой фиксированную ставку, существенно отличающуюся от рыночной ставки на дату оценки, то данное долговое обязательство тоже следует откорректировать. Этот процесс аналогичен внесению корректировок с целью определения рыночной стоимости облигации с фиксированной ставкой процента, когда уровень рыночных процентных ставок значительно отличается.
- *Начисления.* Зачастую не включаются в балансовый отчет начисления на отпуск, больничные листы и нефинансируемые пенсионные программы или планы участия в прибылях, а также влияние исполнения опционов на акции, принадлежащие работникам, но они являются обязательствами, действующими на дату оценки, и потому должны быть учтены.
- *Отложенные налоговые обязательства.* В зависимости от использования начислений отложенных налогов на активы, которые были пересчитаны с балансовой в рыночную стоимость, может возникнуть потребность ввести налоговые обязательства.
- *Забалансовые обязательства.* Наиболее распространенными забалансовыми позициями, особенно в закрытых компаниях, являются гарантии или гарантийные обязательства, предстоящие судебные разбирательства или другие спорные вопросы, например налоги и претензии работников или иные вопросы регулирующего характера. Как правило, эти обязательства оцениваются и измеряются в процессе обсуждения с менеджментом и юристами. Полезно также выяснить, не принимала ли компания обязательств по приобретению значительного объема сырья у определенных поставщиков в течение будущих периодов и не выдавала ли гарантии или поручительства обязательств других юридических или физических лиц.

В целом, корректировка раздела собственного капитала проводится только с целью сбалансирования отчета путем соотношения поправок в пассивах и активах. Чаще всего эти поправки вносятся в нераспределенную прибыль. Другой часто вносимой поправкой является удаление всех неразмещенных акций, чтобы отчет отражал только выпущенные и находящиеся в обращении акции.

УЧЕТ НЕРАБОТАЮЩИХ АКТИВОВ ИЛИ ИЗБЫТКА/НЕДОСТАТКА АКТИВОВ

Когда операционная стоимость компании-цели определяется с применением доходного или рыночного подхода, для определения полной стоимости оцениваемой компании может потребоваться корректировка стоимости отдельных активов, принадлежащих компании-цели. Чаще всего эта ситуация возникает, когда цель имеет активы, не используемые в ее деятельности, либо избыточные операционные активы (например, избыток денежных средств или основных фондов) либо имеется дефицит активов (например, недостаточный уровень оборотного капитала). Когда имеет место любое из этих условий, операционная стоимость, определенная доходным или рыночным подходом, по всей вероятности, не будет отражать влияние этих факторов на стоимость, и их следует рассматривать как поправки к предварительно определенной операционной стоимости.

В процессе переговоров покупатель или продавец могут отказаться от включения в сделку внеоперационных или избыточных активов. Когда это случается, необходимо произвести корректировку стоимости по этим позициям. В зависимости от обстоятельств эти поправки могут отражать специфические условия продажи, достигнутые в процессе переговоров, и цену, которую покупатель готов уплатить согласно этим условиям, а не конкретную стоимость.

КОНКРЕТНЫЕ ЭТАПЫ РАСЧЕТА СКОРРЕКТИРОВАННОЙ БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ

Применение метода скорректированной балансовой стоимости для действующего бизнеса состоит из следующих пяти этапов:

1. *Исходная точка.* Получите балансовый отчет компании-цели на дату оценки или настолько приближенную к этой дате, насколько это возможно. (Финансовые отчеты, прошедшие аудит, предпочтительнее пересмотренных или скомпилированных отчетов, а отчеты по методу начисления предпочтительнее отчетов по кассовому методу.)
2. *Корректировка статей баланса.* Переведите каждый счет актива, обязательств и собственного капитала из балансовой стоимости в оцененную рыночную стоимость.

3. *Корректировка статей, не включенных в баланс.* Оцените и добавьте специфические материальные или нематериальные активы и пассивы, которые не были внесены в балансовый отчет.
4. *Влияние налогов.* Рассмотрите уместность учета налогового влияния корректировок, внесенных в балансовый отчет. Кроме того, рассмотрите, не следует ли убрать из баланса отложенные налоговые обязательства.
5. *Заключительный этап.* Исходя из внесенных корректировок, подготовьте балансовый отчет, отображающий все статьи по рыночной стоимости. На основе этой суммы определите скорректированную стоимость инвестированного или собственного капитала в зависимости от поставленной задачи.

Капиталоемкие цели или компании, имеющие низкую операционную стоимость из-за того, что они генерируют неадекватную прибыль, нередко оцениваются через затратный подход, или по активам. Этот подход обычно применим только для оценки контрольного пакета, обладающего полномочиями принимать решение о продаже, создающей денежную выгоду для акционеров. Вне зависимости от того, применяется ли метод скорректированной балансовой стоимости для определения стоимости «используемых» активов или метод ликвидационной стоимости для выяснения их стоимости в условиях плановой или принудительной ликвидации, этот подход включает пересчет счетов балансового отчета по рыночной стоимости. Эти процедуры корректирования используются также для отображения стоимости внеоперационных (неработающих), излишних активов или недостатка активов, которые могут существовать у компаний, чья операционная стоимость определяется с помощью доходного или рыночного подхода.



Корректировка стоимости через внесение премий и скидок

Откиньтесь в кресле и переведите дыхание, прежде чем применять премии или скидки. Зачастую они воздействуют на стоимость сильнее, чем любые другие корректировки, поэтому заслуживают самого пристального рассмотрения. Данные поправки не производятся автоматически, и они не всегда должны быть представлены постоянным процентом. Внимание в начале этой процедуры часто вознаграждается экономией времени и лучшей оценкой стоимости.

Сконцентрировать внимание следует уже в самом начале, когда мы сталкиваемся с терминологией, поскольку в применении премий и скидок часто неправильно используются различные определения, в особенности такие, как «миноритарный» (minority) и «контрольный» (control). *Контроль* означает владение долей собственности, малой или большой, которая обладает реальной степенью контроля над бизнесом. Контрольная доля (control interest) не всегда оказывается мажоритарной. Причем миноритарная доля собственности (minority interest) также может обладать контролем, в зависимости от наличия прав у различных долей собственности. При этом *миноритарный* означает долю собственности, малую или большую, которая не обладает реальной степенью контроля. Но владение меньшим пакетом, чем 50% акций из числа находящихся в обращении, не всегда означает отсутствие контроля, поскольку если наибольшая по величине доля собственности состоит из акций, не имеющих права голоса, то миноритарный владелец способен завладеть

контролем. Хотя правильнее было бы употреблять термины «контролирующий» и «неконтролирующий», в практике оценки бизнеса широко используются именно термины «миноритарный» и «контрольный». Они же применяются и в настоящей книге — согласно определениям, представленным выше.

ПРИМЕНИМОСТЬ ПРЕМИЙ И СКИДОК

Каждый метод или процедура оценки могут приводить к различным уровням стоимости. Метод сделок на рынке слияний и поглощений (M&A) обычно дает рыночную стоимость на уровне контрольного пакета, в то время как метод публичной компании-аналога может привести к рыночной стоимости и контрольного, и неконтрольного характера. Доходный подход способен определять контрольную или неконтрольную стоимость, скорее всего имеющие различные уровни ликвидности, а подход по активам чаще всего дает рыночную стоимость на уровне контроля. Соответственно, для каждого указанного уровня стоимости премии и скидки должны рассматриваться отдельно, поскольку поправки, уместные для одного результата стоимости, могут оказаться неподходящими к другому. На это обращается особое внимание, так как весьма распространенная ошибка при оценке бизнеса — это мнение, что искомая скидка или премия должны быть основаны на характеристиках оцениваемой компании. Например, если целевая компания является закрытым частным бизнесом, в котором приобретается контрольная доля, не предполагайте автоматически возможность применения к каждому результату стоимости, определенному для этой компании, премии за контроль и скидки за недостаток ликвидности.

Корректная методология состоит в том, чтобы идентифицировать природу стоимости, первоначально рассчитанной с применением каждого из методов оценки. Затем эта стоимость сравнивается с характеристиками рассматриваемой компании, чтобы определить, не требуются ли какие-то поправки. Их применимость к контрольной или миноритарной доле можно определить исходя из ответа на следующий вопрос, формулируемый для каждого метода оценки: была ли степень контроля, присущая методу оценки, такой же или отличной от степени контроля, свойственной оцениваемой доле?

Если степени контроля различны, может потребоваться премия за контроль или скидка за недостаток контроля. Например, метод сделок M&A подразумевает степень контроля, приблизительно эквивалентную уровню, характерному для поглощения 100% доли собственности ком-

нении. Если эти данные применяются для оценки сопоставимой доли собственности, никакой скидки или премии не требуется, поскольку метод дает стоимость, отражающую степень контроля, которая соответствует оцениваемому пакету. Если характеристики первоначально определенной стоимости отличаются от оцениваемого пакета, то для корректного определения стоимости может потребоваться премия за контроль или скидка за недостаток контроля.

После того как решен вопрос наличия или отсутствия контроля, следует рассмотреть степень ликвидности. Хотя уровень ликвидности отличается от степени контроля, они взаимосвязаны, причем контроль напрямую влияет на ликвидность. Поэтому корректировку уровня ликвидности, если это требуется, следует выполнять *после* внесения поправок на степень контроля. Подобно тому, как это осуществлялось в только что приведенной процедуре, определите потребность в поправке на ликвидность, задав следующий вопрос: отличается ли уровень ликвидности, свойственный оцениваемому пакету, от уровня ликвидности, присущего использованному для расчета первоначального значения стоимости методу?

Например, если метод публичной компании-аналога дает первоначальное значение стоимости, предполагая ликвидный миноритарный уровень стоимости, и оценивается неконтрольный пакет в закрытой частной компании, то требуется скидка за недостаток ликвидности. Наоборот, если метод сделок M&A дает стоимость ликвидного контрольного уровня и оцениваемый пакет обладает теми же характеристиками, то внесения поправки не требуется.

Таким образом, чтобы приступить к процедуре применения премий и скидок, идентифицируйте природу каждой первоначально определенной стоимости в ракурсе степени ее контроля и ликвидности. Затем сравните каждый результат с характеристиками доли собственности в целевой компании, чтобы определить необходимость внесения каких-либо поправок в первоначальное значение стоимости по этому методу.

ПРИМЕНЕНИЕ ПРЕМИЙ И СКИДОК

Как уже упоминалось, хотя поправки к стоимости за контроль и ликвидность взаимосвязаны, они различаются между собой. Следовательно, всякий раз, когда это возможно, они должны применяться по отдельности, пока их взаимосвязи не будут установлены и рассмотрены. Степень собственного для компании уровня контроля может влиять на уровень ее ликвидности. Поэтому премии за контроль или скидки за неконтроль-

ный характер пакета вводится до корректирования уровня ликвидности. Далее, эти поправки не складываются, а применяются мультипликативно. Например, если к ликвидному контрольному уровню стоимости, первоначально определенному в размере 10 млн. долл., должны быть применены скидки за неконтрольный характер пакета — 25% и за недостаток ликвидности — 40%, то эти поправки будут вноситься следующим образом:

Первоначально определенная рыночная стоимость контрольного уровня	\$ 10 000 000
Применение миноритарной скидки в размере 25%	$\times (1 - 25\%)$
	<u>\$7 500 000</u>
Применение скидки за недостаток ликвидности в размере 40%	$\times (1 - 40\%)$
Рыночная стоимость миноритарного уровня	<u><u>\$4 500 000</u></u>

Премия за контроль

Премия за контроль применяется для учета увеличения стоимости, происходящего вследствие извлечения выгоды от контроля, когда первоначальное значение стоимости не отражает эту возможность.

Премии за контроль рассчитываются на основе ежегодно проводимых в Соединенных Штатах исследований поглощений контрольных пакетов в публичных компаниях. Принимающие в них участие публично торгуемые компании должны сообщать о результатах сделок в Комиссию по ценным бумагам и биржам США (U.S. Securities and Exchange Commission), поэтому данная информация доступна для просмотра и анализа. На протяжении 1990-х годов каждый год приобретались контрольные пакеты акций нескольких сотен публичных компаний.

Пользуясь данными по премиям за контроль, можно выяснить скидки за недостаток контроля или миноритарные скидки. Косвенный расчет этих скидок необходим, поскольку не существует никакого прямого источника рыночных данных, обосновывающего их.

При совершении этих сделок предложенные покупателем премии сверх справедливой рыночной стоимости акций публичной компании в составе множественных миноритарных ликвидных пакетов регистрировались как премия за контроль. Результаты этих исследований указывают на удивительную последовательность уровня премий и скидок на протяжении 1990-х годов.

Среднеарифметические и медианные значения предложенных премий в виде процентного превышения цены приобретения акций в составе

пакета над рыночными котировками за пять рабочих дней, предшествующих дате объявления сделки, каждый год оказывались в пределах диапазонов от 35 до 45% и от 27 до 35% соответственно. Итоговая среднеарифметическая скидка за недостаток контроля варьировалась от 26 до 31%, а медиана — от 21 до 26%*. Основываясь на этом, можно было бы прийти к заключению:

- Контрольный пакет стоит приблизительно на 30–40% больше, чем имеющий неконтрольный характер.
- Если покупатели выплачивают премию, соответствующую указанному диапазону, они совершают разумную сделку.

Однако подобные заключения в некоторых отношениях оказываются близорукими и неправильными, вследствие чего способны подталкивать покупателей к плохим инвестиционным решениям. Общеизвестно: большинство сделок в этих исследованиях представляют собой поглощения, осуществляемые стратегическими покупателями. Их главный побудительный мотив к поглощению — это достижение синергетических эффектов и связанных с ними стратегических выгод. Хотя в сделке покупатель приобретает контрольный пакет, главным фактором, определяющим уплату цены выше рыночной, являются *синергии*, а не *контроль*. Поэтому уплаченную сверх рыночного уровня цену было бы точнее называть премией «поглощения», а не «контроля». Неизвестно, отражает ли выгоды от контроля какая-то часть этой премии, и если да, то в какой степени. Общеизвестно, что покупатели редко желают платить премию, если не видят синергии от сделки. И скорее всего, немногие премии, если они вообще есть, уплачиваются за контроль. Короче говоря, хотя покупатель вряд ли заинтересуется поглощением без получения контроля, именно видимая им синергия, а не сам по себе контроль определяет величину премии. Следовательно, исходя из этих данных нельзя обоснованно прийти к выводу, что контрольный пакет акций компании стоит приблизительно на 40% больше, чем имеющий неконтрольный характер.

Покупатели могут даже более опасно интерпретировать эти данные, если сделают вывод, что всегда экономически оправдано платить за поглощение премию в размере приблизительно от 30 до 40%. Как указывалось в главе 1, стоимость компании-цели для покупателя может существенно изменяться в зависимости от синергетических и других выгод интеграции, различных для каждого конкретного покупателя. По-

* *Mergerstat® Review 2001* (Los Angeles: Mergerstat®, 2001).

этому инвестиционная стоимость и разумный размер уплачиваемой премии должны оцениваться каждый раз индивидуально в зависимости от синергетических эффектов.

Следует также подчеркнуть: хотя исследования премий за контроль указывают на постоянное нахождение премий в диапазоне приблизительно от 30 до 40%, ошибочно делать вывод, что эти поглощения всегда оказывались инвестициями, создававшими стоимость для покупателей. Напротив, исследования поглощений последовательно указывают на другой факт: большая часть из них не принесла покупателям адекватной отдачи на инвестиции. Таким образом, в большинстве этих сделок уплаченные премии оказались для покупателей плохими инвестициями.

Важно подчеркнуть, что премия за контроль редко указывает максимальную инвестиционную стоимость компании-цели для покупателя. Как объяснялось в главе 1, инвестиционная стоимость отражает *максимальную* стоимость всех синергетических эффектов. Покупатель, уплачивающий премию в таком размере, не создает никакой стоимости. Напротив, эта стоимость передается продавцу в виде уплаченной премии. Таким образом, каждый благоразумный покупатель должен сначала понять: поскольку цель, скорее всего, будет иметь различную инвестиционную стоимость для каждого потенциального покупателя, премия, которую каждый покупатель сможет позволить себе выплатить, будет варьироваться в зависимости от его конкретных обстоятельств. Кроме того, покупатели должны понимать, что каждый доллар премии, уплачиваемый ими сверх справедливой рыночной стоимости, уменьшает общую синергетическую стоимость, которая может быть создана в результате поглощения.

Вместе с тем некоторые покупатели платят премии намного выше диапазона 30–40% и при этом достигают очень успешных инвестиционных результатов. Этот факт подкрепляет точку зрения, что инвестиционная стоимость компании варьируется для каждого покупателя в зависимости от синергетических эффектов, которые уникальны в каждой отдельной сделке.

Скидки за недостаток контроля

Известные также как миноритарные скидки, они показывают уменьшение стоимости, вызываемое отсутствием контроля. Эта скидка может применяться или к миноритарной доле собственности, или к крупному пакету акций, в некоторой степени лишенному контроля. Данная скидка применяется, когда первоначальное значение стоимости учитывает контроль, а оцениваемая доля собственности контроля не имеет.

Скидки за недостаток контроля рассчитываются на основе рыночных исследований, и в течение 1990-х годов их размер составлял в среднем 24%. Этот факт вытекает из исследований, проведенных в отношении премий за контроль. Очевидно, что полученные результаты должны интерпретироваться с еще большей степенью осторожности, чем результаты по премиям за контроль. Никакой источник данных по публичным рынкам ценных бумаг не позволяет напрямую рассчитывать миноритарные скидки. Чтобы преодолеть этот недостаток и дать некоторое указание на различие в стоимости между неконтрольным и контрольным уровнями стоимости собственного капитала, скидки рассчитывают косвенно, полагаясь на исследования по премиям за контроль.

Расчет легче всего объяснить с помощью примера. Предположим, в настоящее время публичная компания торгуется по справедливой рыночной стоимости 60 долл. за акцию. Когда она приобретается в стратегической сделке по 84 долл. за акцию, то премия за контроль в 40% рассчитывается делением премии в размере 24 долл. за акцию ($= 84 \text{ долл.} - 60 \text{ долл.}$) на справедливую рыночную стоимость — 60 долл. за акцию. Из этих данных мы можем заключить: данная сделка подразумевает скидку за недостаток контроля в размере 29%, которая рассчитывается путем деления премии в 24 долл. за акцию на цену, учитывающую контрольный характер пакета, — 84 долл. за акцию. Таким образом, часто приводимые процентные значения миноритарных скидок не выводятся из сделок по приобретению миноритарных пакетов, а извлекаются из премий, уплаченных в сделках с контрольными пакетами. Природа этих данных создает веские причины для осторожности в применении этих поправок и в степени приписываемой им надежности. Подразумеваемая миноритарная скидка может быть рассчитана из премии за контроль с использованием следующей формулы:

$$MID = 1 - \frac{1}{1 + CP},$$

где:

MID = миноритарная скидка (minority interest discount);

CP = средняя премия за контроль.

Подставив значения из предыдущего примера, мы получим подтверждение этой формулы:

$$0,29 = 1 - \frac{1}{1 + 0,40}.$$

Скидки за недостаток ликвидности

Эта скидка отражает уменьшение стоимости, вытекающее из невозможности быстро конвертировать долю собственности в деньги.

Скидка за недостаток ликвидности (lack-of-marketability discount, LOMD) также выводится из рыночных данных. Причем считается, что большинство из них дают более точное указание относительно этой поправки стоимости, чем рыночные данные, используемые для расчета премий за контроль. Первый источник для выяснения процентных значений LOMD — это исследования по ограниченно обращающимся акциям. Акции, имеющие ограниченное обращение (restricted stock), известные также как письменные акции (letter stock)*, — это акции, которые: 1) или выпущены корпорацией, не зарегистрированной в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), что не позволяет им продаваться на публичном рынке; 2) или зарегистрированы в SEC, но с запретом на продажу на публичном рынке. Акции этого класса чаще всего продаются при первоначальном публичном размещении, при последующих предложениях акций или когда акции выпускаются в связи с поглощением компании. Ограничение, обычно накладываемое на такие акции, обусловлено стремлением предотвратить подрыв курса акций, который может произойти, если одновременно продается большое количество акций. В исследованиях, проводившихся различными организациями с охватом последних 30 лет, были проанализированы цены, уплаченные за ценные бумаги публично торговавшихся компаний, которые являлись бы высоколиквидными, не существуя запрета, не допускающего их продажу в течение определенного периода времени. Ограничения не допускают торговли этими ценными бумагами в операциях на открытом рынке, но позволяют им менять собственника в частных сделках. Однако покупатель, участвующий в них, все еще остается под действием ограничения и потому готов уплатить более низкую цену за приобретение ценной бумаги, которая не может быть немедленно конвертирована в денежные средства. Период действия ограничения варьируется в зависимости от сделки, но до 1997 года он обычно не превышал 24 месяцев. Начиная с 1997 года срок действия для некоторых ценных бумаг с ограниченным обращением был уменьшен до 12 месяцев. Первоначальные исследования последствий сокращения пери-

* Это название происходит от требования SEC к покупателям таких акций представлять письма, подтверждающие, что акции приобретаются для инвестиционных целей, а не для перепродажи. — Прим. пер.

ода ограничения указывают: с уменьшением периода скидки за недостаток ликвидности снизились, а рыночная активность по этим акциям увеличилась. Результаты исследований по ограниченно обращающимся акциям указывают, что в течение 1990-х годов обычная скидка составляла приблизительно 35%. Таким образом, неконтрольные пакеты акций публично торговавшихся корпораций, которые временно, в течение установленного периода, не допускались к продаже на открытом рынке, из-за недостаточной ликвидности испытывали снижение стоимости примерно на одну треть. Этот факт говорит о сильном спросе рынка на ликвидность и значительном сокращении стоимости, наблюдающемся при снижении уровня ликвидности.

Второй источник данных по LOMD — это исследования периодов, предшествовавших первоначальным публичным размещениям (initial public offering, IPO), которые также проводились в течение многих лет. Эти исследования готовились двумя организациями, одна из которых изучала цены акций в течение 36-месячного периода, предшествовавшего IPO, а другая — на протяжении пяти месяцев, предшествовавших IPO. В каждом случае в исследовании сравнивалась цена, которую платили за акции в сделках в то время, когда компания была частной, с ценой, по которой акция первоначально торговалась во время IPO. Поскольку эти компании становились публичными, от них требовалось, как часть их регистрации, предать гласности перечень сделок с акциями, осуществленных в прошлом, когда компания являлась частной. Данные о сделках были получены из этих источников. Как и в случае с ограниченно обращающимися акциями, результаты проведенных исследований оказались достаточно последовательными, причем среднеарифметические и медианные значения скидок составили приблизительно 44%. Обратите внимание: в обоих исследованиях речь шла об инвестициях в *миноритарные* пакеты. Так как большинство сделок для целей слияния и поглощения касаются контрольных пакетов, вышеуказанные скидки редко оказываются уместными.

Владелец контрольного пакета, особенно владелец 100% акций, используя контролирующее влияние, может принять решение о немедленном выставлении компании для продажи на рынке. Обладая полномочиями, свойственными контрольной доле собственности, такой собственник имеет возможность также предпринять любые шаги, необходимые для подготовки компании к продаже, и представить ее в наилучшем свете. Кроме того, этот акционер контролирует чистый денежный поток компании и все дискреционные статьи расходов, производимые компанией от имени акционеров. Миноритарные акционеры обычно не имеют

возможности влиять на эти статьи, что увеличивает и без того повышенную озабоченность инвестора относительно возможного ущерба ликвидности его доли собственности.

Контролирующий компанию акционер при продаже бизнеса часто сталкивается с существенными транзакционными затратами, и процесс продажи способен занять значительное время. В течение этого периода общэкономические или отраслевые условия могут измениться, оказав положительный или отрицательный эффект на цену акций компании. В зависимости от состояния отрасли и применяемой модели покупки, акционеры могут также сталкиваться с рыночными обстоятельствами, в которых поглощения осуществляются с оплатой в форме акций или долговых расписок, менее привлекательных, чем денежные средства. Каждый из этих факторов способен увеличивать сложность продажи контрольного пакета и обычно рассматривается в процессе определения размера скидки за недостаток ликвидности.

Хотя конкретные рыночные данные по контрольным пакетам недоступны, многие члены сообщества профессиональной оценки бизнеса утверждают, что скидки находятся под влиянием характера отрасли и размера ожидаемых транзакционных издержек. Лучше организованные отрасли, где проводится больше сделок, отличает тенденция более низких транзакционных издержек, поскольку продажи обычно происходят быстрее. Отрасли, которые фрагментированы или имеют менее организованную инфраструктуру и где наблюдается меньшая активность слияний и поглощений, осложняют покупателям и продавцам поиск контактов с целью совершения сделки. В этих обстоятельствах продажи обычно занимают больше времени и сопровождаются более высокими транзакционными затратами, означая повышенные скидки за недостаток ликвидности. С учетом этих факторов скидки за недостаток ликвидности для контрольных пакетов имеют тенденцию располагаться в диапазоне от 5 до 15%, причем рыночные условия и транзакционные издержки остаются главными факторами, влияющими на размер скидки.

ИСПОЛЬЗУЙТЕ ЗДРАВЫЙ СМЫСЛ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ РАЗМЕРА ПОПРАВКИ

Хотя существует естественная склонность рассматривать существующие рыночные данные как некую догму, премии и скидки не должны применяться по принципу «есть или нет», как если бы мы включали или выключали свет. Напротив, эти поправки должны применяться как регулятор, позволяющий плавно увеличивать или уменьшать свет в зави-

симости от обстоятельств. Скидки или премии должны применяться с учетом определенных фактов и обстоятельств, которые могут вызвать больший или меньший размер соответствующих поправок. Например, владелец 40%-ного пакета акций компании, остальные 60% акций которой принадлежат другому акционеру, обладает меньшим контролем и влиянием, чем в случае когда тому же самому 40%-ному пакету противостоят доли многих акционеров, ни одна из которых не превышает 1%. В каждой ситуации присутствует доля собственности в 40%, однако относительная степень контроля этих пакетов акций существенно различается.

Далее рассмотрим влияние, которым обладает владелец 2%-ного пакета, в то время как остальные 98% акций принадлежат другому единственному акционеру. Затем рассмотрим влияние владельца 2%-ного пакета, когда остальные 98% распределены поровну между двумя собственниками — по 49%. В этом случае владелец 2%-ного пакета становится «колеблющимся голосом», который, несмотря на его малую долю собственности, может обладать значительным влиянием. Эти примеры подчеркивают необходимость учета специфических факторов, перечисленных в примере 12-1, которые способны влиять на размер премии или скидки. Еще раз отметим, что правильное применение этих поправок обусловлено субъективными суждениями, для подборающего вынесения которых требуется опыт и понимание лежащих в основе рыночных данных.

КОНТРОЛЬНЫЙ И НЕКОНТРОЛЬНЫЙ ПАКЕТЫ В МЕТОДАХ ДОХОДНОГО ПОДХОДА

В главе 6 описывались поправки к доходу, в том числе связанные с выплатами акционерам компенсаций выше среднерыночного уровня. Известные как корректировки контролирующего характера, они должны применяться *только* в тех случаях, когда доля собственности обладает юридическими полномочиями осуществлять эти изменения. Они могут быть менее значительны в крупных сделках, поскольку поправки не оказывают заметного воздействия на итоговый доход или денежный поток компании. Однако у более мелких компаний поправки контролирующего характера способны существенно влиять на стоимость. Как правило, неверно отражать корректировки контролирующего или неконтролирующего характера к стоимости через применение премий или скидок. Вместо этого различия в стоимости на контрольном и неконтрольном уровнях должны проявляться через корректирование прибыли — дохода или

Пример 12-1. Специфические факторы компании, способные влиять на размер поправок

Факторы, влияющие на степень контроля

- Воздействие структуры акционерной собственности на способность миноритарных владельцев одобрять некоторые корпоративные действия.
- Воздействие структуры акционерной собственности на способность миноритарных владельцев влиять на избрание членов совета директоров.
- Воздействие структуры акционерного капитала, создающей возможность влияния «колеблющихся голосов».
- Уровень юридической защиты миноритарных акционеров в данной юрисдикции.
- Акции, не имеющие права голоса.
- История учета интересов миноритарных акционеров.

Факторы, влияющие на уровень ликвидности

- Существование ограничений на передачу акций.
 - Наличие соглашений о купле/продаже, ограничивающих возможность передачи акций.
 - Степень привлекательности пакета акций.
 - История и намерение осуществлять выплаты дивидендов, которые могут быть относительно малыми или большими.
 - Наличие разумно организованного рынка для продажи компаний в данной отрасли.
 - Наличие консолидации или давления в направлении консолидации в данной отрасли.
 - Вероятный состав покупателей долей собственности данного размера в данной отрасли.
-

денежного потока, а не через применение премии или скидки. Это проиллюстрировано в примере 12-2, где компания имела чистый доход до выплаты чрезмерной компенсации в размере 5 млн. долл. Выбор варианта выплаты чрезмерной компенсации в размере 1 млн. долл. владельцам контрольного пакета или их бенефициарам приводит к скидке за недостаток контроля в размере 20%. Однако если компания решит выплатить чрезмерную компенсацию в размере 3 млн. долл., снижение сто-

Пример 12-2.

Расчет стоимости контрольного
и неконтрольного уровня через
корректирование дохода

	Низкий уровень чрезмерной компенсации	Высокий уровень чрезмерной компенсации
	В миллионах	
Чистый доход до выплаты чрезмерной компенсации (прибыль контрольного пакета)	\$5	\$5
Минус: чрезмерная компенсация ^a	-1	-3
Чистый доход после выплаты чрезмерной компенсации	\$4	\$2
Расчет стоимости на уровне контроля ^b	$\frac{\$5}{20\%} = \25	$\frac{\$5}{20\%} = \25
Расчет стоимости на неконтрольном уровне ^b	$\frac{\$4}{20\%} = \20	$\frac{\$2}{20\%} = \10
Итоговая скидка за недостаток контроля	$\frac{\$25 - \$20}{\$25} = 20\%$	$\frac{\$25 - \$10}{\$25} = 60\%$

^a Чрезмерная компенсация включает много типов корректировок контролирующего характера, в том числе заработную плату, премии, дополнительные льготы, выплаты привилегированным сторонам, а также другие формы, используемые владельцем контрольного пакета.

^b Подразумевается использование метода капитализации и ставки капитализации в 20%.

имости неконтрольного пакета составит 60%. Таким образом, величина скидки определяется относительным размером чрезмерной компенсации. Когда она составляет существенную часть дохода компании, могут возникать большие различия между контрольным и неконтрольным уровнями стоимости.

Рыночные данные по премиям за контроль и соответствующим миноритарным скидкам не способны достоверно отражать вариации, вы-

зываемые различными уровнями чрезмерной компенсации. Поэтому в методах доходного подхода различия между контрольным и неконтрольным уровнями стоимости должны учитываться путем корректирования дохода, как показано в примере 12-2, а не через применение премии за контроль к стоимости, не учитывающей элементы контроля, или миноритарной скидки к контрольному уровню стоимости.

ПРОЧИЕ ПРЕМИИ И СКИДКИ

Иные поправки к стоимости, чем те, которые отражают степень контроля или ликвидности, редко применяются при оценке бизнеса. Ниже следует краткое описание используемых в некоторых ситуациях корректировок.

- *Скидка по акциям, не обладающим правом голоса.* Эта скидка может применяться к акциям без права голоса, чтобы представить снижение их стоимости по сравнению с акциями, имеющими право голоса. В целом ограниченные рыночные исследования заключают, что данная скидка составляет менее 10%. Хотя это может показаться удивительным, но столь небольшая скидка используется потому, что эти акции обычно входят в состав миноритарных пакетов, которые уже отражают низкую стоимость, вызванную отсутствием у них элементов контроля.
- *Скидка за ключевую фигуру.* Цель этой скидки состоит в том, чтобы учесть снижение стоимости, возникающее в результате чрезмерной зависимости от человека, который критически важен для успеха бизнеса. Хотя она может применяться в оценках, выполняемых для целей налогообложения наследства в ситуациях, когда ключевая личность умирает без страховки или других условий, позволяющих компенсировать потерю, применение этой скидки чаще всего неуместно. Зависимость от одного человека или численно ограниченной управленческой команды относится к фактору риска, который более корректно отражается в ставке дисконтирования или стоимостном мультипликаторе, определенном для данной компании.
- *Скидка за структуру.* Эта поправка может применяться в обстоятельствах, когда компания обладает непривлекательным портфелем действующих подразделений или комбинацией активов, которые могут стоить больше, когда рассматриваются по отдельности, а не как часть объединенного бизнеса. При оценке величины этой

скидки следует учитывать затраты на исправление структуры собственности.

- *Скидка за размер пакета.* Эта скидка может применяться, чтобы представить отрицательное воздействие на цену акций предложения одновременной продажи большого пакета акций компании. Более применимая к публичным компаниям, эта скидка отражает ситуацию на рынке, «затопленном» предложениями о продаже, когда существующий спрос недостаточен для их удовлетворения. Данная скидка применима также в случаях, когда частная компания держит в качестве финансовых вложений крупный пакет акций отдельной публично торгуемой компании.
- *Скидка на вмененный прирост.* Эта скидка применяется при продаже акций компаний, которые имеют активы, с низкой налогооблагаемой базой, которая в случае продажи активов приведет к повышенным налогам на прирост капитала, что делает акции этой корпорации менее привлекательными для потенциального покупателя.
- *Скидка, вызываемая факторами двойного счета.* Этот пункт скорее не конкретная поправка, а напоминание, что факторы корректировок могут быть легко и ошибочно учтены дважды. Используя эти корректировки, проявляйте осторожность: отразив их в расчете прибыли, нормы доходности или темпа роста компании, следует избегать применения скидок или премий, которые повторно отображают их воздействие на стоимость.

СПРАВЕДЛИВАЯ РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ В СРАВНЕНИИ С ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТЬЮ

Некоторые из рассмотренных скидок, применяемые в случае расчета справедливой рыночной стоимости самостоятельно функционирующей компании-цели, не могут быть использованы при выяснении инвестиционной стоимости в отношении конкретного покупателя. Например, LOMD, подходящая для автономной стоимости частной компании, может оказаться неуместной для инвестиционной стоимости, когда покупателем является публичная компания.

Премии и скидки часто оказываются самыми большими поправками к стоимости, производимыми в процессе оценки бизнеса. Хотя эти корректировки обладают особенностью оставаться менее заметными при оценке для целей слияний и поглощений, чем для целей налогообложения объектов наследования и дарения, они все же требуют внимательного рассмотрения. Этот процесс начинается с идентификации приро-

ды стоимости, первоначально определяемой каждым методом оценки с целью установить целесообразность применения премии или скидки. Определение соответствующего размера поправки требует понимания рыночных данных, на основе которых получаются эталонные премии и скидки. Эти значения нельзя воспринимать как предустановленные процентные поправки. Скорее, следует взвесить факты и обстоятельства оцениваемой доли собственности с тем, чтобы определить размер корректировок. В конечном счете, это профессиональное мнение, но, опираясь на знания и опыт, аналитики способны вносить обоснованные поправки.

Согласование первоначальных результатов оценки стоимости и определение заключения о стоимости

После того как оценщик применил один или несколько подходов оценки и достиг первоначального заключения о стоимости, встает неизбежный вопрос: «Правильно ли оно?». То есть является ли стоимость, определенная для данной доли собственности, разумной и обоснованной, исходя из обстоятельств, сложившихся на дату оценки, а также качества и объема доступной информации?

Поскольку существует множество качественных суждений и количественных расчетов, ведущих к первоначальным значениям стоимости, процесс их рассмотрения и согласования должен быть глубоким и проводиться с использованием соответствующих методик. Оценка бизнеса включает в себя множество вычислений, и большинство расчетов, выполняемых позднее в этом процессе, зависит от достоверности ранее полученных значений. Поэтому точность — необходимое условие, а повторная проверка всех вычислений должна входить в нормальный рабочий порядок.

Получение окончательного значения стоимости путем принятия первоначальной оценки или усреднения различных результатов нескольких методов не гарантирует обоснованного заключения. Ключ к получению компетентного результата — это всестороннее повторное рассмотрение, подвергающее сомнению базовые предпосылки, методы, информацию и расчеты каждой примененной процедуры.

НЕОБХОДИМОСТЬ ВСЕСТОРОННЕГО РАССМОТРЕНИЯ

Начните с основ. Рассмотрите цель оценки, ответив на следующие вопросы:

- Какая собственность или доля собственности оценивается?
- Представляет ли она собой отдельные активы, пакет акций или инвестированный капитал?
- Какие специфические юридические права или обременения свойственны этой собственности?
- Существуют ли другие доли собственности, которые обладают преимущественными правами на эту собственность или связанную с ней прибыль?
- Отражает ли эта доля собственности контрольные преимущества или отсутствие контроля?
- Каков уровень ликвидности этой доли собственности?
- Какова дата оценки и включал ли анализ только ту информацию о компании и окружающей ее среде, которая была известна или доступна по состоянию на эту дату?
- Какие стандарты стоимости были применены: справедливая рыночная стоимость для финансового покупателя без учета синергетических эффектов или инвестиционная стоимость для стратегического покупателя, учитывающая синергии, или и то и другое? Или использовался какой-то иной стандарт стоимости?

По возможности для определения стоимости следует использовать все три подхода к оценке: доходный, рыночный и на основе активов. Один или более из этих подходов может оказаться неподходящим или менее уместным, исходя из характера поставленной задачи, а также качества или объема имеющейся информации. Каждый подход рассчитывает стоимость, основываясь на различных критериях. Доходный подход обосновывает стоимость на будущих доходах, которые дисконтируются или капитализируются по норме доходности, отражающей уровень риска, связанный с данным объектом. Методы публичной компании-аналога и сделок M&A, входящие в рыночный подход, определяют стоимость, ориентируясь на цены, уплаченные за аналогичные компании на публичных рынках. Подход по активам (затратный) извлекает стоимость из базовых активов, принадлежащих бизнесу, рассматривая гипотетическую возможность их продажи. Таким образом, каждый из подходов представляет свою собственную точку зрения, предлагая свое уникальное видение того, что же влияет

на стоимость. Аналитики должны пытаться использовать каждый подход или привести обоснование, почему тот или иной подход был отклонен.

Когда определены первоначальные значения стоимости, часто бывает полезно абстрагироваться от деталей задания, чтобы затем бросить свежий взгляд на выводы. Пересматривая работу, спросите себя, сумел бы достичь разумный, беспристрастный аналитик тех же самых заключений о стоимости значений. Обратите особое внимание на то, чтобы выводы не оказались под влиянием желания получить более высокую или низкую стоимость. Рассмотрите, учитывает ли она: историю компании; окружающую ее конкурентную среду, в том числе отраслевые и общеэкономические условия; ее внутренние сильные и слабые стороны и вероятные в будущем обстоятельства. Если рассматриваются синергии, то убедитесь, что они учитываются только в тех случаях, когда рассчитывается инвестиционная, а не справедливая рыночная стоимость. Обратите внимание, учитывает ли оценка стоимости знание покупателем и продавцом рыночных соображений и мотивов в сделках. Спросите себя, восприняли бы и *покупатель*, и *продавец* ваши предположения как разумные, владей они всеми уместными обстоятельствам фактами.

Завершив данные рассуждения, рассмотрите далее общую применимость каждого подхода к оценке в ракурсе существующего задания. Используйте сводные данные из примера 13-1, чтобы оценить, является ли подход уместным в данном случае.

Кроме того, рассмотрите применимость каждого подхода в свете оценки конкурентоспособности компании. Обратите особое внимание на факторы риска и стоимости, характерные для исследуемой компании и данной отрасли, и на то, каким образом подход учитывает эти ключевые переменные. Идентифицируйте все факторы риска или стоимости, которые, возможно, были пропущены или недостаточно учтены используемым подходом, и, соответственно, их воздействие на любое из рассчитанных значений.

Если полученная стоимость не соответствует отраслевым коэффициентам для данной отрасли, определите почему. Это даст представление о том, следует ли изменить оценку стоимости (менее вероятно) или почему общепринятая отраслевая практика для этой конкретной оценки не работает (что более вероятно). Рассмотрите также, является ли общепринятым в данной отрасли использование метода отраслевых коэффициентов (*rule of thumb*) и рассматривался ли он в процессе оценки. Поскольку метод отраслевых коэффициентов нередко представляет собой упрощенные обобщения, которые не способны адекватно объяснять все факторы, присущие только данной компании, он не должен использоваться как единственный метод оценки стоимости. Тем не менее, если отраслевые коэф-

Пример 13-1. Обобщение применимости подходов
к оценке бизнеса

Доходный подход	Рыночный подход ^a	Подход по активам
Компания извлекает значительную стоимость из своих операций	Адекватное число компаний в достаточной степени сходно с рассматриваемой компанией	Компания обладает значительным объемом материальных активов
Доход или денежный поток компании являются положительной величиной	Сделки по слиянию и поглощению учитывают обстоятельства покупателя и компании-цели, которые сходны с соответствующими условиями для оцениваемого объекта	Компания создает незначительную стоимость в результате своих операций
Компания обладает существенной нематериальной стоимостью	Существуют адекватные данные о компаниях, используемых для целей сравнения	Балансовый отчет компании включает большинство ее материальных активов
Риск компании может быть достоверно измерен через норму доходности	Коэффициенты, характеризующие деятельность компаний, отражают разумное представление о рыночных обстоятельствах и ценах на дату оценки	Можно получить достоверные оценки стоимости активов компании
Будущую деятельность компании можно достоверно оценить с помощью прогноза	Рассматриваемая компания достаточно велика, чтобы сравнивать ее с компаниями, используемыми в рыночном подходе	Оцениваемая доля собственности обладает контролем или доступом к стоимости базовых активов

^a Данные выводы для рыночного подхода относятся только к методу публичной компании-аналога и методу слияний и поглощений.

фициенты нашли широкое признание в данной отрасли, их следует, по крайней мере, рассчитать для проверки результатов применения основных подходов к оценке. Участники отрасли часто ссылаются на эти коэффициенты, поэтому для целей оценки разумно рассмотреть и выработать суждение об их применимости и обоснованности.

Применяя доходный или рыночный подходы, оценивайте любые корректировки, вносимые в используемый для оценки доход, а также то, были ли они разумными и уместными. Опять же, не забывайте: синергии должны учитываться только при расчете инвестиционной стоимости. Далее учитывайте следующее: доходный и рыночный подходы, которые определяют стоимость, основываясь на анализе эффективности деятельности компании, в большой степени зависят от достоверности ожидаемых результатов. Поэтому результаты деятельности следует рассмотреть еще раз в свете конкурентной среды компании. Чтобы получить скрупулезный обзор работы, прибегните к следующему критическому анализу: повторно рассмотрите доходный, рыночный и затратный подходы, обратившись к результатам каждого подхода и рассматривая существенные факты непредубежденно.

ОБЗОР ДОХОДНОГО ПОДХОДА

Доходный подход наиболее часто используется при оценке бизнеса для целей слияний и поглощений из-за его теоретической силы и гибкости. Инвесторы в принципе признают разумность обоснования стоимости на будущих доходах, дисконтированных по ставке, отражающей относительный уровень риска. В дополнение к лежащим в основе разумным теоретическим предпосылкам доходный подход легко совмещает расчет справедливой рыночной стоимости или инвестиционной стоимости, используя модель собственного или инвестированного капитала для контрольной или неkontrolльной доли собственности с учетом соответствующего уровня ликвидности. Он может использовать исторические или прогнозные прибыли, а также измерять прибыль как различные суммы дохода или денежного потока.

Чтобы доходный подход был уместен, стоимость компании должна сильно зависеть от дохода или денежного потока. Обычно это оказывается уместным для бизнеса с рентабельной основной деятельностью, в то время как данный подход оказывается неподходящим для компаний, генерирующих низкие доходы. Кроме того, обзор должен сосредоточиваться на двух ключевых переменных, используемых для расчета стоимости, а именно: на прибыли и норме доходности.

Для всестороннего пересмотра стоимости, определенной доходным подходом, объективно оцените следующее:

Справедливая рыночная стоимость и инвестиционная стоимость

- Прибыль и норма доходности, выбранные для расчета справедливой рыночной стоимости компании, должны демонстрировать результаты основной деятельности и профиль риска компании как отдельного бизнеса.
- Инвестиционная стоимость должна учитывать воздействие на прибыль синергетических эффектов. Норма доходности должна отражать профиль риска приобретающей компании и конечные затраты на капитал, откорректированные по профилю риска целевой компании.

Инвестированный капитал и собственный капитал

- Учтите, оценка для целей слияния и поглощения обычно использует модель инвестированного капитала, чтобы не допустить влияния на операционную стоимость факторов, связанных с финансированием. Корректное применение требует соответствующего и последовательного использования дохода на инвестированный капитал и нормы доходности.
- При применении модели инвестированного капитала рассмотрите возможные искажения средневзвешенных затрат на капитал компании (WACC), вызванные экстремальным значением используемого компанией финансового рычага. Рассмотрите, допускают ли рыночные условия такую структуру капитала и какой уровень затрат на заемный и собственный капитал будет соответствовать такому размеру финансового рычага.
- Отдавайте себе отчет в том, что удельные веса заемного и собственного капитала в расчете WACC должны определяться на основе рыночной, а не балансовой стоимости, а это может потребовать при расчете WACC применения процесса множественных итераций или упрощенной формулы.

Измерение дохода

- Рассмотрите уместность потока дохода, выбранного для выполнения задания. Как правило, чистый денежный поток на инвестированный капитал позволяет наиболее верно измерить денежные доходы для поставщиков капитала, и это именно тот доход, для которого существуют наиболее надежно определенные нормы

доходности. Другие измерения дохода в принципе менее точны, более уязвимы к манипуляциям и обычно должны полагаться на менее обоснованные нормы доходности.

Оценивая вероятность достижения спрогнозированных будущих результатов, рассмотрите результаты работы компании в прошлом, а также выясните, почему она достигала таких результатов.

Рассмотрите вероятность исполнения прогноза, учитывая общеэкономические и отраслевые обстоятельства, а также конкурентоспособность компании в свете ее стратегических преимуществ и недостатков.

Рассмотрите все нормализующие корректировки, сделанные для статей доходов и расходов, не связанных с основной деятельностью, понимая при этом, что цель внесения корректировок состоит в том, чтобы по возможности наиболее обоснованно представить будущие результаты деятельности компании. Кроме того, рассмотрите все поправки к доходу, связанные с компенсациями выше или ниже среднерыночных, которые выплачиваются в любой форме владельцам или их бенефициарам. В принципе, эти корректировки обычно требуются только при оценке контрольной доли собственности, обладающей полномочиями изменять эту компенсацию.

При рассмотрении прогнозируемого объема деятельности компании учитывайте ценообразование и товарные объемы по продуктам и линиям продуктов, обращая внимание при этом на общеэкономические и отраслевые обстоятельства.

С учетом общеэкономических и отраслевых условий рассмотрите обоснованность спрогнозированных расходов и итоговую маржу прибыли.

Рассмотрите особенности налогообложения компании по состоянию на дату оценки и обоснованность оценки будущих налоговых ставок, учитывая юридический и налоговый статус, а также налоговую юрисдикцию, в которой она работает.

Рассмотрите обоснованность прогнозного уровня изменений оборотного капитала и инвестиций в основные средства. По возможности пересмотрите прогнозные коэффициенты оборачиваемости дебиторской и кредиторской задолженности, товарно-материальных запасов и основных средств как часть этой оценки и сравните их с историческими результатами работы и отраслевыми стандартами.

При выборе долгосрочного темпа роста для использования в методе капитализации или при расчете терминальной стоимости в методе дисконтирования, учитывайте следующее:

- долгосрочные общеэкономические и отраслевые тенденции;
- текущую конкурентоспособность компании и вероятный срок действия ее конкурентных преимуществ и недостатков;
- прибыли компании, управленческие возможности и источники финансирования для поддержания заложенных темпов роста.

Помните, выбор темпа роста выше прогнозируемого для отрасли подразумевает, что компания сможет до бесконечности увеличивать свою долю рынка.

- Если используется метод дисконтирования, оцените обоснованность продолжительности прогнозного периода, который должен быть достаточно велик, чтобы отразить все ожидаемые существенные изменения в денежных потоках, и по истечении которого в последнем году прогнозного периода будет достигнут стабильный уровень дохода, остающийся устойчивым в долгосрочной перспективе.
- Когда существует вероятность существенных колебаний будущих доходов компании, подумайте об использовании вероятностного анализа или анализа реальных опционов (см. главу 6), чтобы выявить воздействие этих колебаний на стоимость.

Выбор нормы доходности

- Проверьте сопоставимость ставки и дохода, используемого для измерения результатов деятельности. Наиболее распространенные области, где неправильно употребляются доход или норма доходности, следующие:
 - элементы собственного капитала вместо элементов инвестированного капитала;
 - прибыль до налогообложения вместо прибыли после налогообложения;
 - чистый денежный поток вместо чистого дохода.
- Рассмотрите уместность методологии расчета ставки дисконтирования собственного капитала:
 - модель оценки капитальных активов (САРМ) редко оказывается уместной при оценке закрытого частного бизнеса, поскольку ее базовые предпосылки практически не относятся к таким компаниям;
 - модифицированная модель оценки капитальных активов (МСАРМ) преодолевает многие из этих ограничений, когда «бета» для целевой компании может быть извлечена из соот-

ветствующего списка компаний-аналогов. Поэтому, когда в рамках рыночного подхода используется метод публичной компании-аналога, МСАРМ может адекватно работать в доходном подходе;

— метод кумулятивного построения, предполагающий коэффициент «бета» равным 1, как правило, оказывается наиболее уместным для оценки закрытой частной компании, в особенности если для нее метод публичной компании-аналога был отвергнут.

- Рассмотрите, можно ли признать премию за размер соответствующей для оцениваемой компании.
- Рассмотрите, достоверно ли отражает ставка дисконтирования риск в рамках отрасли через выбор «бета» или премии за риск конкретной компании.
- Рассмотрите, отражает ли ставка дисконтирования факторы риска компании, идентифицированные при конкурентном анализе. Эта ставка должна также отображать главные факторы риска и стоимости, влияющие на результаты работы компании, а также на относительный уровень стратегических преимуществ и недостатков.

Метод капитализации

- Учтите: чтобы этот метод был уместен, выбранный доход за период должен достоверно представлять долгосрочные ежегодные результаты деятельности компании.
- Учтите также: этот метод предполагает постоянные бесконечные темпы роста доходов. Кроме того, долгосрочный темп роста должен быть разумным и определен с учетом конкурентоспособности компании и долгосрочных общеэкономических и отраслевых обстоятельств.

Контрольный и неконтрольный уровни стоимости

- Учтите, что в доходном подходе главный фактор, определяющий стоимость на контрольном и неконтрольном (миноритарном) уровнях стоимости, — это выбор потока доходов.
- Вообще говоря, нормализующие корректировки на компенсации выше среднерыночных, выплачиваемые владельцем в любой форме работникам или их бенефициарам, не должны вноситься при оценке долей собственности, которые не имеют полномочий на проведение изменений в этой области.
- Различие между контрольным и неконтрольным уровнями стоимости может оказаться менее очевидным, когда не выплачивается

компенсация выше среднерыночной, а доход для владельцев контрольных и миноритарных пакетов акций приблизительно одинаков. Однако это может найти отражение в применении соответствующих премий или скидок.

- Примите во внимание ограничения, связанные с достоверностью и уместностью использования премий за контроль или миноритарных скидок. Осознайте также теоретические ограничения данных, на которых строятся эти поправки.

Уровень ликвидности

- Учтите, что пакеты, обладающие контрольным влиянием, как правило, обладают значительно большей ликвидностью, чем миноритарные пакеты, а скидки за недостаток ликвидности для контрольных пакетов обычно располагаются в диапазоне от 5 до 15%. Этот показатель часто отражает затраты времени и транзакционные издержки, необходимые покупателю, чтобы перепродать его контрольный пакет.
- Миноритарные пакеты в закрытых компаниях весьма неликвидны, и обычно подлежат применению скидки в размере как минимум 35–50%.
- Обратите внимание, что уровень контроля или ликвидности может находиться под влиянием многочисленных факторов, свойственных только рассматриваемой компании, и в зависимости от этих факторов могут изменяться размеры итоговых скидок или премий.

Прочие поправки к стоимости

- Учтите: не участвующие в основном бизнесе элементы стоимости, исключенные при расчете операционной стоимости компании, по всей вероятности, придется добавить к стоимости действующего бизнеса, чтобы рассчитать его полную стоимость.
- Стоимость внеоперационных (неработающих) активов зачастую не добавляется при расчете стоимости миноритарного пакета, не имеющего полномочий на ликвидацию этих активов. Напротив, присутствие существенных ликвидных внеоперационных активов может повышать ликвидность и безопасность неконтрольного пакета. Когда наблюдается подобная ситуация, ставка дисконтирования должна отражать эту финансовую характеристику.

ОБЗОР РЫНОЧНОГО ПОДХОДА

Хотя рыночный подход используется в оценках М&А менее широко, чем доходный подход, определяемые с его помощью значения стоимости также требуют внимательной проверки. Поскольку рыночный подход определяет стоимость прежде всего на основе применения мультипликаторов к отдельным показателям результатов деятельности и финансового состояния компании, эти две переменные — показатель деятельности и мультипликатор — требуют тщательного исследования при оценке адекватности результатов, полученных по этому методу.

При рассмотрении достоверности и обоснованности рыночного подхода и мультипликаторов, выбранных для компании-цели, обращайтесь внимание на следующее:

- Рассмотрите, насколько близки изучаемой компании публичные компании-аналоги с точки зрения следующих факторов:
 - размер;
 - продукты или услуги и их ширина;
 - рынки и клиенты;
 - конкуренция;
 - качество менеджмента;
 - финансовые результаты;
 - финансовый рычаг и ликвидность;
 - доступ к капиталу;
 - концентрация клиентов;
 - зависимость от продавцов или поставщиков;
 - возможности НИОКР;
 - качество и мощности оборудования;
 - достоверность финансовой информации и данных внутреннего контроля.
- Обратите внимание, совместимы ли коэффициенты для компаний-аналогов в текущем году с долгосрочными тенденциями развития, а также не кажется ли рынок «перегретым» или «охлажденным» по состоянию на дату оценки.
- Рассмотрите, сходны ли ожидаемые обстоятельства в будущем с регрессивными и какова вероятность, что любые возможные различия адекватно отражены в коэффициентах компаний-аналогов за текущий период.

- Рассмотрите, как выглядит целевая компания в сравнении с компаниями-аналогами с точки зрения главных характеристик результатов деятельности, в том числе:
 - рост;
 - доходность;
 - эффективность использования активов;
 - финансовый рычаг и покрытие;
 - ликвидность.
- Рассмотрите диапазон, среднеарифметические и медианные значения коэффициентов компаний-аналогов, какие из компаний-аналогов наиболее и наименее сходны с компанией-целью, а также сильнее или же слабее компания-цель по сравнению со всеми аналогами и почему.

ОБЗОР ПОДХОДА ПО АКТИВАМ

Поскольку подход по активам не отражает должным образом доходность бизнеса, он часто оказывается неуместным при оценке рентабельных компаний. Этот метод используется чаще всего при оценке капиталоемких компаний или предприятий, работающих недостаточно эффективно и не генерирующих адекватной отдачи на задействованный капитал.

При оценке результатов подхода по активам обращайтесь внимание на следующее:

- Рассмотрите, какой вид стоимости использован — для действующего бизнеса или при ликвидации. При ликвидации предполагается, что компания прекратит свою деятельность, а это в принципе делает применение доходного и рыночного подхода неуместным.
- Определите, обладает ли оцениваемая доля собственности полномочиями для принятия решения о продаже активов. Поскольку миноритарные пакеты обычно не имеют этой возможности, подход по активам редко оказывается уместным для оценки миноритарного пакета действующей компании.
- Обратите внимание, не определяется ли стоимость компании главным образом правом собственности на ее активы, а не результатами ее деятельности. Это положение может говорить в пользу подхода по активам.
- Рассмотрите качество и надежность оценок активов или других средств, с помощью которых была определена чистая стоимость активов. Хотя подход по активам может быть правильным выбором, его надежность зависит от точности оценки активов.

**На что нужно в первую очередь обратить внимание
в случае расхождения значений стоимости, полученных
с помощью доходного и рыночного подходов**

Рыночный подход в принципе должен показывать стоимость, которая подтверждает результаты, полученные при использовании доходного подхода. Когда они расходятся, обратите внимание на следующее:

- При оценке контрольного пакета, что является наиболее распространенным для целей слияний и поглощений, проверьте, отражают ли результаты в каждом из методов степень контроля пакета. Не используются ли в подходах существенно различающиеся измерения дохода для контрольного уровня? Если один из подходов рассчитывает стоимость, основанную на миноритарном уровне дохода, и применяет премию за контроль, а другой отражает контроль через использование дохода контролирующей доли, какие различия или искажения вызывает использование различных техник?
- В то время как доходный подход обычно опирается на прогноз, рыночный подход, как правило, рассчитывает стоимость через мультипликатор ретроспективных доходов. Если исторические и прогнозные доходы сильно различаются, определите, почему возникает это различие и какой из подходов наиболее достоверно отражает потенциал компании по состоянию на дату оценки. Соответственно, подход, основывающийся на неадекватном показателе прибыли, может потребовать дальнейшего корректирования.
- Рыночный подход чаще всего использует мультипликатор результатов деятельности за один период, таких, как прибыль на акцию. Поскольку этот мультипликатор взаимосвязан со ставкой капитализации, которая применяется к прибыли отдельного периода, преобразуйте его значение в ставку капитализации и прибавьте ожидаемый долгосрочный темп роста, чтобы рассчитать подразумеваемую ставку дисконтирования. Соотнесите эту ставку с той, которая использовалась в доходном подходе, после учета различий в используемой прибыли (например, доход в сравнении с денежным потоком, прибыль до налогообложения против прибыли после налогообложения и т.д.). Если возникают расхождения, подумайте о внесении поправок в те коэффициенты или ставки, которые кажутся наименее обоснованными или опираются на менее надежные данные.
- Метод сделок M&A в зависимости от характера сделки обычно дает инвестиционную стоимость для контрольного пакета. Рассматривая результаты, сначала обратите внимание, отражает ли стратегическая

сделка (сделки) соответствующую действительности точку зрения рынка относительно рассматриваемой компании. Кроме того, сравните ее с инвестиционной стоимостью контрольного пакета, вычисленной через доходный подход, чтобы увидеть, какой расчет обеспечивает наибольшую степень уверенности и почему их результаты отличаются.

- Когда используется метод публичной компании-аналога, обращайте внимание на диапазон, а также среднеарифметические и медианные значения коэффициентов аналогов. Еще раз при учете различий в используемом потоке прибыли вычислите ожидаемую ставку капитализации и ставку дисконтирования, произведенную выбранными мультипликаторами. Затем рассмотрите корректность этих ставок, сравнивая их со ставками дисконтирования и долгосрочными темпами роста, используемыми в доходном подходе. Это сравнение должно отобразить заложенный в значениях рыночных мультипликаторов краткосрочный темп роста.
- Обратите внимание на выбранные для компании-цели мультипликаторы и соответствующие ставки дисконтирования и темпов роста как эквивалент данных мультипликаторов. Оцените корректность этих ставок в свете вывода, сделанного с помощью доходного подхода. Когда возникает несовместимость, может потребоваться переоценка мультипликаторов, выбранных для целевой компании.

-
- Обратите внимание, не учтены ли какие-либо из активов целевой компании на ее балансе по низкой налоговой ставке, что потенциально может заставить покупателя уплатить налоги на прирост капитала при последующей продаже.

СОГЛАСОВАНИЕ СТОИМОСТИ И ИТОГОВОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

После того как были полностью пересмотрены результаты каждой процедуры, следует определить заключительную оценку стоимости. Когда используется более чем один подход, можно усреднить результаты, но этого не рекомендуется делать. Расчет простого среднего подразумевает, что для выполнения задания каждый метод был одинаково хорош или каждый из них произвел одинаково надежный результат. Хотя это и возможно, но более вероятно, что одна из процедур более достоверно отражает и измеряет существующие ключевые факторы риска и стоимости, а также приводит к в большей степени обоснованной оценке стоимости. Если это оказывается верным, методы могут быть взвешены, что можно

осуществить математически или субъективно. Форма согласования, показанная в примере 13-2, дает удобный способ представления результатов для рассмотрения и изучения. В конечном счете, выбор математических или субъективных поправок, величина корректировок и окончательное мнение о стоимости представляют собой профессиональное суждение. Будь это не так, можно было бы использовать компьютерные программы, и оценка компаний стала бы значительно более простым делом. Однако процесс оценки слишком сложен, чтобы свести его к какой-то формуле или программе.

Пример 13-2 иллюстрирует процесс согласования в ситуации, где первоначальные значения стоимости были определены методами дисконтирования, публичной компании-аналога и сделок M&A. При повторном рассмотрении каждого из методов с целью выведения окончательного мнения относительно справедливой рыночной стоимости оценщик пришел к выводу, что метод дисконтирования произвел стоимость, которой можно доверять с высокой степенью надежности. Предсказанная прибыль представляется достижимой, так как прогноз основан на историческом опыте компании, анализе конкурентных преимуществ, слабых сторон и состояния отрасли. Чистый денежный поток на инвестированный капитал, скорректированный с целью отражения контрольного уровня стоимости через нивелирование превышающей среднерыночный уровень компенсации, выплачиваемой собственникам компании, смог достоверно отразить доходность компании. Норма доходности была рассчитана с использованием вызывающей доверие методологии и достоверно отразила главные факторы риска и стоимости компании.

Метод публичной компании-аналога использовал доход владельцев миноритарных пакетов без учета чрезмерной компенсации с применением премии за контроль в 30%, чтобы перейти от миноритарного к контрольному уровню справедливой рыночной стоимости. Оценщик имел достаточную степень уверенности в том, что компании-аналоги достоверно отражали рыночные цены, на основе которых можно было определить соответствующий мультипликатор для целевой компании. Из-за отсутствия уверенности в премии за контроль в 30% в итоговом расчете стоимости результатам этого метода был присвоен вес только в 20%. (Если выплачивается компенсация выше среднерыночной, обычно она снова прибавляется к доходу, чтобы получить прибыль контрольного уровня. Затем из нее, пользуясь методом публичной компании-аналога, можно непосредственно рассчитать стоимость на уровне контрольного пакета. Тем самым можно избежать необходимости применения и обоснования премии за контроль.)

Метод сделок на рынке M&A рассмотрел несколько стратегических сделок, которые, по заключению оценщика, представляли инвестиционную стоимость для конкретного покупателя. Тем не менее эти сделки давали указание на то, сколько хорошо осведомленные покупатели в данной отрасли были готовы платить за контрольный пакет в стратегических сделках, — поэтому они были признаны, но получили очень небольшой удельный вес.

ЧЕСТНО ОЦЕНИВАЙТЕ ВОЗМОЖНОСТИ ОЦЕНКИ

В этой главе было представлено обобщение факторов риска и стоимости и итоговое согласование методологий и расчетов, необходимое для получения обоснованного суждения о стоимости. При рассмотрении этих вопросов и расчетов оценщикам самое время бросить холодный жесткий взгляд на свои знания и навыки проведения оценки для конкретного случая потенциальной продажи или поглощения. Оценка должна в обычном порядке анализировать многие моменты, рассмотренные в этой главе. Обобщенные здесь проблемы должны быть понятны, и оценщики не должны сомневаться в примененной теории оценки и расчетах.

Если где-то в знаниях или опыте есть пробелы, честно подумайте о последствиях недостатка профессионализма в этой сфере. Слияния и поглощения компаний обычно вовлекают большие суммы денег и долгосрочных обязательств. Если оценщики не в ладах с теорией и техническими приемами оценки бизнеса, обобщенными в настоящей главе, по всей вероятности, им следует обратиться за помощью к более профессионально подготовленным экспертам, прежде чем принимать важные решения, влекущие за собой столь значительные последствия. Стоимость профессиональных консультаций, в общем-то, невелика по сравнению с потенциальными преимуществами — достоверной оценкой, за которой следует завершение успешной сделки либо (что может оказаться более важным) отклонение той, которую следует избегать.

		Значение для метода		Поправки на различия в стоимости		После внесенной поправки			
Метод оценки	Размер оцениваемой доли собственности	Стоимость	Базис	Контроль	Ликвидность	Стоимость	Базис	Всг	Властный вклад в стоимость
Метод дисконтирования	100%	\$36 000 000	Контрольный, условно свободно торгуемый	Нет	Скидка 10%	\$32 400 000	Контрольный, рыночный	70%	\$22 680 000
Метод публичной компании-аналога	100%	\$35 000 000	Миноритарный, условно свободно торгуемый	Премия 30%	Скидка 10%	\$40 950 000	Контрольный, рыночный	20%	\$8 190 000
Метод сделок на рынке M&A	100%	\$44 000 000	Контрольный, условно свободно торгуемый	Нет	Скидка 10%	\$39 600 000	Контрольный, рыночный	10%	\$3 960 000
Справедливая рыночная стоимость 100% доли собственности в закрытой компании на операционном контрольном уровне стоимости									\$34 830 000
Плюс: внеоперационные активы									\$1 500 000
Справедливая рыночная стоимость 100%-ной доли собственности в закрытой компании на контрольном уровне стоимости									\$36 330 000
Деление на 2 млн. выпущенных и находящихся в обращении акций									+ 2 000 000
Справедливая рыночная стоимость одной акции закрытой компании на контрольном уровне стоимости									\$18,17

Искусство сделки

В предыдущих главах подчеркивалась насущная необходимость для менеджеров и акционеров понимать стоимость, чтобы успешно управлять компанией и производить обоснованные ее оценки. Однако в мире слияний и поглощений (M&A) значительная часть реальной активности происходит *после того*, как определены справедливая рыночная и инвестиционная стоимости. Определение структуры сделки и ведение переговоров, определяющих стадию «совершение сделки», — это следующие этапы в процессе M&A. В данной главе описывается процесс ведения переговоров о сделке с позиций покупателя и продавца. Хотя каждая сделка уникальна и способна представлять специфические требования, нужды или обстоятельства, изложенные здесь концепции и принципы дают превосходные ориентиры для оказания помощи покупателям и продавцам в достижении их окончательной цели — успешно провести переговоры и закрыть сделку.

ОСОБЕННОСТИ ПРОЦЕССА ПЕРЕГОВОРОВ

Чтобы решить поставленные задачи, необходимо обладать широким спектром знаний и навыков. Посредники в сфере M&A должны обладать хо-

рохими коммуникационными навыками, они обязаны уметь слушать, говорить и записывать, разбираться в стоимости и обладать достаточным знанием налогового кодекса и принципов бухгалтерского учета. Как рассказывалось в главе 4, команда M&A должна включать специалистов в области юриспруденции, налогообложения и оценки, один из которых также может исполнять роль ведущего переговоров. Покупатели и продавцы, не признающие необходимость широкого диапазона знаний, нередко получают в результате переговоров невыгодные цены или условия продажи.

При рассмотрении вопросов, связанных со сделками M&A, может оказаться полезным вернуться к разделам главы 4 «Стратегия и процесс продаж» и «Стратегия и процесс поглощения».

Продавцы иногда считают, что как владельцы или исполнительные директора (chief executive officer, CEO) своих компаний они понимают свой бизнес лучше, чем кто-либо другой, и, как следствие, лучше всего подходят для ведения переговоров о продаже. Точно так же топ-менеджмент или владельцы контрольных пакетов компании-покупателя могут сделать вывод, что их статус лучше всего подходит для того, чтобы прийти к идеальной цене и условиям продажи. Хотя продавцы и покупатели могут обладать обширными знаниями и полномочиями для одобрения или отклонения сделки, им следует понимать: переговоры представляют собой процесс, в котором они играют определенную роль. Ключ к решению проблемы — это понимание той роли, которую должен играть каждый член переговорной команды, а также обеспечение процесса переговоров, где каждый обязан придерживаться своих полномочий.

Межличностные и коммуникационные навыки очень важны, поскольку процесс заключения сделки нередко ввергает покупателей и продавцов в интенсивные переговоры, которые на длительное время в будущем определяют курс компании. Переговоры могут затрагивать карьеру многих людей: где они будут работать и чем будут заниматься. Кроме того, зачастую на чаше весов оказываются личные состояния людей. И при том, когда столь многое поставлено на карту, ключевые участники переговоров обычно не знакомы друг с другом и часто полагаются на членов команды M&A, которых они едва знают.

Учитывая эти моменты, избегайте стремления торопиться с обсуждением цены. *Цена не является стоимостью.* На цену могут серьезно воздействовать условия сделки, в том числе:

- сумма денежных средств, переходящих из рук в руки при закрытии сделки;

- структура сделки — продажа/покупка акций или продажа/покупка активов;
- условия сделки — денежные средства, пакет акций или комбинация данных инструментов;
- наличие соглашения об отказе от конкуренции;
- контракт о найме в штат или в качестве консультанта для продавца;
- финансирование со стороны продавца и/или наличие соглашений о залоге и гарантиях.

На ранних стадиях переговоров стремитесь к достижению договоренности по другим важным, но менее конфронтационным вопросам. Например: планы, затрагивающие будущее компании, и роль продавца или других ключевых людей после продажи. На этой предварительной стадии переговоров также могут быть идентифицированы и оценены обеими сторонами нефинансовые или личные проблемы продавца. Параллельно можно оценить операционные возможности нового предприятия. Решая эти первоначальные вопросы, покупатели и продавцы одновременно вырабатывают определенное взаимное доверие и переговорные процедуры, что поможет обеим сторонам справиться с более трудной проблемой — определением цены. На более поздней стадии различия в цене могут оказаться меньше, и обе стороны получают возможность наращивать темп, продвигаясь к урегулированию неизбежно существующих разногласий.

Когда придет время обсуждения цены, вспомните афоризм: «Цена — продавца, условия — покупателя». Поскольку существует множество методов структурирования сделки, покупатели нередко могут разработать предложение, которое и «соответствует бюджету покупателя», и вызывает у продавца желание продать. Как правило, если покупатель готов заплатить или приблизиться к цене продавца, продавец зачастую оказывается гибким в вопросах того, каким именно образом будет производиться оплата.

СТРУКТУРА СДЕЛКИ: АКЦИИ В СРАВНЕНИИ С АКТИВАМИ

Разумные продавцы понимают: когда опытные покупатели оценивают потенциальное поглощение, они тщательно взвешивают свой *риск*. Одна из первых и наиболее важных оценок риска — это рассмотрение следующего вопроса: покупать ли акции компании-цели у акционеров либо все или избранные активы у корпорации.

В то время как большинство хорошо освещаемых поглощений публичных компаний проходят как сделки с акциями, на среднем рынке распространены продажи и акций, и активов. Покупатели и продавцы должны знать о преимуществах, создаваемых каждой структурой. Слишком часто участники одной из сторон сделки настаивают только на единственно возможной структуре, не рассматривая творчески пути закрытия сделки с иной структурой. В принципе, преимущества, обеспечиваемые данной структурой одной стороне, создают соответствующие неудобства для другой стороны. Поэтому для обеих сторон, когда они формируют стратегию ведения переговоров, разумно понимать последствия, создаваемые структурой сделки. Как правило, продавцы предпочитают продажу акций, видя их преимущество в одноуровневом налогообложении результатов. Напротив, покупатели обычно предпочитают приобретение активов, где они получают усиленную налоговую базу в виде приобретенных активов и уменьшают свой риск, покупая только определенные активы и пассивы. Поскольку обстоятельства отдельных сделок различны, каждая сторона должна серьезно оценить обе транзакционные структуры, чтобы идентифицировать и взвесить все «за» и «против». В особенности это касается оценки последствий в ракурсе риска и чистого денежного потока после налогообложения, чтобы в результате добиться наилучшей сделки из общего списка возможных вариантов. Ниже следует краткий обзор преимуществ и недостатков в ситуациях, когда сделка структурируется как продажа акций и как продажа активов.

Сделка с акциями

Вообще говоря, в сделке с акциями покупателем приобретаются все материальные и нематериальные активы и все пассивы, включая неизвестные и условные обязательства, которые возникли в результате текущих или предшествующих действий продавца и его агентов. В этом случае возникают неизвестные обстоятельства, называемые «скелетами в шкафу», которых так сильно опасаются покупатели.

Точка зрения продавца

Продавцы, как правило, решительно предпочитают продажу акций, так как если акции находятся во владении в течение более одного года, то акционеры платят налог только *один раз*, на уровне обложения личных доходов, с разницы между ценой продажи и первоначальными затрата-

ми на приобретение акций. Этот налог рассчитывается по ставкам налогообложения долгосрочного прироста капитала, являющимся в основном более благоприятными, чем обычные ставки налога на доходы. В процессе переговоров продавцы могут пытаться перекладывать как можно большую часть выручки на продажу акций и как можно меньшую сумму на консультационные контракты или соглашения об отказе от конкуренции, поскольку они облагаются как обычный доход, в отличие от более низкой ставки налога на прирост капитала от продажи акций.

Так как продавец получает указанные налоговые преимущества и в то же время подобная структура сделки создает налоговые и прочие неудобства для покупателя, продавец в сделке с акциями обычно должен соглашаться на более низкую цену продажи. Кроме того, сделка с акциями заставляет покупателей принимать все известные, неизвестные и условные обязательства компании, способные существенно увеличивать их риск. В результате покупатели часто требуют, чтобы частью соглашения о продаже было развернутое описание всех обстоятельств, а также наличие гарантий, предназначенных защитить их от неизвестных потенциальных обязательств, которые могут сопровождать любое приобретение акций.

Таким образом, продавцам следует идентифицировать и по возможности везде вносить любые необходимые изменения, направленные на минимизацию рисков, которым подвержен покупатель в результате приобретения бизнеса продавца. Предприняв эти шаги, продавец может обусловить сделку с акциями как приемлемо менее опасную для потенциального покупателя, а сделку можно структурировать как покупку акций.

Поскольку сделки с акциями в некоторой степени непривлекательны для покупателей, продавцы зачастую находят совсем немного желающих приобрести акции. В случае существования миноритарных акционеров продавцы обычно должны получить их одобрение, что требует проведения с ними отдельных переговоров.

Управление риском через страхование

Страхование нередко оказывается практичным инструментом, помогающим в снижении риска. Страхование обязательств (liability insurance), известное как «прикрытие тыла», обычно можно приобрести по разумной для покупателя добавочной стоимости, структурируя его как дополнительную статью в текущем страховом полисе покупателя. Если покупатель требует, чтобы страховка была приобретена продавцом, по всей вероятности, премия окажется намного выше, поскольку это приведет к

получению нового отдельного полиса. Это хороший пример того, какие элементы покупатель может внести в сделку по более низкой стоимости, чем продавец, создавая одинаковую для обоих выгоду. Цена сделки может быть изменена, и при этом выгода будет получена и покупателем, и продавцом.

Точка зрения покупателя

Главный минус для покупателя в приобретении акций — это принятие основных средств целевой компании по их существующей налогооблагаемой базе, нередко показывающей стоимость после вычета значительных сумм на износ. Таким образом, покупатель может списать гораздо меньшую долю стоимости приобретения, хотя могут найтись некоторые специальные приемы налогообложения, позволяющие избежать указанных последствий.

Чтобы уменьшить налогообложение прибыли, некоторые публичные компании-покупатели могут предпочесть, чтобы большая часть стоимости классифицировалась как общая нематериальная стоимость, подлежащая амортизации, а не краткосрочному списанию. Это отражает тот факт, что публичные компании часто больше сосредоточены на прибыли, в то время как покупатели частных компаний обычно стремятся к минимизации налогов.

В дополнение к неблагоприятным для покупателя налоговым последствиям при покупке акций данная структура сделки также создает для него дополнительные потенциальные риски. При покупке акций покупатель приобретает все обязательства целевой компании. Более всего покупателя беспокоят условные обязательства, недостаточно профинансированные пенсионные планы и потенциальные претензии к качеству продукции в результате текущих или предшествующих действий продавца или его агентов. Потенциал убытка, порожденного этими обязательствами, зачастую создает для покупателя необходимость более глубокой проверки благонадежности, поскольку ему приходится выявлять эти обязательства с гораздо большей тщательностью. Покупателя также может сдерживать нежелание или неспособность продавца дать гарантии и разъяснения, которые желает получить покупатель.

В сделке с акциями, где приобретается менее 100% акций, покупатели вынуждены соперничать с владельцами миноритарных пакетов, позволяющих оспаривать действия других акционеров. Из-за всех этих отрицательных для покупателей последствий обычно в сделке с акциями они могут выторговывать намного лучшую цену и условия продажи.

Несмотря на существенные недостатки, сделки с акциями обеспечивают покупателю определенные выгоды. Поскольку корпоративная структура не изменяется, то контракты корпорации, кредитные и трудовые соглашения, как правило, остаются в силе, если они не аннулируются специальными оговорками или не подлежат одобрению со стороны акционеров, когда их состав претерпевает существенные изменения. Наличие этих действующих соглашений может облегчать покупателю процесс приобретения и интеграции. Кроме того, покупатель покупает все благоприятные налоговые атрибуты продавца, например перенос обычных или капитальных убытков на будущие периоды. Покупатели могут иметь право выбрать положения параграфа 338 IRS, позволяющие использовать повышенный базис для акций, который им позволяет компенсировать с помощью приобретенных налоговых атрибутов или через уплату налога. В ходе переговоров покупатели могут пытаться переложить как можно большую часть продажной цены на консультативные контракты или соглашения об отказе от конкуренции, поскольку эти затраты обычно вычитаются из налогооблагаемой базы покупателя.

Рамочные и пакетные поправки

Когда покупатель заключает сделку с акциями, он приобретает компанию «в текущем состоянии». Это означает: оборотный капитал продавца, определенный как текущие активы за вычетом текущих обязательств, есть часть стоимости компании. Когда достигается соглашение о цене, которая будет применена в момент закрытия сделки в будущем, продавец часто «гарантирует», что текущее состояние сохранится на дату закрытия в рамках диапазона, скажем, в 10% от согласованной стоимости.

Например, в течение последних двух лет Sellco имела средний баланс оборотного капитала в 10 млн. долл. Эта нормализованная сумма оборотного капитала есть согласованная часть стоимости, переходящей из рук в руки при покупке всех акций Sellco, находящихся в обращении. Частью окончательного соглашения являются 10%-ные «рамки», обуславливающие, что, если оборотный капитал опустится ниже 9 млн. долл., последует сокращение цены покупки как «доллар за доллар». Точно так же: если оборотный капитал увеличится свыше 11 млн. долл., то будет выплачена дополнительная компенсация «доллар за доллар».

Сделка с активами

В сделке, структурируемой как продажа и покупка активов, передаются только те материальные и нематериальные активы и пассивы, которые конкретно перечислены в соглашении о покупке. В то время как покупатели стремятся предпочесть эту структуру, поскольку они могут конкретно исключить принятие всех или избранных обязательств, она обычно работает не в пользу продавца.

Как правило, в сделках с активами продавцы сохраняют денежные средства, дебиторскую и кредиторскую задолженность. Любые обязательства должников продавца, принятые покупателем, означают увеличение цены приобретения для покупателя и представляют дополнительную компенсацию, выплаченную продавцу. В начале переговорного процесса обе стороны должны идентифицировать все активы, непредназначенные быть частью сделки, таким образом, чтобы их можно было исключить из активов, перечисленных в окончательном соглашении. Когда из сделки исключаются элементы оборотного капитала, покупатели должны рассмотреть краткосрочный и среднесрочный денежные потоки, а также финансовые потребности нового производства, начинающего работать без денежных средств, дебиторской и кредиторской задолженности продавца.

Точка зрения продавца

Главным недостатком продажи активов для продавца является *двойное налогообложение доходов* — сначала на корпоративном уровне при продаже активов и впоследствии на личном уровне акционеров, когда корпорация ликвидирована и вырученные средства распределяются среди владельцев акций.

Продавец может столкнуться с дополнительно обременяющими налоговыми последствиями в виде возврата амортизационных отчислений, которые во время продажи классифицируются как обычный доход корпорации. Кроме того, корпорация должна немедленно признать всю сумму, уплаченную за репутацию фирмы, как прирост капитала. Это двойное налогообложение доходов от продажи активов способно серьезно уменьшать то, что продавец фактически получает после уплаты всех налогов в сделке с активами. С другой стороны, по причине предпочтительности для покупателей покупки активов в сделке такого типа они обычно охотнее платят более высокую цену.

Поскольку продажа активов охватывает только передачу определенных активов и связанных с ними обязательств, эта форма сделки оставляет продавца ответственным за все остающиеся обязательства, которые не были частью продажи. Данные обязательства обычно включают: условные обязательства, накопленные вклады пенсионных фондов, накопленные льготы служащих, арендные обязательства и затраты по продолжающимся судебным разбирательствам. Продавец может также столкнуться с разовыми платежами и налогами, связанными с передачей активов, например налогами на передачу недвижимого имущества. Когда при продаже активов продавцы имеют намерение продолжить использование остающейся части бизнеса, продажа активов может временно прервать операции на период, пока перемещаются активы и предприятие приспособляется к их отсутствию.

При продаже активов продавцы обычно имеют дело с меньшим количеством разъяснений и гарантий, так как покупатели способны более достоверно идентифицировать, что именно включено в сделку. Когда покупаются все или только определенные активы, покупателю нет никакой необходимости копаться в делах продавца, изучая корпоративный устав, протоколы, финансовые отчеты, кредитные соглашения и т.д. Продавцы должны сопротивляться таким попыткам, поскольку они уместны только при продаже акций. В тех случаях когда существуют миноритарные владельцы, сделки с активами, помимо всего прочего, принципиально уменьшают число судебных исков со стороны несогласных акционеров, которые могут возникнуть при продаже акций.

Точка зрения покупателя

Приобретая активы, покупатель достигает большой налоговой выгоды, так как получает возможность приходить купленные активы по их текущей справедливой рыночной стоимости. Эта повышенная учетная стоимость позволяет покупателю амортизировать значительную часть стоимости приобретения. Кроме того, любая часть цены покупки свыше справедливой рыночной стоимости материальных активов, уплаченная за конкретные нематериальные активы — патенты или авторские права — и общую репутацию фирмы, обычно может быть вычтена из подоходного налога.

Покупатели также выигрывают в случае приобретения активов, если принимают только те обязательства, которые конкретно идентифицированы как часть продажи. Таким образом, они избегают условных и неизвестных обязательств.

При продаже активов у покупателей также возникает возможность избежать приобретения высокорисковых активов. Чаще всего это относится к недвижимому имуществу, которое может представлять опасность для окружающей среды, а также к безнадежным долгам или нереализуемым товарно-материальным запасам. Кроме того, покупатели могут определять юридическое лицо, которое приобретет и будет владеть активами, получая возможность налогового планирования и управления риском.

Взамен этих выгод покупатели обычно должны уплачивать при покупке активов значительно более высокую цену, чем когда речь идет о покупке акций. Более высокая цена — это признание как выгод, предоставляемых покупателю, так и существенных налоговых неудобств, создаваемых для продавца. Приобретение активов нередко создает проблемы для покупателей, хотя обычно они компенсируются описанными выше выгодами. Приобретая активы вместо акций, покупатель не получает работников, клиентов или контракты компании-цели. В то время как покупатель, скорее всего, предпочел бы избежать некоторых конкретных работников или контрактов, он может столкнуться с трудностями при ведении переговоров с другими служащими, профсоюзами и клиентами. Отношения компании с поставщиками, в том числе кредитные соглашения, а также отношения с банками и арендодателями придется устанавливать заново. Кроме того, покупатели могут оказаться неспособными использовать некоторые лицензии или разрешения компании-цели, обеспечивавшие для нее определенные преимущества. Тем не менее в сделке с активами покупатель может повторно нанять желательных работников, а также получить возможность выборочно продолжить работу с наиболее выгодными контрактами.

Покупая активы, покупатель, к сожалению, не может перенести какие-либо благоприятные налоговые атрибуты, принадлежащие продавцу, обычно теряя ставки страхования пособий по безработице и заработной платы компании-цели.

Распределение цены покупки

Если сделка структурирована как купля-продажа активов, один из самых первых шагов, который должны сделать и покупатель, и продавец, — подготовка предварительного распределения цены покупки (Preliminary Purchase Price Allocation). Причем даже если цена покупки еще не полностью выработана или определена. Цель предварительного распределения состоит в том, чтобы побудить обе стороны детальной рассмотреть концессию и налогообложение запланированной сделки. Форма 8594.

которая требуется для Главного налогового управления США, — превосходный инструмент, чтобы приступить к обсуждению данного вопроса. Слишком часто стороны достигают соглашения по цене, условиям, финансированию и даже обсуждают концепцию распределения цены покупки, не задумываясь над связанными с этим налоговыми последствиями. Разное понимание распределения цены покупки часто становится источником провала сделки и неприятных ощущений по завершении переговоров по сделке. Следовательно, форма 8594 должна быть оформлена как подготовительный и предварительный документ к моменту принятия письма о намерениях. Это поможет обеспечить должную оценку обеими сторонами налоговых последствий различных решений по распределению активов и того, как каждое из них в конечном счете повлияет на чистые затраты покупателя на сделку и чистые доходы продавца от продажи после налогообложения.

Структура сделки — вещь сложная. Условия, выгодные одной стороне, имеют свойство работать против интересов другой стороны. Поэтому обе стороны постоянно должны сосредотачиваться на рисках, приносимых и избегаемых в определенной структуре сделки. Не менее важно, чтобы каждая сторона постоянно думала и о чистых денежных затратах покупателя, и о чистых доходах продавца от сделки после налогообложения. Окончательные условия сделки с акциями могут включать значительно более низкую цену, одновременно выражаясь в возросшей прибыли продавца и/или уменьшенном риске покупателя. Творчество в структурировании сделки необходимо, чтобы выработать наиболее взаимовыгодную сделку. Когда обе стороны знают о взаимных налоговых последствиях условий продажи, они получают возможность заключить сделку, которая в максимальной степени снижает общие налоговые издержки и служит их взаимной выгоде.

УСЛОВИЯ ПРОДАЖИ:

ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА В СРАВНЕНИИ С АКЦИЯМИ

При крупном приобретении, совершаемом публичными компаниями, покупатель часто платит за компанию-цель акциями, а не деньгами. Эти условия продажи способны значительно повлиять и на риск, и на прибыль участников сделки. В то время как продажи за денежные средства имеют тенденцию оказываться довольно простыми и прямыми, сделки с оплатой акциями покупателя, будь то публичная или частная компания, могут быть более сложными и требовать тщательной экспертизы.

Когда оплата производится деньгами, весь риск по сделке несут акционеры покупателя. Риск продавцов в сделке с денежными средствами прямой: все, что они должны определить, — получают ли они самую высокую возможную цену и способны ли они получить более высокую прибыль, продолжая владеть акциями.

Когда продавец получает оплату в форме акций, он должен понимать, что это средство платежа несет гораздо больше риска и волатильности, чем деньги. Кроме того, при продаже за акции продавец разделяет риск покупателя в успехе сделки. Когда покупатель — публичная компания, этот риск начинается с немедленной угрозы, что рынок отрицательно отреагирует на сообщение о сделке, заставив котировки акций, т.е. выручку продавца, уменьшиться в стоимости. Более того, акции публичной компании, полученные в качестве возмещения, скорее всего, будут иметь ограничения на последующую продажу в течение периода, установленного в соответствии с правилом 144 Комиссии по ценным бумагам и биржам США.

Поэтому, когда предлагается оплата акциями, продавцы должны тщательно оценить качество и ликвидность получаемой ими валюты, чтобы определить привлекательность предложения. Иными словами, продавцы должны самым тщательным образом провести проверку надежности акций покупателя. Как минимум продавцам следует получить ответы на следующие вопросы об акциях покупателя:

- Каковы состояние и потенциал роста отрасли покупателя?
- Каковы исторические результаты работы и перспективы покупателя?
- Какова цена акций покупателя относительно этих перспектив и каким ожидается ее изменение в следующем году?
- Не существует ли каких-либо ограничений или отсрочек на продажу любых акций из получаемого пакета?
- Какова традиционно наблюдаемая торговая активность на рынке акций покупателя и обеспечат ли они адекватный рынок для новых акционеров, если те пожелают продать свои акции?

Поскольку продавцы не получают контролирующего участия в капитале покупателя, максимум влияния, которое после приобретения они обычно могут оказать на политику и деятельность поглотившей их компании, выражается через их голоса, если они получат миноритарное присутствие в совете директоров покупателя.

Покупатели иногда могут пойти на такое условие, но продавцы должны понимать, что полезность миноритарного присутствия в совете ди-

ректоров немногим выше возможности выражать иную точку зрения по вопросам, одобряемым большинством совета директоров покупателя.

Поскольку продавец много знает о компании, которую желает приобрести покупатель, он должен использовать эти знания. Получая оплату акциями покупателя, продавец принимает тот же самый риск, связанный с успехом приобретения, что и покупатель. Таким образом, если продавец подозревает, что покупатель слишком оптимистичен в прогнозах доходов или синергетических эффектов в части расходов, или определении сроков их достижения, то продавец разделит с покупателем любую неудачу в создании этой стоимости.

Сделки, структурированные как продажа акций, нередко при определенных обстоятельствах извлекают выгоды от льготного налогообложения. Согласно американским налоговым законам, действующим на дату публикации этой книги, когда продавцы обменивают свои акции на акции покупателя и получают менее 20% выручки от продажи в денежных средствах, «обмениваемая» часть акций сразу налогом не облагается. Налогооблагаемая база продавца в существующих акциях переносится на обмененные акции, и отложенные налоговые обязательства не должны выплачиваться до тех пор, пока полученные в процессе обмена акции не будут в конечном счете проданы за деньги.

Продавец также должен обратить внимание на следующее: включает ли предложение *фиксированную цену акции* или *фиксированный коэффициент обмена акций*. При фиксированной цене акции продавец получает количество акций, исходя из рыночной стоимости акций покупателя по состоянию на определенную дату путем деления на эту фиксированную цену. Если используется фиксированный коэффициент обмена, продавец получит фиксированное число акций покупателя за каждую из акций продавца. При фиксированном коэффициенте обмена продавец теряет стоимость, если котировки акций покупателя снижаются, и выигрывает в случае увеличения курса акций продавца. Могут быть установлены нижние и верхние границы, чтобы ограничить убытки или выгоды сторон. Например, если на дату закрытия котировки акций оказываются «вне денег» (out of the money), т.е. ниже, чем предварительно согласованная цена, тогда покупатель или продавец (а вероятно, и оба) может отказаться от сделки. Ценовые границы курса акций ограничивают его перемещение в обе стороны (котировка ниже и выше согласованной), обеспечивая справедливость и для покупателя, и для продавца. В конечном счете, конъюнктурные изменения рыночной стоимости не должны оказывать значительного влияния на сделку.

Продавец также должен тщательно изучить права, которыми наделяются любые полученные акции. В дополнение к запретам на передачу и другим подобным ограничениям продавцам следует искать *попутные права* (*bring-along rights*), которые подобны *положениям об изменении контроля* (*change-in-control provisions*). Эти права обычно дают продавцам возможность использовать акции, которые они получают, «попутно» с акциями покупателя в последующей сделке, создающей дальнейшую прибыль от продажи акций покупателя. Эти условия дают возможность продавцам получить прибыль второй раз, если в последующей сделке приобретаются акции покупателя.

До настоящего времени мы исходили из того, что покупатель платит за приобретение публично торгуемыми акциями. Если инструментом платежа сделки являются акции частной компании, то риск продавца оказывается еще выше. Так как стоимость акций неизвестна и, по всей вероятности, очень изменчива и акции, скорее всего, менее ликвидны, особенно для миноритарного пакета, то стоимость предлагаемых акций должна быть значительно снижена по сравнению с их денежным эквивалентом. Продавцы могут пожелать обсудить дополнительные юридические условия, обеспечивающие рынок для их акций. Они могут включить *опцион пут*, позволяющий им предложить свои акции или по установленной цене, или по цене, определенной через процедуру оценки, а корпорация, в соответствии с условиями соглашения, должна приобрести данные акции. Соглашения о купле/продаже и формальные стратегии выхода также являются вариантами, поскольку без взаимно согласованного контрактного периода времени, в течение которого можно продать объединенную компанию, продавцы рискуют никогда не выручить ликвидный (или расходуемый) денежный эквивалент от продажи полученных акций. Продажа или обмен акций одной частной компании на акции другой частной компании не относятся к распространенной практике, и перед принятием таких условий необходим тщательный анализ. Премии за контроль, скидки за недостаток контроля и недостаток ликвидности, которые относятся к этой теме, были описаны в главе 12.

Продавцы, которым в обмен на их акции предлагают акции компании покупателя, должны понимать, что они принимают существенный риск по сравнению с альтернативой получения эквивалентной оплаты в денежных средствах. Если покупатель — публичная компания, то продавец сталкивается с немедленным риском снижения курса акций, если рынок отрицательно отреагирует на приобретение. Кроме того, продавец принимает весь риск покупателя, связанный с возможностью дости-

жения синергетических эффектов от поглощения. Следовательно, продавцы, которым покупатель предлагает оплату акциями, должны тщательно взвесить, правильно ли оценены акции покупателя на дату приобретения, какова вероятность успеха поглощения и какова базовая ликвидность акций, получаемых в качестве оплаты. Если все эти проблемы не могут быть разрешены благоприятно, от продажи, оплачиваемой акциями покупателя, нужно отказаться или назначить значительно более высокую цену.

ПОИСК КОМПРОМИССА

Что можно предпринять, когда покупатель и продавец не достигают согласия относительно стоимости? Во-первых, каждой стороне следует пересмотреть все «за» и «против» совершения сделки, включая вероятное воздействие на стоимость для акционеров и конкурентоспособность бизнеса. Этот анализ поможет каждой стороне сосредоточиться на цене и ценовом диапазоне, в котором они могут заключить успешную сделку. Затем каждая из сторон должна рассмотреть структуру сделки, а также чистые денежные затраты покупателя и чистую прибыль продавца после налогообложения. Каждая сторона должна принять во внимание все возможные структуры сделки, способные создать наибольший налоговый эффект для обеих сторон с целью преодоления возможных разногласий. Например, рассмотрите различные варианты распределения стоимости, которые могут обеспечивать налогообложение прироста капитала вместо налога на доходы, или структуру, обеспечивающую продавцу единовременное налогообложение вместо двойного. Концентрируясь вместо фактической цены сделки на чистых денежных затратах покупателя и чистой прибыли продавца после налогообложения, обычно можно свести все разногласия к минимуму. Этот процесс также концентрирует обе стороны на их истинных чистых издержках и прибыли.

Когда структура сделки оказывается недостаточной для ее закрытия, следует рассмотреть возможность использования *надбавки (earnout)**. Обычно определяемая как процент от некоторого критерия эффективности, надбавка дает возможность продавцу создать большую стоимость, чем видит в текущей сделке покупатель, и распределить ее между сторо-

* Соглашение между покупателем и продавцом о выплате продавцу дополнительных средств по достижении определенных условий и результатов в процентах от количественной характеристики достигнутых показателей, что является способом дополнительной диверсификации риска со стороны покупателя и возможности более выгодной продажи со стороны продавца. — Прим. ред.

нами. Надбавки обычно одобряются покупателями, поскольку они не должны платить за выгоды, пока те не будут реализованы. Таким образом, надбавки требуют, чтобы продавцы разделяли транзакционный риск, не получая при этом вознаграждения, если не достигаются определенные цели. Расчет самой надбавки нередко оказывается труден, может по-разному интерпретироваться и приводить к спорам. Вот некоторые примеры условий надбавок:

- процент от выручки сверх базовой суммы;
- процент от прибыли до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации (EBITDA), когда наиболее важен валовой денежный поток;
- процент от чистого дохода покупателя и процент от чистого дохода продавца, когда стоит вопрос о конкуренции за будущий капитал и ресурсы.

Существует много всевозможных критериев измерения результатов деятельности, но самое важное для любого соглашения о надбавке — это определение терминов. Рассмотрим следующие проблемы определения, способные вызывать разногласия или путаницу в проблемах, связанных с надбавками:

- Что понимается под прибылью?
- Берется ли прибыль до или после учета налогов на доходы, годовых премий, корпоративных пожертвований и подобных отчислений?
- Берется ли прибыль после учета фактической заработной платы и других форм компенсации либо после учета согласованного или среднеотраслевого уровня компенсации?
- Должна ли быть установлена политика, ограничивающая размер накладных расходов центрального офиса или других корпоративных расходов, распределенных на данное бизнес-подразделение?
- Следует ли продолжать вести отдельный бухгалтерский учет для приобретенного бизнеса с целью сравнения и расчета надбавки или же надбавка должна основываться на некоторой комбинации объединенных бизнес-подразделений?
- Должно ли влиять на надбавку соглашение об отказе от конкуренции или размер амортизации деловой репутации фирмы, участвующей в цене поглощения?

Любой расчет надбавки должен сопровождаться детально документированными примерами, прилагаемыми к окончательному соглашению,

а также включать конкретные, поддающиеся проверке определения терминов.

Другой инструмент, используемый для сближения позиций или передачи стоимости от покупателей к продавцам, — это *договора личного найма*. Они обеспечивают механизм, с помощью которого покупатель может осуществлять вычитаемые из налоговой базы платежи, которые после получения продавцом облагаются налогом, как обычный доход. Хотя договоры личного найма должны отражать реальную рыночную стоимость предоставляемых услуг, они иногда являются «замаскированными» составляющими цены покупки, выплачиваемыми на льготном, в смысле налогообложения, основании. Обе стороны должны тщательно взвесить, каким должен быть уровень компенсации на основе рыночных цен, чтобы гарантировать, что эти выплаты не будут оспорены налоговыми органами.

Договора личного найма дают продавцам много выгод. Прежде всего, они позволяют продавцу «сидеть на зарплате», получая компенсацию, часто включающую выгодные льготы для работников, такие, как пользование автомобилями, членство в клубах, оплачиваемый отпуск и участие в пенсионных программах или получение опционов на акции. Кроме того, формальный договор личного найма обеспечивает продавцу своеобразную гарантию длительной занятости и степень «защиты» от нежелательного увольнения. Договоры личного найма такого типа обычно включают определенное число лет и определяют, что продавец не может быть уволен, кроме как по конкретно оговоренным причинам. Договор также часто включает положение о полной выплате предопределенной суммы, если обе стороны соглашаются прекратить действие договора.

Договора личного найма для продавца могут также включать *вечную оговорку*, предусматривающую бесконечное автоматическое возобновление договора, если покупатель не представляет продавцу специального уведомления. Другим возможным положением в договоре личного найма является *статья о досрочном расторжении контракта*, включающая в себя описание служебных обязанностей продавца в компании после приобретения, в том числе название должности и идентификация руководящего работника, которому подчиняется продавец. Если покупатель желает изменить эту субординацию, то фактически увольняет продавца, и все оговоренные выгоды для него немедленно реализуются и подлежат выплате. Цель этого положения состоит в том, чтобы дать продавцам более высокую степень определенности относительно их точных обязанностей в новой компании, а также гибкость, позволяющую уйти на благоприятных условиях в случае изменения обстоятельств. Эти условия зачастую важны

для предпринимателей или частных лиц, работавших на предприятии высшими руководителями и желающих избежать чрезмерно строгого надзора или излишне формализованной подотчетности.

События, следующие за планируемой сделкой

Столь же важным, как и концентрация на текущей сделке, является умение благоразумного продавца предусмотреть возможные последствия будущей продажи. Если покупатель испытывает последующее изменение в контроле, т.е. приобретается или сливается с большей компанией в течение некоторого периода, чаще всего устанавливаемого в пределах от 24 до 36 месяцев с момента поглощения, то могут быть активизированы дополнительные условия, выгодные продавцу. Наиболее распространенная ситуация для продавца, получающего отсроченные платежи, — это немедленная выплата при изменении в контроле всей цены покупки. Статья об изменении в контроле может также предусматривать для первоначального продавца участие в любой прибыли, получаемой покупателем в последующей сделке сверх выручки продавца, полученной в исходной сделке.

УМЕЙТЕ ВИДЕТЬ СДЕЛКУ С ДРУГОЙ СТОРОНЫ

Покупатель и продавец должны понимать: в сделке, где обе стороны представлены достаточно опытными консультантами, ни одна из них не должна получить возможность достижения значительного преимущества над другой стороной, если не существует неблагоприятных обстоятельств или чрезвычайно большого потенциала. Однако в сделках с малыми и средними компаниями многие участники или их консультанты не имеют адекватных знаний и опыта, позволяя воспользоваться этими обстоятельствами и покупателю, и продавцу. В результате есть множество примеров успешных сделок, заключенных в пользу той или иной стороны, хотя о большинстве из них особенно не распространяются.

Как правило, покупатели и продавцы должны признавать свою общую цель структурирования взаимовыгодной сделки. Когда стоимость достаточно хорошо понята и варианты, касающиеся структуры и условий сделки, тщательно изучены и проанализированы, заключаемое в конечном счете соглашение обычно является признающим взаимные нужды обеих сторон. Эти потребности учитывают необходимость для покупателя уплатить цену, позволяющую получить разумную прибыль на инвестированный капитал с учетом связанных с этим рисков, при фи-

нансировании приобретения доступными ресурсами. Они также признают стремление продавца передать собственность, достичь определенных личных целей, получить после налогообложения справедливую компенсацию за объект сделки, обладать ликвидностью и адекватной уверенностью в получении отсроченных платежей и получить надежную защиту, если частью сделки является будущая занятость. Покупатели и продавцы должны также понимать, что участие государственных органов в сделке в форме налоговых отчислений касается обеих сторон, и эти вопросы должны обсуждаться на условиях взаимной выгоды. Обе стороны должны также понимать, что участвующий бизнес, как правило, представляет собой сложные операции с присущей ему значительной неопределенностью, которая должна быть идентифицирована и в разумных пределах предусмотрена в соглашении купли/продажи.

С учетом этих факторов обеим сторонам настоятельно рекомендуется уделять внимание потребностям другой стороны. В то время как продавцы хотят, чтобы были поняты их отдельные соображения нефинансового характера и достигнуты их финансовые цели, им следует соответственно признавать со стороны покупателя чувствительность к риску, наличие конкуренции, ограничения в капитале и потребность в денежном потоке.

Хотя в изложенном виде все это может казаться разумным, гораздо труднее сохранять объективность во время переговоров. Этот факт опять подчеркивает выгоды для покупателей и продавцов от установления отношений перед сделкой, чтобы развить доверие и взаимопонимание. Кроме того, это стимулирует продавцов начинать процесс планирования передачи собственности за годы до момента будущей сделки. В результате продавец сможет лучше понять и удовлетворить потребности покупателя. При этом важно то, что продавец сумеет подобрать разумное число вероятных покупателей, чтобы минимизировать зависимость от единственного претендента и максимизировать переговорную позицию и прибыль от продажи.

Процесс планирования и поиска компромиссов должен быть непрерывным и для покупателей. Лучшими сделками нередко оказываются компании, формально не присутствующие на рынке, и идентификация этих возможностей значительно упрощается путем построения отношений с перспективными для приобретения целями. Покупатели, полагающиеся исключительно на сделки, предлагаемые посредниками, могут оказаться на постоянной диете из переоцененных целей, которые специально навязываются и многим другим предполагаемым покупателям. Сложность процесса M&A не дает большинству вероятных покупок или

продаж успешно реализоваться в наиболее удобный момент. Понимание стоимости и ее факторов, а также механизма процесса совершения сделки — намного более безопасный путь к успеху в M&A как для покупателей, так и для продавцов.

Оценка и управление СТОИМОСТЬЮ В ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНЫХ НАЧИНАЮЩИХ КОМПАНИЯХ

Немногие инвесторы вышли невредимыми из интернет-чехарды. Но дело может обернуться гораздо хуже для акционеров и менеджеров непубличных начинающих компаний из сектора высоких технологий, где цена акций неизвестна. По этой причине прогрессивные владельцы ставят оценку бизнеса центральным пунктом в ежегодном стратегическом планировании. Как минимум, независимая оценка становится полезным инструментом для получения финансирования. Большинству начинающих компаний требуется капитал для финансирования дальнейшего роста. Потенциальные инвесторы, вероятно, больше поверят компании, которая осуществляет поиск финансирования, имея на руках независимую оценку.

С учетом раннего этапа развития молодого бизнеса, когда часто требуется капитал, может показаться нелогичным думать о дарении акций. Однако ранняя стадия может оказаться наилучшим временем для этого в связи с планированием собственности владельца. Уверенный предприниматель со всей серьезностью рассматривает дарение акций на стадии начинающего бизнеса в ожидании, что в последующие годы их стоимость увеличится. Оценка в связи с дарением акций требуется со стороны IRS,

Авторы с благодарностью признают вклад в эту главу, сделанный Крисом М. Мелленом (Chris M. Mellen), ASA, MCBA из Delphi Valuation Advisors, Inc., American Business Appraisers, Boston, Massachusetts; www.delphivaluation.com.

и дарение акций на стадии начинающего бизнеса будет, скорее всего, иметь наименьшие налоговые последствия.

Пожалуй, наиболее типичное побуждение для проведения оценки — это ситуация, возникающая в связи с опционами на акции, предлагаемыми работникам как форма мотивирующей компенсации. Начинаящая компания может испытывать недостаток адекватного капитала, позволяющего выплачивать конкурентоспособную заработную плату потенциальным работникам. Опционы на акции зачастую становятся наиболее эффективным инструментом, используемым для привлечения квалифицированного и опытного персонала, приходящего в компанию в надежде на то, что в некоторой точке будущего состоится первоначальное публичное размещение ее акций. Оценка акций начинающей компании важна для правильной оценки справедливой рыночной стоимости опционов на дату выпуска и подготовки к возможной будущей проверке со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC). Кроме того, если существуют планы преобразовать бизнес в публичную компанию, оценка варрантов может оказаться уместной для целей финансовой отчетности.

Подобно любой другой компании, начинающий бизнес может оказаться вовлеченным в судебные разбирательства, такие, как взаимные претензии акционеров, бракоразводный процесс одного из главных владельцев, нарушения интеллектуальной собственности и споры по поводу контрактов. Начинаящее предприятие может также обратиться за услугами оценщика в связи с формированием соглашения о купле-продаже или приобретением полиса страхования жизни для ключевого лица.

Хотя всех вышеизложенных причин достаточно, чтобы обосновать оценку начинающей компании, самый убедительный аргумент — возможности, открываемые этим процессом для достижения главной финансовой цели компании — максимизации стоимости для акционеров. Только через ежегодное стратегическое планирование с концентрацией внимания на стоимости акционеры и руководство могут проложить для компании оптимальный курс. Используя оценку как центральный элемент плана, менеджмент получает возможность непрерывно оценивать стратегическую позицию компании, а также ее стоимость как автономного бизнеса в сравнении с увеличением стоимости в результате продажи или слияния.

Цель настоящей главы состоит в том, чтобы объяснить уникальные задачи оценки и управления стоимостью в высокотехнологичных начинающих компаниях, чтобы максимизировать стоимость для владельцев акций.

КЛЮЧЕВЫЕ ОТЛИЧИЯ ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНЫХ НАЧИНАЮЩИХ КОМПАНИЙ

Компании, находящиеся в стадии развития, обычно имеют ограниченную историю деятельности, низкие доходы или отсутствие таковых, а также отсутствие операционной прибыли. Высокотехнологичные начинающие компании, имея указанные характеристики, часто обладают более высоким уровнем неопределенности, поскольку они работают на новых или зарождающихся рынках или в отраслях, где отсутствуют традиционные модели бизнес-процессов и эталонные результаты работы. Эта неопределенность усиливается тем фактом, что компания может также находиться в процессе разработки новых продуктов, являющихся экспериментальными или полностью неизвестными для их потенциальной клиентской базы.

Поскольку успех начинающей компании тесно связан со сроками и затратами, относящимися к вопросам разработки, производства и маркетинга продукции, прогнозы должны отличаться достоверностью и подробностью. Нежелание скрупулезно рассматривать ключевые параметры прогноза, в том числе цены, объемы, затраты, капиталовложения и фактор времени для каждого параметра, часто является первым шагом к неверной оценке истинных результатов работы компании и в конечном счете ее стоимости.

Непрерывные технологические изменения и короткие жизненные циклы продуктов усложняют задачу достоверного прогнозирования и увеличивают волатильность стоимости. Как будет рассказано, эти проблемы требуют пристального внимания к факторам конкурентоспособности, позволяющим идентифицировать стратегические преимущества и недостатки компании и в конечном счете определяющим нормы доходности или мультипликаторы, выбираемые для расчета стоимости.

Материальные активы и размер базы активов для технологичных компаний менее важны, чем в других отраслях. Когда главный актив — это технология, большая часть или даже вся стоимость компании связана с нематериальными активами, включая людей. Столь хрупкие активы подвержены опасности быстрой потери стоимости в большей степени, чем такая собственность, как недвижимость, машины и оборудование. Таким образом, компания должна постоянно осуществлять внутренний контроль с целью своевременной идентификации образующейся интеллектуальной собственности и обеспечения адекватной обстоятельствам юридической защиты.

Нередко большими препятствиями оказываются барьеры регулирующего характера, особенно для медицинских или биотехнологических компаний. Когда требуются одобрения со стороны правительственных учреждений, вроде Управления по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США (U.S. Food and Drug Administration, FDA), компания должна обладать опытом и капиталом, необходимым для получения требуемых лицензий и разрешений. В этой области устоявшиеся компании часто обладают стратегическим преимуществом перед начинающим бизнесом.

Общим ограничением является соответствующий условиям размер капитала, поскольку для того, чтобы в течение какого-то периода времени и при определенных затратах перевести компанию от одной стадии развития к следующему этапу, необходимо первоначальное финансирование, будь то со стороны предпринимателей, инвесторов-благодетелей* или венчурных инвесторов. Существующая «скорость прожигания» денег подчеркивает необходимость оставаться в рамках планируемой стоимости и графика работ, поскольку высокотехнологические компании, как правило, обладают небольшой кредитоспособностью, если она вообще им свойственна. Отсутствие проверенного продукта или услуги, клиентской базы и немногочисленные материальные активы позволяют организовать лишь ограниченное финансирование за счет заемного капитала, причем обычно по высоким ставкам и при жестком контроле над менеджментом.

Тот факт, что компания является интернет-компанией, необязательно гарантирует успех. Хотя Интернет создал огромные новые рынки и каналы дистрибуции, лишь несколько интернет-компаний смогли сохранить высокую стоимость, причем все они испытали значительную волатильность. Кроме того, многие из публично торгуемых интернет-акций сейчас торгуются ниже цены их первоначального публичного размещения. Рынок показал, что инвесторы подвергают сомнению экономические модели многих высокотехнологичных и интернет-компаний, особенно из числа продолжающих нести убытки.

УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ НАЧИНАЕТСЯ С КОНКУРЕНТНОГО АНАЛИЗА

К высокотехнологичным компаниям, включая бизнес в Интернете, применяются те же ключевые параметры оценки: чистый денежный по-

* Инвестор-благодетель, инвестор-ангел (angel investor) — инвестор, привлекающий средства (венчурный капитал) в небольшие проекты или предприятия. — Прим. ред.

мые профессиональные возможности, могут значительно испытать свою стоимость, продвигая свою технологию от концепции к продуктам, далее к клиентам и, наконец, к денежному потоку.

Эта прогрессия также подчеркивает потенциальное различие между справедливой рыночной стоимостью начинающего бизнеса, которая может быть очень низкой или даже нулевой, и его потенциально намного более высокой стоимостью для стратегических покупателей. Такие покупатели часто могут заставить технологию генерировать денежные потоки гораздо быстрее и успешнее, чем начинающая компания. Таким образом, менеджмент должен непрерывно идентифицировать эти отсутствующие возможности, стоящие барьерами на пути к успеху. Барьеры включают в себя изменения потребностей, издержки вывода продукта на рынок, что может вызвать значительные колебания стоимости в зависимости от того, развивается или нет технология компании. Неудачи или задержки могут сделать компанию особенно уязвимой в качестве автономного бизнеса, когда скорость прожигания ресурсов и кредитные ограничения угрожают ее жизнеспособности. Следовательно, стратегии выхода, в том числе позиционирование компании для партнеров по слиянию или стратегических покупателей, также должны стать частью непрерывного планирования.

Внутренний анализ

Наиболее важный вопрос во внутреннем анализе — это непрерывное изучение того, каким образом технология приведет к продуктам или услугам, рынкам, клиентам и в конечном счете денежному потоку. Этот анализ начинается с изучения бизнес-плана и прогноза, особенно анализа затрат, необходимых для завершения создания и совершенствования продукта. Следует тщательно исследовать конкурентные преимущества, структурно поддерживающие предсказанные объемы, цены и маржу. Неопределенности могут требовать корректировок прогноза — изменения денежных значений либо пересмотра календарных планов — или применения вероятностного анализа с целью количественного измерения возможных результатов.

При оценке возможностей компании возникает постоянная необходимость в сравнении с конкурентами, даже если доступен небольшой объем стратегических сведений о них. Недостаток информации варьируется от знания, кто является конкурентами, до оценки, насколько хорошо они финансируются или взаимодействуют с другими игроками отрасли, а также выяснения степени неопределенности относительно уров-

ния их технологического прогресса в разработке продукции. В конечном счете эта неопределенность должна быть измерена через вероятность и норму доходности или с помощью мультипликаторов.

Поскольку на стадии развития бизнеса ключевые люди обычно незаменимы, обращайтесь особое внимание и на управленческий, и на технический персонал. В качестве руководителей часто выступают ученые или специалисты-исследователи с небольшими знаниями или опытом в области управления, и у них могут существовать пробелы в вопросах продаж и маркетинга, производства или финансов. На ранних стадиях компетенция в этих функциональных областях может оказаться менее важной, но она необходима, чтобы продвинуть компанию к росту и зрелости.

Когда специалисты по компьютерам, инженеры или исследователи оказываются столь необходимыми элементами бизнеса, изучите их лояльность, а также способность компании работать в условиях их отсутствия или замены, особенно на бедных рынках рабочей силы. Кроме того, изучите вопросы юридической защиты результатов исследований и новых достижений в области развития продукта, а также взвесьте целесообразность соглашений о неразглашении и отказе от конкуренции.

Когда начинающие компании разрабатывают опытные образцы продукции, но при этом обладают незначительными мощностями для производства продукции с разумными затратами и в объеме, необходимом для извлечения прибыли, или вообще не имеют таковых, бизнес-план должен обращаться к вопросам необходимости производственной экспертизы, а также издержек и временных затрат на развитие производственных мощностей. План должен также предусматривать гарантийные обязательства по ранее выпущенной продукции и определять, существуют ли в ее отношении возможные условные обязательства. Нехватка мощностей не обрекает компанию на гибель. Но этот фактор создает ограничения, зачастую сигнализируя о необходимости иметь в наличии стратегии выхода, позиционирующие бизнес для его последующей стадии роста.

Вывод на рынок новой концепции или продукта после разработки потребует наличия у бизнеса различных мощностей. При оценке потенциала в сфере маркетинга и продаж обращайтесь особое внимание на умение компании достигать цен и объемов, необходимых для извлечения прибыли, а также определяйте, реалистичны ли планируемые каналы дистрибуции. Например, один из лидеров рынка продукции для хирургии недавно пришел к выводу, что узкий ассортимент выпускаемых им товаров вызывает чрезмерную зависимость от дистрибьюторов, не обладающих техническими знаниями, необходимыми для действенной про-

дажи его продуктов. Ввиду отсутствия возможности эффективно достигать клиентов в качестве независимого бизнеса, компания была продана другому рыночному лидеру, чей широкий ассортимент продукции и сбытовая сеть обеспечили немедленный охват рынка.

Компании, находящиеся на ранних стадиях развития, могут не соответствовать полностью всем юридическим требованиям для создания корпорации (уставные документы и т.д.), поэтому юридический статус компании способен препятствовать передаче собственности, особенно при благоприятных налоговых обстоятельствах. Наличие нескольких классов ценных бумаг, проданных по различным ценам, часть из которых, вполне вероятно, была определена без достаточных оснований, может препятствовать принятию новых значений стоимости акций.

Большинство начинающих компаний предлагают опционы на акции, чтобы привлечь и удержать ключевых людей, и эти опционы могут иметь большое влияние на стоимость в расчете на акцию. Стоимость этих опционов не указывается в отчете о доходах, но может вычитаться из корпоративной налоговой декларации. Возникающая экономия на налогах стала главным источником денежных поступлений от операционной деятельности для нескольких известных публичных компаний.

Компания должна затем или выкупить опционы, или испытать распыление стоимости акций, создаваемых ими. Поскольку опционы обычно реализуются в течение 3–5 лет и могут быть исполнены в период до 10 лет, их воздействие на стоимость акций не является немедленным.

Тем не менее менеджмент должен осознавать это воздействие на стоимость акций, и как работникам, так и управленцам следует внимательно изучить, как рассчитывается стоимость опционов на акции для акций непубличных компаний. Известная модель Блэка–Шоулза может завышать стоимость опционов на акции частной компании из-за их недостаточной ликвидности, поэтому для получения достоверной оценки следует использовать альтернативные процедуры.

Акцент на планировании

В то время как многие устоявшиеся компании выживают и даже процветают, не имея особо формализованного процесса стратегического планирования, начинающая компания испытывает намного более сильную потребность в дисциплине, порождаемой этим процессом. Всеобъемлющий стратегический план, в том числе оценка сильных и слабых сторон, возможностей и угроз, заставляет менеджмент неустанно концентриро-

вать свое внимание на рынках и клиентах, а также на продуктах, необходимых для их обслуживания.

Отсутствие плана или пробелы в нем, как правило, позволяют предположить слабый, неполный или отсутствующий профессионализм в ключевых функциональных областях. Логические последствия такого дефицита включают отсутствие реалистичных прогнозов возможностей, затрат и времени, необходимых для перевода компании из стадии развития в зрелое состояние. Результат: сомнительные цели, отсутствие четкого направления и малое или полное отсутствие внимания к будущим денежным потокам увеличивают риск и уменьшают стоимость.

Когда непрерывное планирование осуществляется эффективно, стратегически сильные и слабые стороны компании идентифицируются и оцениваются регулярно, то с этим приходит оценка способности компании продолжать работать автономно. Когда появляются стратегические недостатки или необходимые возможности не могут быть приобретены, план логически переключает компанию на альтернативные стратегии, в том числе продажу стратегическому покупателю, слияние компаний или даже ликвидацию с целью минимизации убытков.

ИЗМЕРЕНИЕ СТОИМОСТИ НАЧИНАЮЩЕЙ КОМПАНИИ

Как подчеркивалось в главе 2, чтобы сосредоточиться на стоимости, инвесторы должны иметь возможность измерить ее, поэтому оценка должна стать неотъемлемой частью стратегического планирования. Оценка определяет последствия влияния на уровень риска и дохода каждого внутреннего и внешнего фактора, выражающиеся в изменении стоимости. Этот процесс позволяет менеджменту приобрести представление о том, как увеличить денежные потоки при снижении риска, чтобы максимизировать стоимость для акционеров. При оценке начинающего бизнеса обычно используются доходный и рыночный подходы, но нередко находят применение и различные вариации традиционных методологий.

Две широко используемые методологии проведения оценки бизнеса — мультипликаторы цена/прибыль (P/E) и метод капитализации — редко подходят для оценки начинающих компаний, особенно высокотехнологичных предприятий. Доход или денежный поток компании, находящейся в стадии развития, если и существует, вряд ли может дать представление о долгосрочном потенциале, к тому же успешные начинающие компании испытывают очень быстрый рост, после чего усилившаяся конкуренция или новые технологии замедляют рост до более нормальных темпов. Ни мультипликаторы прибылей, ни процесс капитали-

зации не могут достоверно отображать ожидаемые изменения темпов роста. Таким образом, у инвесторов обычно есть серьезные основания сомневаться в коэффициентах высокотехнологичных компаний, превышающих прибыли в сотни раз. Скорее всего, прибыль чрезвычайно низка по сравнению с будущим потенциалом доходности компании, и ожидания относительно краткосрочного роста в сравнении с долгосрочными темпами очень различаются. В результате получаются мультипликаторы, которые редко имеют смысл.

Инвесторы должны в такой же степени избегать применения мультипликаторов, получаемых на основе анализа стратегических сделок. Если рассматривается сделка с начинающим бизнесом, то могут возникнуть искажения, вызываемые этими только что представленными двумя факторами. Кроме того, коэффициенты на основе стратегических сделок часто отражают синергии, достигаемые только конкретным стратегическим покупателем. Сходные искажения возникают, когда коэффициенты рассчитываются на основе результатов деятельности лидеров отрасли. Оценивать начинающий бизнес, основываясь на мультипликаторах, которые рынок установил для Amazon или Yahoo!, означает приписывать начинающему бизнесу размеры, рост, клиентскую базу и признание торговой марки этих в высшей степени успешных компаний. В то же время начинающая компания обладает немногими, если вообще обладает какими-либо, из этих сильных сторон.

Предпочтительные процедуры оценки

С учетом этих предостережений существуют ли хоть какие-нибудь процедуры для расчета надежной и обоснованной стоимости для начинающих компаний? Одним из очевидно подходящих вариантов является метод дисконтирования (MPDM), включающий прогноз, который может учитывать изменения прибыли компании по мере того, как она проходит через стадию развития. Его удобство обусловлено еще и включением анализа чувствительности и вероятностного анализа. Поскольку очень широко цитируются рыночные мультипликаторы, такие, как коэффициенты дохода или различных уровней прибыли, их тоже можно использовать, но с соответствующими предосторожностями. С учетом некоторых ограничений, свойственных традиционным методологиям в рамках доходного и рыночного подходов, при оценке начинающих компаний могут также использоваться методологии оценки опционов. По существу, при расчете обоснованной стоимости компании в ее ранней стадии развития должна рассматриваться каждая из этих методологий.

Рыночные мультипликаторы часто используются при оценке начинающих компаний, поскольку они относительно просты в понимании, основываются на рыночных данных, легки в применении и потому обычно используются в отрасли. Принципиальная проблема при использовании мультипликаторов для начинающих компаний состоит в том, что они носят статичный характер при применении к очень изменчивой ситуации. Как объяснялось в главе 10, рыночные мультипликаторы могут быть получены или на основе публичных компаний-аналогов (методология рыночного мультипликатора), или на опыте поглощенных компаний (методология мультипликатора поглощения). В целом, результаты первого метода отражают стоимость ликвидного пакета, не имеющего контроля, так как источником данных являются коэффициенты ликвидных неконтрольных пакетов акций публичных компаний. Результаты второго метода обычно проявляются в вычислении значения стоимости для ликвидных либо неликвидных контрольных пакетов, поскольку источник обычно приводит коэффициенты компаний, которые были поглощены целиком. Как говорилось ранее, традиционные коэффициенты P/E редко применимы при оценке начинающих компаний. Хотя и не в такой степени, но даже коэффициенты «прибыль до уплаты процентов и налогов» (EBIT) и «прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации» (EBITDA) тоже редко применимы. Вместо них обычно применяются коэффициенты выручки, в значительной степени потому что начинающая компания зачастую не имеет положительной прибыли, к которой мог бы применяться мультипликатор. Однако с учетом основополагающего факта, что ниже уровня выручки в компании может происходить очень многое, в дополнение к мультипликатору выручки предпочтительно использовать мультипликатор прибыли некоторого уровня. Одним из таких коэффициентов является мультипликатор прибыли до уплаты процентов, налогов, вычета НИОКР и амортизации (earnings before interest, taxes, research and development, and depreciation and amortization, EBITRAD), поскольку некоторые начинающие компании имеют высокие уровни расходов на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки. Кроме того, могут существовать отдельные, весьма специфические отраслевые коэффициенты. Например, хорошим индикатором стоимости может быть коэффициент числа подписчиков, зарегистрированных интернет-компаний. Как подчеркивалось в главе 10, при анализе коэффициентов публичных компаний принципиально важно обращать внимание, что имеет место существенное различие между публичными и закрытыми частными компаниями. Компании, публично привлекающие

инвестиции, обычно имеют рост доходов выше среднего, как текущий, так и прогнозируемый, и гораздо лучший доступ к капиталу. Начиная компания вряд ли будет более успешной в разработке своего специфического продукта или услуги по сравнению с компанией, которая сумела стать публичной корпорацией.

Иллюстрация оценки начинающей компании

Рассмотрим созданную авторами вымышленную компанию, недавно завершившую первый год своей работы. Delphiweb-host.com (Delphi) оказывает услуги по веб-дизайну и хостингу, а также высокоскоростному доступу в Интернет для коммерческого и розничного рынков. В следующие 1,5–2 года компания надеется стать публичной корпорацией и нуждается в независимой оценке для целей составления финансовой отчетности. Несмотря на свои устремления, в течение последующих четырех лет она предполагает нести операционные убытки. В примере 15–1 представлена сводка ключевых исторических и прогнозных финансовых данных.

Что касается текущих финансовых индикаторов, то можно использовать только мультипликатор выручки. Проведя исследование публичных компаний, которые могут использоваться как аналоги для Delphi, а также приобретений подобных компаний, мы идентифицировали шесть публичных компаний-аналогов и семь приобретенных компаний с выручкой менее 40 млн. долл. (см. пример 15–2). Чтобы определить адекватный мультипликатор, необходим анализ уместности каждой отдельной компании для сравнения с Delphi, а также их совокупных результатов. Выбранный мультипликатор (в данном случае — выручка) применяется к доходам рассматриваемой компании, чтобы определить одно значение стоимости. Наиболее часто в этом случае начинают с медианного значения. Медианный мультипликатор выручки составил 10,0 для шести публичных компаний-аналогов и 7,0 для семи приобретенных компаний. При более близком рассмотрении можно увидеть: большинство поглощенных компаний обладают меньшим размером по сравнению с публичными компаниями, при этом они не столь устойчивы в своем индивидуальном жизненном цикле и не торгуются публично. При рассмотрении медиан следует проявлять осторожность, так как использование медианного показателя предполагает, что оцениваемый бизнес столь же хорош, как и типичная компания-аналог. Это редко наблюдается для закрытого начинающего бизнеса.

Пример 15-1. Delphi, Inc.: сводка исторических и прогнозных финансовых данных (в млн.)

	Исторические	Прогнозные					
	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5	Год 6	Год 7
Выручка	\$1,12	\$3,28	\$8,44	\$13,69	\$17,22	\$31,76	\$52,53
Минус: расходы основной деятельности	<u>3,05</u>	<u>3,52</u>	<u>4,80</u>	6,81	<u>9,90</u>	<u>15,15</u>	<u>19,37</u>
Равняется: EBITRAD	(1,93)	(0,24)	3,64	6,88	7,32	16,61	33,16
Минус: расходы на НИОКР	<u>3,65</u>	<u>3,00</u>	<u>8,81</u>	<u>12,62</u>	<u>9,12</u>	<u>7,34</u>	<u>10,75</u>
Равняется: EBITDA	(5,58)	(3,24)	(5,17)	(5,74)	(1,80)	9,27	22,41
Минус: износ и амортизация	<u>0,10</u>	<u>0,14</u>	<u>0,25</u>	<u>0,33</u>	<u>0,42</u>	<u>0,54</u>	<u>0,64</u>
Равняется: EBIT	(5,68)	(3,38)	(5,42)	(6,07)	(2,22)	8,73	21,77
Минус: расходы на выплату процентов	<u>2,18</u>	<u>0,13</u>	<u>0,24</u>	<u>0,30</u>	<u>0,39</u>	<u>0,43</u>	<u>0,43</u>
Равняется: доход до уплаты налогов	(7,86)	(3,51)	(5,66)	(6,37)	(2,61)	8,30	21,34
Минус: налоги	—	—	—	—	—	<u>0,17</u>	<u>4,70</u>
Равняется: чистый доход	(7,86)	(3,51)	(5,66)	(6,37)	(2,61)	8,13	16,64

Хотя на протяжении первых четырех лет прогнозируемого периода Delphi рассчитывает нести операционные убытки, во втором году она ожидает достичь положительного значения EBITRAD. С целью учета данного факта мы рассмотрели в нашем анализе будущий мультипликатор EBITRAD. Эта информация обычно отсутствует в данных о поглощениях вследствие того, что многие из приобретенных компаний меньше по размеру и не торгуются публично (поэтому не обязаны следовать правилам SEC, касающимся требования о раскрытии информации). В нашем анализе адекватная информация была доступна только в одном из выявленных семи поглощений, позволяя определить EBITRAD. Что касается анализа рыночных мультипликаторов, то хотя три из шести отобранных компаний-аналогов показывают операционные убытки, все шесть демонстрируют положительные значения EBITRAD. Медиана коэффициента для EBITRAD равна 15, но стандартное отклонение выборки очень высоко, что означает: тщательный анализ отдельных коэффициентов EBITRAD еще более важен.

При использовании относящихся к будущему мультипликаторов выручки или EBITRAD не забывайте учитывать любые вливания собствен-

Пример 15-2. Delphi, Inc.: анализ рыночного подхода

I. Коэффициенты публичных компаний-аналогов

	Выручка (млн. долл.)	Цена к выручке	Цена к прибыли	MVIC к EBITDA	MVIC к EBITRAD
Компания А	35,2	15,5	nm	nm	27,4
Компания В	24,5	12,5	17,1	15,2	14,5
Компания С	4,8	8,7	45,3	20,9	16,3
Компания D	39,8	10,7	35,0	19,3	15,4
Компания E	24,1	7,3	nm	nm	10,1
Компания F	10,4	9,3	nm	nm	11,2
Медиана		10,0	35,0	19,3	15,0

II. Коэффициенты поглощенных компаний

	Выручка (млн. долл.)	Цена к выручке	Цена к прибыли	MVIC к EBITDA	MVIC к EBITRAD
Компания А	1,5	7,0	nm	na	na
Компания В	5,1	18,8	27,1	na	na
Компания С	38,1	2,1	na	na	na
Компания D	2,2	8,9	na	na	na
Компания E	14,3	2,9	nm	na	na
Компания F	4,5	12,0	76,2	na	na
Медиана		7,0	nm		

MVIC = рыночная стоимость инвестированного капитала (т.е. процентный заемный капитал плюс собственный капитал);

EBITDA = прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации;

EBITRAD = прибыль до уплаты процентов, налогов, вычета НИОКР и амортизации;

nm = не имеет смысла;

na = неприменимо.

ного капитала, которые необходимы, чтобы генерировать будущие доходы и прибыли. Кроме того, может потребоваться дисконтирование значения стоимости, получаемого из этих будущих мультипликаторов, что позволит найти текущую стоимость, поскольку мы используем будущее

значение стоимости для определения стоимости на текущий момент времени. При определении значений стоимости с использованием мультипликаторов будущей выручки и/или прибыли возникнет необходимость в прогнозных значениях недостатка денежных средств и ставки дисконтирования, определенных с помощью анализа, проводимого в рамках доходного подхода с использованием метода дисконтирования, отчасти в связи с тем, что результаты следует дисконтировать, чтобы выяснить текущую стоимость.

Оценочные значения стоимости, рассчитанные с использованием метода дисконтирования, обычно менее подвержены колебаниям, которые могут происходить на публичных рынках, по сравнению с рыночными мультипликаторами. MPDM включает дисконтирование будущих денежных потоков или некоторого иного уровня дохода, обеспечивающего получение текущей стоимости с использованием традиционной двух- или трехступенчатой модели. В двухступенчатой модели стоимость рассчитывается на основе сумм текущих стоимостей спрогнозированных прибылей в течение нескольких лет, а также текущего значения остаточной стоимости. Остаточная стоимость часто определяется исходя из мультипликатора некоторого уровня прибыли или денежного потока. В трехступенчатой модели есть промежуточный этап. Начинаящая компания вряд ли достигнет устойчивого роста в постпрогнозный период, поэтому рассчитывается промежуточный уровень роста для соответствующего числа лет, после чего выясняется остаточная стоимость.

Как видно из примера 15-1, руководство Delphi предсказывает, что в течение шести лет компания будет испытывать значительный рост (годы 2–7-й). Затем рост доходов стабилизируется на уровне 15% для каждого из последующих четырех лет с сохранением маржи на постоянном уровне седьмого года. После десятого года ожидается, что вследствие конкуренции, созревания отрасли и общеэкономического цикла рост стабилизируется при темпе, слегка превышающем инфляцию. Таким образом, мы реализовали трехступенчатую модель дисконтирования. При использовании ставки дисконтирования 30%, основанной на суммировании рыночных и индивидуальных рисков компании, результаты нашей модели MPDM выдают значение стоимости собственного капитала для Delphi на уровне 10,7 млн. долл., как показано в примере 15-3.

Бесспорно, чистый денежный поток на инвестированный капитал — наиболее предпочтительная мера прибыли в модели дисконтирования денежных потоков, поскольку он более достоверно отражает эффективность создания стоимости. В то время как традиционные компании ге-

Пример 15-3. Delphi, Inc.: анализ дисконтирования
(в млн.)

	Прогноз					
	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5	Год 6	Год 7
Чистый доход (из примера 15-1)	\$(3,51)	\$(5,66)	\$(6,37)	\$(2,61)	\$8,13	\$16,64
Плюс: износ и амортизация	<u>0,14</u>	<u>0,25</u>	<u>0,33</u>	<u>0,42</u>	<u>0,54</u>	<u>0,64</u>
Равняется: валовой денежный поток	(3,37)	(5,41)	(6,04)	(2,19)	8,67	17,28
Минус: капиталовложения	0,90	0,79	1,00	0,85	1,80	0,60
Минус: увеличение оборотного капитала	0,80	1,26	1,26	1,28	3,42	4,62
Минус: платежи в погашение основной задолженности	0,13	0,39	0,66	0,93	1,33	1,56
Плюс: новые долговые обязательства	<u>0,90</u>	<u>0,79</u>	<u>1,00</u>	<u>0,85</u>	<u>1,80</u>	<u>0,60</u>
Равняется: чистый денежный поток на собственный капитал	(4,30)	(7,06)	(7,96)	(4,40)	3,92	11,10
Помноженное на: фактор дисконтирования	0,8771	0,6747	0,5190	0,3992	0,3071	0,2362
Текущая стоимость денежных потоков	(3,77)	(4,76)	(4,13)	(1,76)	1,20	2,62
Текущая стоимость прогнозируемых денежных потоков						(10,60)
Текущая стоимость промежуточных денежных потоков в течение 4-х лет, следующих за 2005 г.						7,79
Текущая стоимость остаточного периода						<u>13,49</u>
Рассчитанная справедливая рыночная стоимость собственного капитала (округленно)						<u>10,70</u>

нерируют прибыли, позволяющие направлять денежные потоки на цели капитальных вложений и пополнения оборотного капитала, высокотехнологичные начинающие компании чаще создают убытки, что, в особенности у интернет-компаний, находит отражение в изъятии денежных средств из оборотного капитала. Например, значительную часть феноменального роста Amazon.com обеспечили авансовые платежи покупателей. Принципы бухгалтерского учета непоследовательно оценивают расходы долгосрочного характера. В то время как затраты на машины и оборудование капитализируются, увеличивающие качество продукции и долю рынка НИОКР и реклама списываются как расходы. Выбор первоначальными инвесторами вариантов финансирования и получившийся в результате баланс заемного и собственного капитала компании так-

же могут создавать искажения из-за воздействия финансового рычага. Для предотвращения этого используется модель инвестированного капитала, изображающая результаты работы до учета условий финансирования. Эта модель отражает чистые денежные потоки на собственный и процентный заемный капитал компании.

В прогнозе главное внимание следует уделять объемам, ценам, марже и реинвестициям капитала, необходимым для достижения прогнозируемых доходов компании. Стратегический анализ, выполненный на основе конкурентоспособности компании, должен давать понимание и обоснование целевой цены и маржи. Ключом к этому является будущее, а не прошлое, поэтому история убытков или слабых текущих результатов не должна искажать будущие перспективы. Например, меньший акцент следует делать на существующие продукты. При коротких жизненных циклах продуктов и непрерывных технологических изменениях ключи к стоимости находятся в способности компании производить продукты, т.е. в ее возможности постоянно достигать конкурентного преимущества. Таким образом, прогноз должен отражать стратегический план компании и связанный с ним анализ конкуренции, в том числе непрерывные усилия по решению неопределенностей по мере их возникновения.

ПОТРЕБНОСТЬ В ДОПОЛНИТЕЛЬНЫХ ПРИЕМАХ РИСК-МЕНЕДЖМЕНТА

В случае нового бизнеса с небольшой историей, особенно в зарождающейся, полной неопределенности отрасли, вдумчивый инвестор или менеджер должны работать на грани вероятности достижения прогноза. Успех компании в оценке и управлении этой неопределенностью определит значительную часть ее будущей эффективности, и поэтому ее стоимость сегодня основывается на ожидаемых результатах. По этой причине в анализе и оценке стоимости должна быть представлена чувствительность. По мере развития компании ее менеджмент должен непрерывно пересматривать и критически анализировать прогнозные сценарии. Оценка начинающего бизнеса обычно представляет собой непрерывный и отнимающий много времени процесс.

Традиционный вероятностный анализ требует от менеджмента идентификации возможных результатов (например, оптимистический, наиболее вероятный и пессимистический сценарии) и затем взвешивания вероятности развития каждого из них. Конечно же, эти результаты зависят от способности компании достигать ключевых показателей, чаще

всего целевых доходов, операционной прибыли и реинвестиций капитала и в конечном счете чистого денежного потока на инвестированный капитал. Следовательно, каждый из этих ключевых показателей можно включить в анализ в качестве переменной с целью создания сетки, или матрицы потенциальных результатов. В качестве иллюстрации предположим: Delphi успешно разработала программное обеспечение (программа А), что нашло отражение в прогнозе выручки компании. Второе программное обеспечение (программа В), не представленное в прогнозах, находится в процессе разработки. Программа В использует вводные данные из программы А и применяет их к новой форме веб-дизайна, разрабатываемой, но еще не продаваемой другими компаниями. Для целей стратегического планирования компания запросила проведение отдельной оценки, чтобы определить, какое воздействие на ее стоимость окажет программа В. При проведении этого анализа руководство определило три возможных сценария развития:

1. Пессимистический сценарий, в котором разработка программы В не завершается успехом и компания после двух лет работы вынуждена отказаться от этого проекта, что приводит к нулевому приросту стоимости.
2. Наиболее вероятный сценарий, в котором после двух лет программа В успешно создается и в обозримом будущем диапазон роста дохода составляет от 10 до 60%, что приводит к приросту стоимости на 10 млн. долл.
3. Оптимистический сценарий, в котором разработка программы В завершается успехом по прошествии одного года, а рост доходов в следующие пять лет составляет от 40 до 90%, что дает прирост стоимости на 30 млн. долл.

Вероятность развития сценариев 1, 2 и 3 составляет 20, 50 и 30% соответственно. Прогнозируемые денежные потоки в каждом сценарии дисконтируются к настоящему моменту и взвешиваются по вероятности возникновения в соответствии с оценками менеджмента, как показано в примере 15-4, давая оценку прироста стоимости в 14 млн. долл. Эта таблица, или количественный анализ, сопровождается еще более необходимым стратегическим анализом, стремящимся идентифицировать те конкурентные и операционные факторы, которые с наибольшей вероятностью будут влиять на каждый количественный результат. Это возвращает нас к нашему конкурентному анализу отрасли и рынка, идентифицирующему основные преимущества и недостатки компании относительно дру-

Пример 15-4. Delphi, Inc.: вероятностный анализ

<i>Сценарий</i>	<i>Вероятность</i>	<i>Прирост стоимости</i>	<i>Расчет</i>
Пессимистический	20%	\$0	\$0
Наиболее вероятный	50%	\$10 000 000	\$5 000 000
Оптимистический	30%	\$30 000 000	\$9 000 000
Оценка прироста стоимости			\$14 000 000

гих главных отраслевых игроков. Они могут варьироваться от затрат на привлечение новых клиентов и их оборота до валовой рентабельности сроков и затрат на выведение новой продукции на рынок.

Процесс непрерывного анализа конкуренции вводит данные в постоянно развивающийся бизнес-план новой компании и производит регулярные обновления в таблицах и результатах анализа чувствительности ключевых параметров и связанных с ними вероятностей. Через три месяца после завершения первоначальной оценки наша компания достигла положительного прогресса в разработке программы В. Однако похожее приложение начал разрабатывать и конкурент, что способно подорвать предсказанный рост Delphi. Вероятность того, что программа В будет успешно завершена по истечении одного года, увеличилась, но прогнозы роста выручки должны быть уменьшены, чтобы учесть увеличение угрозы конкуренции. Тем не менее оценка прироста стоимости увеличилась до 16 млн. долл., что было рассчитано с использованием моделирования по методу Монте-Карло (MCS). Только что описанный традиционный анализ сценариев дает одно значение стоимости из диапазона «лучших гипотез» в рамках данного прогноза. Моделирование по методу Монте-Карло, или вероятностное моделирование, рассматривает всевозможные комбинации вводных переменных и производит распределение вероятности, описывающее возможные результаты для каждой введенной переменной. В итоге получается расчет стоимости, включающий и наиболее вероятный результат, и ряд допустимо возможных, но менее вероятных результатов. Моделирование Монте-Карло, которое описано в главе 6, дает более полный анализ возможных результатов, чем это делает стандартный анализ чувствительности.

Разновидностью этого процесса является подготовка «анализа необходимых результатов» (Required Performance Analysis, RPA) для достижения целевой цены акции. Если инвесторы или менеджеры полагают, что в настоящее время компания имеет некоторую стоимость или стре-

мится достичь целевой стоимости в указанное будущее время, RPA определяет, какие результаты (в конечном счете — денежный поток) должны быть получены, чтобы создать эту стоимость. Затем менеджмент переходит к конкретным шагам, которые следует предпринять для достижения необходимых денежных потоков и в итоге — стоимости акций. В противном случае стратегический анализ и осуществленная на его основе оценка приводят к выводу: целевая стоимость не может быть достигнута в запланированном размере.

Инвесторы могут использовать другой инструмент для управления риском в крайне неопределенной среде. Если у MPDM не хватает необходимой гибкости в условиях, когда инвесторы, в частности венчурные, имеют возможность осуществлять «последующие» инвестиции — скажем, право преимущественного участия в более поздней стадии финансирования, — это право приобретает характеристики, подобные опциону колл на акции компании. Методологии оценки опционов учитывают способность покупателя выжидать, собирать и анализировать вновь поступающие конкурентные данные, а затем принимать решение: покупать ли акции в более позднее время. Поскольку стоимость опциона основывается на стоимости базового актива, обычные методологии в рамках затратного, доходного и рыночного подходов для оценки опционов не годятся. В момент истечения стоимость опциона колл равна цене акции за вычетом цены исполнения. В период до истечения стоимость опциона колл равна цене акции за вычетом текущей стоимости цены исполнения после того, как обе цены корректируются на рискованность опциона. Каждая из моделей оценки опционов основана на волатильности цены базовой акции, на разности между текущей ценой акции и ценой исполнения опциона и на отрезке времени, оставшемся до даты истечения опциона. Анализ реальных опционов (ROA) описан в главе 6.

СОГЛАСОВАНИЕ СТОИМОСТИ

Как указано в примере 15–3, результаты анализа MPDM дают для Delphi оценку стоимости в 10,7 млн. долл. Учитывая начинающий бизнес этой компании и уверенность в надежности данных, использованных в доходном и рыночном подходе, мы считаем, что стоимость компании, как определено в доходном подходе (т.е. методологией MPDM), составляет 10,7 млн. долл. В данном случае мы определили: лучшее использование результатов рыночного подхода — это проверка достоверности MPDM. Найденная стоимость подразумевает мультипликатор выручки в размере 9,5, что находится чуть ниже медианного значения соответствующих

коэффициентов шести компаний-аналогов, равного 10,0, и выше аналогичного показателя семи поглощенных компаний, равного 7,0. С учетом отрицательного денежного потока во втором году в размере 4,3 млн. долл. и ставки дисконтирования 30% эта стоимость означает мультипликатор выручки второго года в размере 5,95. С учетом того, что отрицательный денежный поток во втором и третьем году составляет суммарно 11,3 млн. долл., эта стоимость подразумевает мультипликатор EBITRAD третьего года в размере 10,2. Это число ниже медианного значения 15,0 коэффициентов EBITRAD для шести компаний-аналогов. Исходя из анализа каждой отдельной публичной и поглощенной компании, перечисленных в примере 15-2, в сравнении с Delphi мы заключаем, что наше мнение относительно 10,7 млн. долл. разумно.

Высокотехнологичные начинающие компании можно оценивать с достаточной степенью достоверности, если использовать надлежащие методы. Когда существуют адекватные данные, для подтверждения стоимости, определенной МРСМ, следует использовать рыночные мультипликаторы. Успешное управление новыми компаниями значительно зависит от непрерывного планирования, бюджетирования и оценки. В этом процессе риском можно управлять с помощью MCS и ROL.

Пример оценки для целей слияний и поглощений

Теория и процедуры, представленные в настоящей книге, понять намного легче, когда они применяются в реальной ситуации. Эта глава представляет всеобъемлющий пример, иллюстрирующий применение многих из ранее представленных концепций. В нашем примере M&A фигурирует Cardinal Publishing Company — компания, виртуально созданная авторами на основе опыта работы со многими компаниями, которые мы оценили. Из-за наших обязательств перед клиентами в части конфиденциальности, все подробности, включая названия публичных компаний-аналогов, являются вымышленными, но мы полагаем, что они представляют типичные обстоятельства слияний и поглощений компаний на среднем рынке, с которыми должны быть готовы столкнуться покупатели и продавцы. Любое сходство между Cardinal Publishing Company или фиктивными публичными компаниями, описанными в данном примере, и любой фактической компанией является полностью случайным. Этот пример предназначен для того, чтобы представить корректную процедуру оценки, основанную на существующих фактах и обстоятельствах. Они могут не подходить для других оценок. Стараясь представить реалистичный сценарий, мы оставили некоторые факторы не совсем ясными, а некоторые проблемы нерешенными. Информация не может быть совершенной, поэтому должны делаться предположения и оценки, безусловно, отражающие условия реального мира.

Наш пример относится к концу 5-го года бизнеса, когда Cardinal столкнулся с угрозой конкуренции и очевидной необходимостью приступить к планированию перехода к другому собственнику. Чтобы приступить к этому процессу, определяется справедливая рыночная стоимость Cardinal как самостоятельно действующего бизнеса, сначала с использованием в качестве меры прибыли чистого дохода на инвестированный капитал, а не чистого денежного потока. Это делается, чтобы продемонстрировать использование параметра дохода, поскольку это именно тот «язык», на котором зачастую говорят продавцы и их посредники. Кроме того, применяется метод капитализации, чтобы продемонстрировать его использование, хотя для сделки этого размера более предпочтительным оказывается рассмотрение дополнительных деталей, учитываемых методом дисконтирования. Справедливая рыночная стоимость Cardinal рассчитывается также методом публичной компании-аналога, и мы представляем краткие описания применения метода сделок на рынке слияний и поглощений, а также метода скорректированной балансовой стоимости. Результаты применения различных методов согласовываются в итоговое мнение относительно справедливой рыночной стоимости инвестированного капитала и собственного капитала Cardinal как самостоятельно функционирующего бизнеса.

Хотя в данном примере представлено несколько потенциальных покупателей, самым сильным стратегическим покупателем оказывается Omni Publications. Оцениваются различные синергетические эффекты, и с помощью метода дисконтирования рассчитывается инвестиционная стоимость инвестированного и собственного капитала Cardinal для Omni.

По ходу изложения мы попытаемся предоставлять достаточно объяснений, чтобы позволить читателю понять каждый этап процесса оценки. Оценка на этом уровне использует зрелое суждение, основанное на знании общеэкономических обстоятельств, ситуации в отрасли, конкурентоспособности компании-цели и компаний-аналогов, а также глубоком понимании теории оценки бизнеса. Выясняя стоимость, оценщик выступает в качестве заменителя гипотетического покупателя и продавца при определении справедливой рыночной стоимости и стратегического покупателя при определении инвестиционной стоимости. Эти стороны обычно делают оценки и предположения, основываясь на фактах и обстоятельствах, доступных на дату оценки. Это и есть задача, поставленная при оценке Cardinal. Мы полагаем, что вы найдете разумными наши заключения относительно стоимости.

ИСТОРИЯ И УСЛОВИЯ КОНКУРЕНЦИИ

Cardinal Publishing Company была основана 10 лет назад предпринимателем Лу Бертином после того, как он завершил успешную карьеру управленца в рекламном бизнесе. Cardinal организована как корпорация класса С и зарегистрирована согласно законам штата Иллинойс, имеет обыкновенные акции одного класса в количестве 1 млн. штук, 80% которых принадлежит Бертину, а остальные 20% в равных количествах находятся в собственности двух пассивных инвесторов. За последние пять лет Cardinal выплачивала денежные дивиденды, однако в прошлом году он урезал выплату вследствие получения более низкого дохода и с учетом внутренних потребностей в средствах.

В своей предшествующей карьере Бертин достиг значительного успеха в прямой почтовой рекламе и употребил эти знания при продвижении Cardinal. Используя отраслевые списки рассылки и данные по изучению потребителей, Бертин идентифицировал неохваченный рынок, состоящий главным образом из жителей загородных общин, ведущих простой «сельский» образ жизни. Начав с единственного издания, в котором описывались кулинарные рецепты крестьянской кухни и удовольствия фермерской жизни, его компания расширилась до шести ежемесячных журналов, нацеленных на тот же самый рынок. Годовая подписка на любой из его журналов, почти не содержащих рекламы, составляет не более 24 долл. Все журналы продвигают идеи простой сельской жизни на природе и праздничные мероприятия в различных климатических и географических регионах сельской Америки.

Являясь трудоголиком, Бертин первоначально использовал небольшой штат авторов, фотографов и производственного персонала. По мере роста числа его периодических изданий и объема продаж он добавлял специалистов из области издательского дела, инженеров производственного процесса, редакторов и финансистов, но в каждой из этих главных функциональных областей бизнес по-прежнему сильно зависел от какого-то одного ключевого сотрудника. Поскольку компания печатает мало рекламы, производство, наполнение, дизайн и оформление всех журналов похожи, что помогает сдерживать рост затрат. Больше всего компания известна своими высококачественными фотографиями, показывающими красоту сельской Америки. Последовательное оформление, качественные фотографии и истории из сельской жизни также помогают укреплению признания торговой марки компании. Каждый из журналов содержит характерный логотип компании: конек крыши сарая, завершающийся куполом и флюгером в форме петуха.

По мере роста компании Бертин продолжал обсуждать свою рекламную политику. Письма читателей хвалят простоту журналов и отсутствие рекламных объявлений. Но недостаток рекламы ограничивает доходную базу компании и до некоторой степени ее способность к диверсификации. Менеджеры клиентских счетов и другие эксперты в области рекламы, интересующиеся клиентской базой Cardinal, обычно проявляют безразличие к первоначальным просьбам размещать рекламу в журналах из-за отсутствия возможности обеспечивать читателей информацией в альтернативных форматах, в том числе через Интернет, напрямую, на телевидении, радио или на компакт-дисках.

Есть также и производственные проблемы. Одинаковый производственный формат, используемый Cardinal для всех журналов, сдерживает его капитальные затраты, но рост компании и необходимость в творческом подходе вызывают перегрузку ее производственных мощностей. Инвестиции в новейшие отраслевые технологии и удвоение производственных мощностей могли бы значительно снизить издержки производства на единицу продукции без потери в качестве. Новая технология также позволила бы размещать рекламу, которая требует более сложной верстки, но недостаток капитала не позволяет осуществить эти усовершенствования.

Значительная часть роста Cardinal финансировалась за счет привлеченного капитала, частично благодаря решению Бертина выплачивать дивиденды, невзирая на неблагоприятные налоговые последствия. Миноритарные акционеры хотели иметь ежегодные денежные поступления в обмен на их согласие вложить капитал в рискованную новую компанию, и Бертин нуждался в средствах для погашения ссуд, оставшихся от его более раннего псудачного начинания. С этой целью в течение прошлых пяти лет он выплачивал себе заработную плату и дополнительные льготы на общую сумму приблизительно в 1 млн. долл. в год. В то же время среднерыночная ставка для таких услуг в последний год составляла приблизительно 250 тыс. долл. Дядя Бертина, Джеффри Майер, получал 100 тыс. долл. в год как вице-президент по маркетингу, но редко появлялся на работе, и его некомпетентность оказывала сильное влияние на Cardinal.

За последние два года несколько факторов оказывали все более сильное давление на Бертина, склоняя его к продаже бизнеса. В его семье часто случались сердечные заболевания, и на последнем ежегодном медицинском осмотре его врач посоветовал ему «сбросить обороты». Он знает, что его уровень энергии и энтузиазм в отношении ежедневных проблем компании снижаются, к тому же Cardinal сталкивается со значительным увеличением конкуренции со стороны крупных компаний

средств информации. Значительную часть этой конкуренции представляют *Better Houses & Gardens* и ряд женских журналов, издаваемых *Hurst Publications, Inc.* через их подразделение *Oprah Belfrey Magazine*, а также *TimeVerner*. Каждый конкурент привносит значительные финансовые ресурсы, маркетинговые контракты, системы дистрибуции, творческий потенциал и ценовое давление, которые угрожают *Cardinal* как независимому бизнесу. Эти медиакомпании расширили свою деятельность за пределы печати на такие платформы, как Интернет, исследования, события, эфирное и кабельное телевидение, книги, клубы покупок и связанные услуги. До сих пор Бертин мог противостоять этим попыткам с помощью лучшего знания *Cardinal* своего рынка, списков клиентов, качества продукции и лояльности. Однако нововведения и консолидация в издательской отрасли приводят Бертина к выводу, что в течение нескольких лет ведущие издательства смогут приобрести эти узкоотраслевые знания и успешно продублировать его лучшие идеи. Он также понимает: создание и построение бизнеса было для него гораздо более приятным делом, чем управленческие и административные задачи, которые он принял на себя, когда компания выросла.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ПОКУПАТЕЛИ

Недавно с Бертином связался частный фонд акций, занимающийся компаниями в разнообразных отраслях экономики, основываясь на оценке потенциала их роста. При первоначальном обсуждении ему не понравилось их внимание к прибыли и очевидное желание в последующие пять лет быстро увеличить объем деятельности компании, а затем или преобразовать ее в публичную корпорацию, или продать крупному издателю. Поскольку они не имели никакого опыта в издании журналов, продажа этому фонду показалась ему малоинтересной.

Один инвестиционный банкир обратился к Бертину от имени *Century Publications*, частной компании, достигшей большого успеха со своими более чем 10 периодическими изданиями в сфере досуга и путешествий. Стремясь охватить новые рынки, они рассматривали вопрос инвестирования в *Cardinal* либо в один или более технологических журналов. Хотя переговоры с ними не дошли до стадии обсуждения цены предложения, они, тем не менее, сообщили, что их предложение будет главным образом в виде акций и последующих выплат на протяжении ряда лет. По опыту владения *Cardinal* Бертин знает о недостаточной ликвидности акций частной компании, особенно если это миноритарный пакет. Учитывая это, он прервал переговоры с *Century*.

Наконец к Бергину обратился Omni Publications, конгломерат разнообразных средств массовой информации, акции которого торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и относятся к диапазону «средней капитализации» — от 30 до 50% относительно рыночной капитализации компаний, торгуемых на NYSE. Они тоже понимали, что североамериканский сельский рынок, особенно потребители старшего возраста, недостаточно охвачен, и уже учредили несколько успешных услуг в сфере средств массовой информации, нацеленных на эту клиентскую базу. Они рассматривали Cardinal как ключевое поглощение, позволяющее им быстрее выйти на этот обывательский рынок.

Хотя Omni уважает Cardinal, они считают его «ленивым динозавром» из-за того, что он не использует информационные технологии, чтобы развивать отношения со своими лояльными клиентами. Omni рассматривает Cardinal как потенциальное золотое дно, не столько из-за его существующих продуктов, сколько из-за недоиспользуемой и недостаточно изученной информации о клиентах. Omni намеревается использовать новое аналитическое программное обеспечение для управления отношениями с клиентами, чтобы собирать и анализировать информацию о них с целью определить, какие продукты и услуги их клиенты хотят получать, в чем нуждаются и за что они готовы платить. Вооруженная этой информацией, Omni как полномасштабная медиакомпания, сможет предложить своей клиентской базе обширный спектр дополнительных продуктов и услуг.

Кажется вероятным, что Omni сумеет улучшить финансовые результаты Cardinal, не изменяя заработка Бертина, в размере приблизительно 1 млн. долл. в течение каждого из первых четырех лет, используя комбинирование интеграции операций и внедрения усовершенствований. По всей вероятности, это займет 18 месяцев, хотя целью компании является завершение этого процесса в течение 12 месяцев после даты поглощения.

После того как руководящие работники Omni, занимающиеся вопросами развития бизнеса, осуществили первоначальный контакт с Бертином, они передали ведение переговоров своей инвестиционной банковской фирме Merrill Goldman. Для эффективного ведения переговоров Бертин нанял опытную команду консультантов в области юриспруденции, налогообложения и оценки, чтобы она определила справедливую рыночную стоимость Cardinal, его максимальную стоимость для Omni, включая синергетические выгоды, и стратегию, позволяющую преуспеть в переговорах. Эта команда выработала информацию, показанную в примерах с 16-1 по 16-6, которая привела к расчету справедливой рыноч-

ной стоимости Cardinal, представленному в примерах с 16–7 по 16–18, и расчету его инвестиционной стоимости для Omnip, включающей синергетические выгоды. Расчет инвестиционной стоимости представлен в примерах 16–19 и 16–20.

ОБЩЕЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОБСТОЯТЕЛЬСТВА

В то время, когда начались переговоры, экономика, похоже, завершала длительный период стабильного экономического роста, причем большинство главных экономических индикаторов сигнализировали о существенном спаде в последующие 12 месяцев. В издательской отрасли аналитики ожидали сокращения расходов на рекламу и предсказывали закрытие ряда наименее слабых изданий. Процентные ставки находились на относительно высоком уровне, и со стороны денежно-кредитных властей не было никаких указаний на то, что в ближайшем будущем ожидается их снижение.

В прошлом году экономика выросла на 2,9% и, согласно прогнозам, должна увеличиться на 2,1% в следующем году. В поддержку умеренного роста в Соединенных Штатах говорят такие факторы, как низкая инфляция, небольшой дефицит федерального бюджета и устойчивые цены на фондовом рынке. Американские потребители отмечают снижение ожиданий, но есть и улучшающиеся экономические параметры, особенно в Европе и Азии. Ожидается, что по мере усиления зарубежных экономик увеличатся импортные цены как на готовую продукцию, так и на сырьевые материалы.

В прошлом году уровень безработицы упал ниже предсказанных 4,8%. Предполагается, что этот показатель умеренно увеличится, в первую очередь вследствие вялой активности на рынке рабочей силы в Соединенных Штатах. Базовая ставка процента, как ожидается, понизится по сравнению с прошлым годом, а доходность 30-летних казначейских облигаций предположительно увеличится до среднего уровня 6,5%.

Потребительские расходы в целом уменьшаются, в то время как инфляция и процентные ставки понижаются. Экономический рост и увеличение занятости замедлились, но продолжают оставаться на нормальном уровне. Эти обстоятельства позволяют предположить наличие стабильной, умеренно растущей экономики.

СПЕЦИФИЧЕСКИЕ ОТРАСЛЕВЫЕ ОБСТОЯТЕЛЬСТВА

После сильных результатов прошлого года издатели журналов ожидают более вялого спроса и прибыли. Хотя журнальный сегмент забирает лишь

приблизительно 5% общей суммы рекламных бюджетов, темпы его роста в издательской отрасли оставались в числе самых высоких. Ключевой причиной этого стала усиливающаяся тенденция к развитию торговых марок, связанная с передачей производителям лицензий на использование наименований журналов. Ожидается продолжительное увеличение объемов использования этой схемы, и, благодаря улучшенному изучению клиентов, расширение предлагаемой продукции также поддержит рост.

В последние годы предложение числа журналов резко увеличилось, несмотря на снижение объема продаж в газетных киосках. Это дополнительное предложение в сочетании с уменьшением розничных торговых площадей из-за более низкого числа круглосуточных магазинов и газетных киосков значительно увеличило конкурентное давление на издателей журналов.

В то время как в объемах продаж журналов доминируют конгломераты, большинство журналов выпускается независимыми издателями. Другие конкурентные факторы, воздействующие на независимых производителей, связаны с повышением цен на бумагу и почтовые затраты, отсутствием экономии от масштаба в производстве и технологии, а также с неспособностью предложить себя главным розничным продавцам с целью позиционирования как привлекательное место для рекламы.

РОСТ

Бертин ожидает, что Cardinal, если продолжит работать как независимый бизнес, достигнет темпа роста в 4% с учетом инфляции. С учетом состояния отрасли это совместимо с отраслевыми прогнозами на ближайший и краткосрочный период. Этот темп скромнее по сравнению с ежегодным ростом Cardinal в размере 15% за последние пять лет. (В целях краткости изложения, в данном примере темп роста и некоторые другие отраслевые и конкурентные факторы принимаются без проведения обычного исследования и анализа, требуемых для выявления этих факторов.)

РАСЧЕТ СПРАВЕДЛИВОЙ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ САМОСТОЯТЕЛЬНО ФУНКЦИОНИРУЮЩЕГО БИЗНЕСА

Примеры с 16-1 по 16-6 представляют исторические результаты работы Cardinal и среднеотраслевые финансовые коэффициенты. Корректировки с целью нормализации чистого дохода Cardinal на инвестированный капитал описываются в последующих разделах.

Пример 16-1. Cardinal Publishing Company: отчеты
о доходах и нераспределенной
прибыли за последние пять лет

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Чистые продажи	\$42 900	\$49 300	\$56 700	\$65 200	\$75 200
Себестоимость реализации	<u>24 400</u>	<u>28 000</u>	<u>32 100</u>	<u>37 800</u>	<u>44 700</u>
Валовая прибыль	18 500	21 300	24 600	27 400	30 500
Операционные расходы	<u>11 600</u>	<u>13 800</u>	<u>16 200</u>	<u>18 900</u>	<u>22 200</u>
Чистый операционный доход	6 900	7 500	8 400	8 500	8 300
Чистые прочие доходы (расходы)	250	200	200	200	200
Прибыль от продажи земли	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>1 500</u>	<u>0</u>
EBITDA	7 150	7 700	8 600	10 200	8 500
Расходы по начисленному износу	<u>900</u>	<u>1 100</u>	<u>1 400</u>	<u>1 400</u>	<u>1 600</u>
EBIT	6 250	6 600	7 200	8 800	6 900
Проценты уплаченные	<u>2 000</u>	<u>2 100</u>	<u>2 100</u>	<u>2 100</u>	<u>2 300</u>
Чистый доход до налогообложения	4 250	4 500	5 100	6 700	4 600
Налоги	<u>1 500</u>	<u>1 600</u>	<u>1 800</u>	<u>2 350</u>	<u>1 600</u>
Чистый доход	<u>2 750</u>	<u>2 900</u>	<u>3 300</u>	<u>4 350</u>	<u>3 000</u>
Нераспределенная прибыль — остаток на начало периода	1 650	3 900	6 200	8 500	11 200
Минус: Дивиденды	<u>500</u>	<u>600</u>	<u>1 000</u>	<u>1 650</u>	<u>900</u>
Нераспределенная прибыль — остаток на конец периода	<u>3 900</u>	<u>6 200</u>	<u>8 500</u>	<u>11 200</u>	<u>13 300</u>

Пример 16-2. Cardinal Publishing Company: отчеты
о доходах и нераспределенной
прибыли за последние пять лет

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Чистые продажи	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Себестоимость реализации	<u>56,9%</u>	<u>56,8%</u>	<u>56,6%</u>	<u>58,0%</u>	<u>59,4%</u>
Валовая прибыль	43,1%	43,2%	43,4%	42,0%	40,6%
Операционные расходы	<u>27,0%</u>	<u>28,0%</u>	<u>28,6%</u>	<u>29,0%</u>	<u>29,5%</u>
Чистый операционный доход	16,1%	15,2%	14,8%	13,0%	11,0%
Чистые прочие доходы (расходы)	0,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Внеоперационные доходы	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	0,0%
Внеоперационные расходы	<u>0,0%</u>	<u>0,0%</u>	<u>0,0%</u>	<u>0,0%</u>	<u>0,0%</u>
EBITDA	16,7%	15,6%	15,2%	15,6%	11,3%
Расходы по начисленному износу	<u>2,1%</u>	<u>2,2%</u>	<u>2,5%</u>	<u>2,1%</u>	<u>2,1%</u>
EBIT	14,6%	13,4%	12,7%	13,5%	9,2%
Проценты уплаченные	<u>4,7%</u>	<u>4,3%</u>	<u>3,7%</u>	<u>3,6%</u>	<u>3,1%</u>
Чистый доход до налогообложения	9,9%	9,1%	9,0%	9,9%	6,1%
Налоги	<u>3,5%</u>	<u>3,2%</u>	<u>3,2%</u>	<u>2,6%</u>	<u>2,1%</u>
Чистый доход	<u>6,4%</u>	<u>5,9%</u>	<u>5,8%</u>	<u>7,3%</u>	<u>4,0%</u>

Пример 16-3.

Cardinal Publishing Company:
балансовый отчет по состоянию
на конец года

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Активы					
Текущие активы:					
Денежные средства и эквиваленты	\$2 250	\$2 500	\$2 850	\$2 100	\$1 650
Задолженность покупателей и заказчиков	12 400	\$13 100	\$13 900	14 950	16 300
Товарно-материальные запасы	<u>3 200</u>	<u>3 400</u>	<u>4 700</u>	<u>6 000</u>	<u>7 650</u>
Итого текущие активы	17 850	19 000	21 450	23 050	25 600
Недвижимость, машины и оборудование (нетто)	10 600	13 150	13 750	14 600	16 600
Прочие активы	<u>1 500</u>	<u>1 400</u>	<u>1 400</u>	<u>1 700</u>	<u>1 400</u>
Итого активов	<u>\$29 950</u>	<u>\$33 550</u>	<u>\$36 600</u>	<u>\$39 350</u>	<u>\$43 600</u>
Обязательства					
Текущие пассивы:					
Счета к оплате	\$7 800	\$7 500	\$8 150	\$8 500	\$9 100
Начисленные расходы	3 600	3 200	3 400	3 200	3 200
Текущая часть долгосрочных заемных средств	<u>4 500</u>	<u>4 750</u>	<u>4 800</u>	<u>5 200</u>	<u>5 600</u>
Итого текущие пассивы	15 900	15 450	16 350	16 900	17 900
Долгосрочные заемные средства	<u>8 450</u>	<u>10 200</u>	<u>10 050</u>	<u>9 550</u>	<u>10 700</u>
Итого пассивы	24 350	25 650	26 400	26 450	28 600
Собственный капитал					
Собственный капитал владельцев:					
Обыкновенные акции	1 700	1 700	1 700	1 700	1 700
Нераспределенная прибыль	<u>3 900</u>	<u>6 200</u>	<u>8 500</u>	<u>11 200</u>	<u>13 300</u>
Чистый собственный капитал владельцев	<u>5 600</u>	<u>7 900</u>	<u>10 200</u>	<u>12 900</u>	<u>15 000</u>
Итого обязательства и собственный капитал	<u>\$29 950</u>	<u>\$33 550</u>	<u>\$36 600</u>	<u>\$39 350</u>	<u>\$43 600</u>

Пример 16-4.

Cardinal Publishing Company:
балансовый отчет, по состоянию
на конец года

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Активы					
Текущие активы:					
Денежные средства и эквиваленты	7,5%	7,5%	7,8%	5,3%	3,8%
Задолженность покупателей и заказчиков	41,4%	39,0%	38,0%	38,0%	37,4%
Товарно-материальные запасы	<u>10,7%</u>	<u>10,1%</u>	<u>12,8%</u>	<u>15,2%</u>	<u>17,5%</u>
Итого текущие активы	59,6%	56,6%	58,6%	58,6%	58,7%
Недвижимость, машины и оборудование (нетто)	35,4%	39,2%	37,6%	37,1%	38,1%
Прочие активы	<u>5,0%</u>	<u>4,2%</u>	<u>3,8%</u>	<u>4,3%</u>	<u>3,2%</u>
Итого активов	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>
Обязательства					
Текущие пассивы:					
Счета к оплате	26,0%	22,4%	22,3%	21,6%	20,9%
Начисленные расходы	12,0%	9,5%	9,3%	8,1%	7,3%
Текущая часть долгосрочных заемных средств	<u>15,0%</u>	<u>14,2%</u>	<u>13,1%</u>	<u>13,2%</u>	<u>12,8%</u>
Итого текущие пассивы	53,1%	46,1%	44,7%	42,9%	41,1%
Долгосрочные заемные средства	<u>28,2%</u>	<u>30,4%</u>	<u>27,5%</u>	<u>24,3%</u>	<u>24,5%</u>
Итого пассивы	81,3%	76,5%	72,1%	67,2%	65,6%
Собственный капитал					
Собственный капитал владельцев:					
Обыкновенные акции	5,7%	5,1%	4,6%	4,3%	3,9%
Нераспределенная прибыль	<u>13,0%</u>	<u>18,5%</u>	<u>23,2%</u>	<u>28,5%</u>	<u>30,5%</u>
Чистый собственный капитал владельцев	<u>18,7%</u>	<u>23,5%</u>	<u>27,9%</u>	<u>32,8%</u>	<u>34,4%</u>
Итого обязательства и собственный капитал	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>

Пример 16-5.

Cardinal Publishing Company:
четыре последних года

	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Денежные потоки от основной деятельности				
Чистый доход/(убыток)	\$2 900	\$3 300	\$4 350	\$3 000
Некассовые расходы, доходы, убытки и приросты, включенные в доход:				
Износ и амортизация	1 100	1 400	1 400	1 600
Прибыль от продажи земли	0	0	(1 500)	0
(Увеличение) уменьшение дебиторской задолженности	(700)	(800)	(1 050)	(1 350)
(Увеличение) уменьшение товарно-материальных запасов	(200)	(1 300)	(1 300)	(1 650)
Увеличение (уменьшение) кредиторской задолженности	(300)	650	350	600
Увеличение (уменьшение) начисленных расходов	<u>(400)</u>	<u>200</u>	<u>(200)</u>	<u>0</u>
Чистые денежные потоки от основной деятельности	2 400	3 450	2 050	2 200
Денежные потоки от инвестиционной деятельности				
Покупка основных средств	(3 650)	(2 000)	(2 550)	(3 600)
Продажа основных средств	0	0	1 800	0
(Увеличение) уменьшение прочих активов	<u>100</u>	<u>0</u>	<u>(300)</u>	<u>300</u>
Чистые денежные потоки от инвестиционной деятельности	(3 550)	(2 000)	(1 050)	(3 300)
Денежные потоки от финансовой деятельности				
Дивиденды	(600)	(1 000)	(1 650)	(900)
Увеличение (уменьшение) долгосрочных заемных средств	<u>2 000</u>	<u>(100)</u>	<u>(100)</u>	<u>1 550</u>
Чистые денежные потоки от финансовой деятельности	1 400	(1 100)	(1 750)	650
Увеличение (уменьшение) чистого денежного потока	250	350	(750)	(450)
Остаток денежных средств на начало года	<u>2 250</u>	<u>2 500</u>	<u>2 850</u>	<u>2 100</u>
Остаток денежных средств на конец года	<u>\$2 500</u>	<u>\$2 850</u>	<u>\$2 100</u>	<u>\$1 650</u>

	Отраслевая норма*	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Текущие активы/текущие обязательства	1,3	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4
Текущие активы за вычетом товарно-материальных запасов/текущие обязательства	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Продажи/дебиторская задолженность	6,4	3,5	3,8	4,1	4,4	4,6
Себестоимость реализации/товарно-материальные запасы	10,9	7,6	8,2	6,8	6,3	5,8
Себестоимость реализации/кредиторская задолженность	8,0	3,1	3,7	3,9	4,4	4,9
Общий заемный капитал/общий заемный и собственный капитал	0,42	0,81	0,76	0,72	0,67	0,66
EBIT/затраты на выплату процентов	3,9	3,1	3,1	3,4	3,7	3,0
Прибыль до налогообложения/совокупные активы	0,12	0,14	0,13	0,14	0,16	0,11
Прибыль до налогообложения/совокупный собственный капитал	0,64	0,76	0,57	0,50	0,30	0,31
Продажи/основные средства по остаточной стоимости	11,2	4,5	4,9	5,3	5,6	6,0
Продажи/совокупные активы	2,1	1,4	1,5	1,5	1,7	1,7
Продажи к оборотному капиталу	17,5	22,0	13,9	11,1	10,6	9,8

* Отраслевая норма представляет собой средние значения, основанные на результатах работы пяти публичных компаний-аналогов, представленных в данном примере, за последние пять финансовых лет.

Пример 16-7. Нормализованный чистый доход
за годы с 1-го по 5-й: для инвестированного
капитала (тыс. долл.)

	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
Доход на инвестированный капитал до налогообложения (EBIT) ^a	6 250	6 600	7 200	8 800	6 900
Корректировки^b					
Чрезмерная компенсация служащим	600	750	800	750	750
Прибыль от продажи земли	0	0	0	-1 500	0
Итого корректировок	600	750	800	-750	750
Скорректированный доход на инвестированный капитал до налогообложения ^c (скорректированная EBIT)	6 850	7 350	8 000	8 050	7 650
Нормализованный доход на инвестированный капитал до налогообложения ^c					8 000
Налоги на доходы: федеральный и штата, оценочно 40% ^d					3 200
Нормализованный чистый доход применительно к инвестированному капиталу					4 800

^a Инвестированный капитал представляет собой доход до вычета затрат на выплату процентов, поэтому он является прибылью для поставщиков заемного и собственного капитала.

^b Корректировки: основание и исследования, связанные с нормализующими корректировками, описаны в повествовательной части примера.

^c Эта сумма была субъективно выбрана как показатель долгосрочных операционных результатов Cardinal по состоянию на конец пятого года. В качестве альтернативы скорректированный доход на инвестированный капитал до налогообложения за пятый год в размере 7 650 тыс. долл. мог быть увеличен на ожидаемый долгосрочный темп роста 4%, что в итоге составило бы приблизительно ту же самую сумму.

^d Эта ставка налога была предложена бухгалтерской фирмой Cardinal. Поскольку расчет использует модель инвестированного капитала на бездолговой основе, здесь не принимается во внимание вычет из налога затрат на уплату процентов. В качестве альтернативы следует уменьшить налог на доходы в размере 40% на затраты на выплату процентов.

Источник: отчеты о доходах Cardinal за годы с 1-го по 5-й.

Аспекты нормализующих корректировок

Пример 16–7 показывает нормализующие корректировки к отчету о доходах Cardinal, вносимые с целью получения скорректированного дохода на инвестированный капитал до налогообложения, известного также как прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT).

Компенсация Лу Бертина

Компенсационный пакет Лу Бертина превышает среднерыночный уровень. Исследование эксперта по работе с персоналом Cardinal показало: общая стоимость среднерыночной компенсации, выплачиваемой независимому главному управляющему издательства размера Cardinal, за прошедшие пять лет позволила бы получить следующую экономию, включая отчисления по фонду оплаты труда:

Год	Экономия
1	\$600 000
2	\$750 000
3	\$800 000
4	\$750 000
5	\$750 000

Компенсация Джефффри Майера

Эта должность необходима для успеха компании, и размер заработной платы соответствует квалифицированному вице-президенту по маркетингу. Таким образом, никакой корректировки не требуется.

Рыночные исследования

В трех из прошедших пяти лет Cardinal тратила от 200 тыс. до 300 тыс. долл. на исследования рынка, чтобы позволить компании лучше понять ее клиентскую базу. Можно возразить, что это неповторяющийся расход, который должен быть возвращен при определении нормализованного дохода. Тем не менее был сделан вывод: эти затраты позволяют компании предлагать интересные продукты, обеспечивающие ее уникальность и позволяющие оставаться привлекательной для клиентов. Эта поправка относится к категории субъективных суждений, которые рассматривают данные расходы как периодические издержки, поскольку они не-

обходимы для компании, чтобы оставаться конкурентоспособной в долгосрочной перспективе.

Прибыль от продажи земли

На 4-м году рассматриваемого периода деятельности компания продала земельный участок за 1,8 млн. долл., получив прибыль в размере 1,5 млн. долл. Поскольку она не является частью постоянного дохода компании, вся сумма вычитается как нормализующая корректировка.

Прочие активы

Эти активы включают свободный земельный участок, прилегающий к компании, и дом в Сент-Мартине, используемый Бертином исключительно для личных целей. Эти активы не создают доходов или расходов, поэтому никаких поправок в отчете о доходах не требуется. Их рыночная стоимость может быть добавлена к стоимости основной деятельности с целью получения полной стоимости собственного капитала Cardinal.

Факторы риска и стоимости

В последующих разделах описываются факторы, которые должны влиять на расчет ставки дисконтирования и капитализации, соответствующих справедливой рыночной стоимости Cardinal. Эти ставки рассчитываются в примерах 16–8 и 16–9.

Экономические обстоятельства

Ожидается, что прогнозируемые более низкие расходы на рекламу окажут негативное влияние на деятельность всех журнальных компаний в последующие 12 месяцев в условиях ухудшения общеэкономических обстоятельств.

Отраслевые и конкурентные соображения

В отраслевых продажах доминируют конгломераты, которые обладают более сильными связями с рекламодателями и намного более мощными системами дистрибуции. Независимые производители сталкиваются с повышенными операционными расходами, такими, как затраты на бума-

Пример 16-8. Ставки, применимые к чистому доходу на собственный капитал (по состоянию на дату оценки)

Символ	Составляющая	Прирост	Ставка
	Доходность долгосрочных казначейских облигаций ^a		6,00%
+	Премия за риск собственного капитала ($R_m - R_f$) ^b		7,50%
=	Среднерыночная доходность акций компаний с высокой капитализацией		13,50%
+	Премия за риск размера ^c		5,50%
=	Среднерыночная доходность, скорректированная до уровня фирм размера десятого дециля		19,00%
Премии за риск конкретной компании:			
+	Отраслевой риск (более крупные и сильные конкуренты)	3,00	
+	Финансовый риск (высокий размер заемных средств)	2,00	
+	Управленческий риск (слабые руководящие кадры и отсутствие плана преемственности)	2,00	
+	Клиентская база (высокая лояльность)	(1,00)	6,00
=	Норма доходности для чистого денежного потока на собственный капитал ^d		25,00
+	Преобразование в норму доходности для чистого дохода ^e		3,00
=	Норма доходности для чистого дохода на собственный капитал		28,00
-	Долгосрочный стабильный темп роста ^f		-4,00
=	Ставка капитализации для чистого дохода на собственный капитал		24,00

^a 20-летние казначейские облигации США

^b Премия за риск собственного капитала применяется для учета дополнительного риска, связанного с инвестированием в publicly торгуемые обыкновенные акции компаний с высокой капитализацией вместо безрисковых 20-летних государственных облигаций США.

Премия за риск, связанный с размером, служит для учета дополнительного риска, ассоциируемого с компанией, чей размер относит ее к десятому децилю на Нью-Йоркской фондовой бирже.

^c Это норма доходности, или ставка дисконтирования, непосредственно применимая к чистому денежному потоку, поскольку она основывается на прибыли инвесторов после вычета налога на доходы инвестируемой ими корпорации.

Преобразование в ставку, непосредственно применимой к чистому денежному потоку, в ставку для чистого дохода выполняется путем применения соответствующего соотношения чистого дохода компании к ее чистому денежному потоку.

Долгосрочный стабильный темп роста был взят из предположения развития ситуации.

Примечание. Ставка, рассчитанная выше в данном примере, соответствует заданию оценки. Эта таблица предназначена для демонстрации процесса расчета этой ставки, и показанные значения служат только для целей иллюстрации. Ставка, используемая для любой другой конкретной оценки, должна учитывать риски, экономические и отраслевые факторы, фактически влияющие на размер оцениваемой доли собственности и предполагаемое использование оценки.

Пример 16-9. Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) и ставка капитализации, применяемая к чистому доходу на инвестированный капитал

Применимые ставки.

Норма доходности, применяемая к чистому доходу (пример 16-8) ^a	28,00%
Затраты на заемный капитал (базисная ставка +)	10,00%
Ставка налога для налоговой категории компании	40,00%

Структура капитала (по рыночной стоимости) ^b :	45,6%
Заемный капитал	54,4%
Собственный капитал	

Расчет WACC и преобразование в ставку капитализации

Составляющая	Чистая ставка	Коэффициент ^b	Вклад в WACC
Заемный капитал по ставке заимствования $(1 - t)^c$	6,00%	0,456	2,74%
Норма доходности собственного капитала	28,00%	0,544	15,23%
Норма доходности WACC для чистого дохода на инвестированный капитал			17,97%
Минус: долгосрочный стабильный рост ^d			-4,00%
Ставка капитализации для чистого дохода на инвестированный капитал ^e			13,97%

^a Норма доходности, применяемая к чистому доходу из примера 16-8, является ставкой дисконтирования собственного капитала в размере 28%. Расчет ставки капитализации собственного капитала в размере 24% показан в примере 16-8, но в данном расчете не используется. Ставка капитализации WACC вычисляется в примере 16-9.

^b Соотношение собственного и заемного капитала приводится на основании рыночной стоимости. Оно было получено путем применения формулы, объясняемой в главе 9:

$$E_{\text{вм}} = \frac{NCF_{\text{и}} - D(C_{\text{п}} - g)/(C_{\text{т}} - g)}{C_{\text{т}} - g}$$

$$\begin{array}{rcl} \$19\,442 = \frac{\$4\,992 - \$16\,300 \times (0,06 - 0,04)}{0,28 - 0,04} & \begin{array}{l} \$19\,442 \\ +16\,300 \\ \hline \$35\,742 \end{array} & \begin{array}{l} 54,4\% \\ +45,6\% \\ \hline 100,0\% \end{array} \end{array}$$

В этом расчете в качестве прибыли используется чистый доход на инвестированный капитал, а не $NCF_{\text{х}}$. Чтобы внести поправку на это различие, $C_{\text{т}}$ корректируется со ставки 25% для чистого денежного потока, полученного в примере 16-8, на ставку 28% для чистого дохода в том же примере.

Ставка заимствования в размере 10% уменьшается до 6% затрат на заемный капитал, поскольку чистые затраты на заемный капитал уменьшаются налоговой субсидией, предоставляемой в результате вычитания затрат на выплату процентов.

^d Долгосрочный стабильный темп роста был взят из вводных параметров данного примера. Он вычитается из ставки дисконтирования, преобразуя ее тем самым в ставку капитализации.

^e Ставка капитализации WACC применима к чистому доходу на инвестированный капитал, т.е. доходу на собственный и заемный капитал. Если бы Cardinal не использовала заемные средства, эта сумма была равна чистому доходу на собственный капитал. Затем фактический процентный заемный капитал Cardinal будет вычтен из стоимости инвестированного капитала, и в итоге будет указана стоимость собственного капитала.

гу и почтовые тарифы, оставаясь более слабыми в технологическом плане. Каждый год запускаются многочисленные журналы, и больше половины из них терпят неудачу в течение 12 месяцев, а из оставшихся – 95% прекращают свое существование в пределах пяти лет с момента открытия.

Финансовые условия и доступ к капиталу

Компания имеет значительный размер долговых обязательств и испытывает нехватку капитала для технологического перевооружения.

Управленческий персонал

Лу Бертин, приближающийся к обычному для ухода от дел возрасту, является единственным служащим Cardinal, способным осуществлять высшее руководство. Отсутствует управление маркетингом, ощущается недостаток старшего менеджмента.

Знания о клиентах, находящиеся в собственности компании

Рыночные исследования Cardinal раскрыли существенную информацию относительно потребительских вкусов и привычек значительного неохваченного сегмента североамериканского населения. В то время как большие издатели начинают понимать потенциальную покупательную способность этой клиентской базы и хотят использовать ее, Cardinal как независимому бизнесу не хватает ни финансовых ресурсов, ни маркетинговой экспертизы, чтобы заработать на своих знаниях.

Клиентская база

Cardinal обладает базой высококояльных клиентов, привлекаемых отличным качеством фотографий, популяризацией домашнего образа жизни и низкими подписными ценами компании.

Расчет справедливой рыночной стоимости по методу капитализации

При использовании нормализованного чистого дохода на инвестированный капитал в размере 4 992 тыс. долл., вычисленного в примере 16–10, и средневзвешенных затрат на капитал, полученных в примере 16–9,

Расчет справедливой рыночной стоимости на контрольном уровне для 100% собственного капитала Cardinal даст результат 19 434 тыс. долл., а стоимость инвестированного капитала составляет 35 734 тыс. долл. В этом расчете используется метод капитализации, поскольку доходы Cardinal в период с 1-го по 5-й годы оставались достаточно стабильными, чтобы можно было получить надежную оценку производительности компании, ориентируясь на прибыль в течение только одного периода. Использование этого метода также поддерживается выбором долгосрочного темпа роста 4%, который представляется адекватным для Cardinal с учетом общеэкономических, отраслевых и внутрифирменных обстоятельств.

Модель инвестированного капитала, обычно применяемая в оценках для целей слияний и поглощений, используется с долями заемного и собственного капитала, откорректированными по рыночным значениям, а не по балансовой стоимости. В качестве меры дохода выбран чистый доход, а не чистый денежный поток, чтобы продемонстрировать его использование, хотя обычно предпочтение отдается чистому денежному потоку.

Нормы доходности были откорректированы с чистого денежного потока в чистый доход, чтобы предотвратить искажения, возникающие из-за несоответствия друг другу нормы и дохода.

Стоимость инвестированного капитала в размере 35 733 715 долл. из примера 16-10 делится на нормализованные суммы EBIT и прибыль до уплаты процентов, налогов и вычета амортизации (EBITDA) 5-10 года, что позволяет получить итоговые расчетные мультипликаторы EBIT и EBITDA, приведенные в примере 16-11.

Расчет справедливой рыночной стоимости по методу публичной компании-аналога

Используя три нормализованных значения дохода на инвестированный капитал и мультипликаторы показателей основной деятельности за 5-й год, метод публичной компании-аналога позволил рассчитать справедливую рыночную стоимость 100% инвестированного капитала и собственного капитала Cardinal. Метод публичной компании-аналога применяется, поскольку поиск идентифицировал в печатной и издательской отрасли некоторое количество публично торгуемых компаний, которые были подобны Cardinal в степени, достаточной для определения стоимости, основываясь на цене, уплаченной за альтернативные инвестиции на публичных рынках.

Метод публичной компании-аналога использует модель инвестированного капитала, где доходы на заемный и собственный капитал включают EBIT, EBITDA и выручку. Эти уровни дохода сравниваются с рыночной стоимостью инвестированного капитала (MVIC), а не с ценой акции, поскольку данные доходы приходятся на заемный и собственный капитал. Основываясь на исследованиях и анализе компаний-аналогов, учитывающих показатели их работы и стратегически сильные и слабые стороны наряду с отраслевыми обстоятельствами и тенденциями, было произведено их сравнение с Cardinal, исходя из различных критериев результатов работы. Для каждой из компаний-аналогов были рассчита-

Пример 16–10. Преобразование метода капитализации
для инвестированного капитала
применительно к собственному капиталу

	Рассчитанная стоимость (в тыс.)
Нормализованный исторический чистый доход на инвестированный капитал (пример 16–7)	\$4 800
Применение долгосрочных стабильных темпов роста к чистому доходу прошлых лет (4%)	x 1,04
Нормализованный прогнозируемый чистый доход на инвестированный капитал	\$4 992
Ставка капитализации WACC к чистому доходу на инвестированный капитал (пример 16–9)	13,97%
Рассчитанная стоимость инвестированного капитала	\$35 734
Минус: Процентный заемный капитал	\$16 300
Справедливая рыночная стоимость собственного капитала	\$19 434

Пример 16-11. Справедливая рыночная стоимость:
результатирующие мультипликаторы
скорректированных EBIT/EBITDA (в тыс.)

	Год 5	Результатирующий мультипликатор EBIT	Результатирующий мультипликатор EBITDA
Нормализованный EBIT за 5-й год	\$7 650	4,67	
Нормализованный EBITDA за 5-й год	\$9 250		3,86

ны следующие соотношения, включая среднеарифметические и медианные значения каждого из коэффициентов:

$$\begin{aligned} & \text{MVIC/EBIT} \\ & \text{MVIC/EBITDA} \\ & \text{MVIC/Выручка} \end{aligned}$$

Чтобы начать поиск компаний-аналогов, мы выбрали следующие критерии:

Публичные компании-аналоги

Отрасль	SIC 2841: печать и издательство
Размер	Ежегодные продажи между 7,5 млн. и 750 млн. долл. (в пределах 10-кратного размера Cardinal)
Время	Сделки на дату оценки
Тип	Сделки с миноритарными пакетами
Статус	Прибыльные, кредитоспособные в финансовом отношении и использующие разумный рычаг компании, акции которых свободно и активно торгуются
Рост	Компании, чьи недавние исторические и прогнозируемые темпы роста достаточно близки
Местонахождение	Американские корпорации

Были отобраны следующие компании-аналоги:

<i>Название</i>	<i>Последний финансовый год</i>	<i>Продажи в последний финансовый год (долл.)</i>
CRP Publications	31.12. Год 5-й	144 496 402
Night Rider, Inc.	30.09. Год 5-й	66 851 000
Industry Trends	30.06. Год 5-й	597 165 000
Hanover Media	31.03. Год 5-й	361 822 000
Leisure Living	31.12. Год 5-й	662 501 000

Ниже следует краткое описание каждой компании.

- CRP Publications: диверсифицированная компания средств массовой информации, выпускающая девять журналов, которые охватывают отрасли новых технологий. Предоставляет также услуги по исследованию рынка.
- Night Rider, Inc.: работает через три дочерних компании, издающих узкоспециализированные журналы о мотоциклах, грузовых автоперевозках и татуировках.
- Industry Trends: издает 21 узкоспециализированный отраслевой журнал и информационный бюллетень, которые продаются через членство в соответствующих отраслевых ассоциациях.
- Hanover Media: издает, производит и распространяет журналы, интернет-услуги и книги христианской направленности, а также продает ассортимент сувенирной и канцелярской продукции религиозного характера.
- Leisure Living: продает курорты и тайм-шеры, а также три потребительских журнала, охватывающих отрасль досуга и путешествий.

Из доступных публичных источников была собрана обширная информация о пяти публичных компаниях-аналогах, включая их годовые отчеты, формы 10-K Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также информацию от различных информационных служб, освещающих фондовый рынок, собранную из отчетов аналитиков этой отрасли. Были проанализированы операционные результаты, финансовое положение и денежные потоки каждой компании. Были рассмотрены их конкурентные преимущества и недостатки в свете отраслевых и общеэкономических обстоятельств. Из этих данных была сформирована обобщенная

информация об операционных результатах работы компаний, представленная в примере 16–12.

Из данных, представленных в примере 16–12, рассчитываются операционные коэффициенты, сравнивающие рыночную стоимость инвестированного капитала с EBIT, EBITDA и выручкой на акцию, и представленные в примере 16–13 наряду с итоговыми среднеарифметическими и медианными коэффициентами для каждого операционного параметра. Они отражают общее мнение инвесторов о стоимости этих пяти компаний в данной отрасли и представляют базис для выбора соответствующих мультипликаторов применительно к Cardinal, исходя из этих альтернативных инвестиционных вариантов.

Стратегическое положение и операционные результаты Cardinal сравниваются с компаниями-аналогами с учетом различных ранее описанных факторов риска, включая управленческие ограничения Cardinal, высокий уровень долговых обязательств, сильную лояльность клиентов и наличие более крупных и сильных конкурентов. Сравнение Cardinal с аналогами по конкретным финансовым показателям представлено в примере 16–11.

Основываясь на этом сравнении Cardinal с публичными компаниями-аналогами, мы отобрали показанные в примере 16–15 мультипликаторы стоимости как соответствующие Cardinal при сравнении с компаниями-аналогами с учетом результатов работы и профиля риска Cardinal.

Оценка стоимости собственного капитала методом компании-аналога

В примере 16–16 рыночная стоимость долгосрочного заемного капитала компании вычтена из ранее определенной стоимости инвестированного капитала, чтобы получить стоимость собственного капитала, которая по результатам рыночного подхода округлена до 21 млн. долл.

Расчет справедливой рыночной стоимости по методу слияний и поглощений

В процессе поиска рыночных данных было идентифицировано одно стратегическое поглощение, которое рассматривалось для возможного использования в целях сравнения. В этой сделке, произошедшей в первом квартале 5-го года, компания Granite Publishing приобрела Western Media, представлявшую собой сеть из шести местных газет и электронных информационных служб, расположенных на юго-западе Соединенных Штатов. Western торговалась на фондовой бирже NASDAQ, и в этом

Пример 16-12.

Результаты деятельности
компаний-аналогов в расчете на 1 акцию

	<i>MVIC/акция</i>	<i>EBIT/акция</i>	<i>EBITDA/акция</i>	<i>Выручка/акция</i>
CRP	\$19,85	\$1,12	\$1,32	\$15,27
Night	\$5,32	\$1,62	\$2,83	\$17,73
Industry	\$61,05	\$9,63	\$11,70	\$88,48
Hanover	\$13,69	\$1,58	\$1,93	\$11,80
Leisure	\$28,03	\$4,92	\$5,73	\$63,70

Пример 16-13.

Операционные коэффициенты
компаний-аналогов в расчете на 1 акцию

	<i>MVIC/EBIT</i>	<i>MVIC/EBITDA</i>	<i>MVIC/выручка</i>
CRP	17,66	15,07	1,30
Night	3,29	1,88	0,30
Industry	6,34	5,22	0,69
Hanover	8,67	7,10	1,16
Leisure	5,70	4,89	0,44
Среднеарифметическое	8,33	6,83	0,78
Медиана	6,34	5,22	0,69

сделке Granite уплатила премию в 72% сверх котировок акций Western до поглощения. Эта сделка, оплаченная акциями Granite, отразила коэффициент, соответствующий девятикратному превышению прогнозируемого значения EBITDA для Western. За последние 10 лет Granite совершила множество таких поглощений местных и региональных газетных сетей, что является частью долгосрочных тенденций консолидации в газетной отрасли. Дальнейший анализ этой сделки и других ей подобных, заключенных Granite, привел к выводу, что уплаченная цена и итоговые коэффициенты этой сделки отражают синергии, уникальные для Granite, и не дают надежного обоснования для определения стоимости Cardinal. В целом неправильно пытаться устанавливать «мнение рынка», основываясь на результатах единственной сделки.

Пример 16-14.

Сравнение Cardinal
с компаниями-аналогами

	Описание	Сравнение с компаниями- аналогами
Ликвидность	Коэффициенты текущей и срочной ликвидности Cardinal чуть выше среднего уровня отрасли, показанного в примере 16-6. В прошлом году объем денежных средств Cardinal уменьшился, а текущие обязательства увеличились	Слегка слабее
Управление активами	Совокупные активы, дебиторская задолженность, товарно-материальные запасы и основные средства Cardinal находятся на существенно более высоких уровнях относительно продаж компании, чем у любой из публичных компаний-аналогов. Это отражает значительную неэффективность использования всех этих активов и резко уменьшает денежный поток для поставщиков капитала	Значительно слабее
Финансовый рычаг	Заемный капитал Cardinal, хотя и устойчиво уменьшается в течение последних пяти лет как процент от совокупных активов, но его результат остается выше, чем у четырех из пяти компаний-аналогов	Слабее
Доходность	Более высокая доходность Cardinal несколько компенсирует более слабое использование активов компании, позволяя приносить прибыль, близкую компаниям-аналогам	На среднем уровне
Рост	15%-ный совокупный годовой темп роста Cardinal за последние пять лет оказался меньше, чем у трех из пяти компаний-аналогов, но ее прогнозируемый долгосрочный рост близок к ожидаемому и у компаний-аналогов, и в отрасли	На среднем уровне

Пример 16-15. Расчет стоимости инвестированного капитала Cardinal, основанный на подходе по методу компании-аналога

Процедура	Нормализованные результаты деятельности за 5-й год	×	Мультипликатор стоимости	=	Оценочная стоимость инвестированного капитала
MVIC/ EBIT	7 650	×	5,00	=	38 250
MVIC/ EBITDA	9 250	×	4,00	=	37 000
MVIC/ выручка	75 200	×	0,50	=	37 600

Пример 16-16. Расчет стоимости собственного капитала Cardinal, основанный на подходе по методу компании-аналога

Процедура	Оценочная стоимость инвестированного капитала	–	Рыночная стоимость долгосрочного заемного капитала	=	Оценочная стоимость собственного капитала
MVIC/ EBIT	38 250	–	16 300	=	21 950
MVIC/ EBITDA	37 000	–	16 300	=	20 700
MVIC/ выручка	37 600	–	16 300	=	21 300

Отказ от метода скорректированной балансовой стоимости

Чтобы рассмотреть справедливую рыночную стоимость Cardinal с точки зрения стоимости активов, принадлежащих компании, можно было бы выполнить расчет, прибегнув к методу скорректированной балансовой стоимости. Этот метод, предполагающий извлечение стоимости из гипо-

тетической возможности продажи отдельных материальных и нематериальных активов компании, не отражает непосредственно общую нематериальную стоимость, которая может существовать как результат технологии, клиентской базы, репутации и других общих факторов, характерных для этой компании. Хотя общую стоимость этих факторов можно выяснить через расчет, известный как *метод избыточных прибылей*, при оценке для целей слияния и поглощения это, как правило, не делается. Этот метод применяется обычно только в оценке очень мелких предприятий, вроде частной практики, поэтому для оценки Cardinal он использоваться не будет.

Резюме и выводы по справедливой рыночной стоимости

Результаты процедур оценки, использованных для расчета справедливой рыночной стоимости собственного капитала Cardinal, обобщены в примере 16–17. После использования различных методологий согласования результатов, объясненных в главе 13, справедливая рыночная стоимость собственного капитала, включая внеоперационные активы Cardinal, определена в размере 20,1 млн. долл.

РАСЧЕТ ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ

Данный расчет инвестиционной стоимости будет использовать метод дисконтирования, а также учитывать синергетические эффекты, которые могут быть достигнуты через это поглощение.

Факторы риска и стоимости

Чтобы получить ставку дисконтирования для собственного капитала и средневзвешенные затраты на капитал (WACC), используемые с позиции Omni в оценке Cardinal, нужно внести показанные в примере 16–18 поправки к ставкам, ранее рассчитанным для Cardinal в примерах 16–8 и 16–9. Omni — публично торгуемая компания со средней капитализацией, поэтому поправка на размер для Omni значительно меньше, чем для Cardinal. Кроме того, большинство специфических факторов риска компании для Cardinal можно исключить, когда он работает как бизнес-подразделение Omni. При расчете премии за специфический риск компании для Omni дополнительный риск, создаваемый присутствием конкурентов, намного более крупных, чем Cardinal, устраняется благодаря

**Согласование полученных значений стоимости независимо
функционирующего бизнеса и внесение адекватных скидок/премий
для выведения итогового заключения о стоимости**

		Значение для метода		Поправки на различия в стоимости		После внесения поправок			
Метод оценки	Размер оцениваемой доли собственности	Стоимость	База	Контроль	Ликвидности	Стоимость	База	Внутренний	Внешний вклад в стоимость
Метод капиталовзации чистого дохода на инвестированный капитал	100%	\$19 434 000	Условно свободно торгуемый	0%	7%*	\$18 074 000	Контрольный рыночный	60%	\$10 844 000
Метод публикации компаний	100%	\$21 000 000	Условно свободно торгуемый	0%	7%*	\$19 530 000	Контрольный рыночный	40%	\$7 812 000
Справедливая рыночная стоимость 100% доли собственности в закрытой компании на операционном контрольном уровне стоимости									\$18 656 000
Плюс: внеоперационные активы									\$1 400 000
Справедливая рыночная стоимость 100% доли собственности в закрытой компании на контрольном уровне стоимости									\$20 056 000
Деление на число выпущенных и находящихся в обращении акций									1 000 000
Справедливая рыночная стоимость одной акции в закрытой компании на контрольном уровне стоимости									\$20,06

* Скидка на отсутствие ликвидности оценивается в размере 7%, что примерно описывает транзакционные затраты, необходимые для продажи компании.

Пример 16–18. Нормы доходности (ставка дисконтирования), применимые к чистому денежному потоку на собственный капитал (по состоянию на дату оценки)

Символ	Составляющая	Прирост	Ставка
	Доходность долгосрочных казначейских облигаций ^a		6,00%
+	Премия за риск собственного капитала $(R_m - R_f)^b$		7,50%
=	Среднерыночная доходность акций компаний с высокой капитализацией		13,50%
+	Премия за риск размера ^c		1,00%
=	Среднерыночная доходность, скорректированная до уровня фирм размера десятого дециля		14,50%

Корректировки премии за специфический риск компании^d:

+	Отраслевой риск	1,00	
+	Финансовый риск	0,00	
+	Управленческий риск	0,00	
+	Клиентская база (потенциал продаж)	(1,00)	0,00
=	Норма доходности для чистого денежного потока на собственный капитал ^e		14,50%

^a 20-летние казначейские облигации США.

^b Премия за риск собственного капитала применяется для учета дополнительного риска, связанного с инвестированием в публично торгуемые обыкновенные акции компаний с высокой капитализацией вместо безрисковых 20-летних государственных облигаций США.

^c Эмпирические сведения указывают, что размер $Omni$ будет все же оправдывать премию за размер приблизительно в 1%.

^d Отсутствие у $Omni$ опыта или знаний на этом рынке увеличивает ее общий профиль риска. Часть синергии от поглощения $Omni$ Cardinal заключается в том, что будут устранены либо уменьшены следующие факторы риска: слабый менеджмент и высокий размер долговых обязательств Cardinal до слияния. $Omni$ включает: покупательный потенциал неохваченной клиентской базы снижает риск.

^e Эта норма доходности, или ставка дисконтирования, непосредственно применима к чистому денежному потоку, поскольку она основывается на прибыли инвесторов после вычета налога на доходы корпорации.

Пример 16–19. Средневзвешенные затраты на капитал (WACC) и ставка капитализации, применимые к чистому денежному потоку на инвестированный капитал

<i>Применимые ставки:</i>	
Норма доходности, применимая к чистому денежному потоку (пример 16–8) ^a	14,50%
Затраты на заемный капитал (базисная ставка)	9,00%
Ставка налога для налоговой категории компании	40,00%
<i>Структура капитала Opi (по рыночной стоимости)^b:</i>	
Заемный капитал	25%
Собственный капитал	75%

Расчет WACC и преобразование в ставку капитализации

<i>Составляющая</i>	<i>Чистая ставка</i>	<i>Коэффициент^c</i>	<i>Вклад в WACC</i>
Заемный капитал по ставке заимствования $(1 - t)^d$	5,40%	0,25	1,35%
Собственный капитал	14,50%	0,75	10,88%
<i>Ставка дисконтирования WACC для чистого денежного потока на инвестированный капитал</i>			12,23%
<i>Минус: долгосрочный стабильный рост^e</i>			- 4,00%
<i>Ставка капитализации для чистого денежного потока на инвестированный капитал^f</i>			8,23%

^a Ставка дисконтирования, применимая к прогнозируемому чистому денежному потоку, взята из примера 16–18.

^b Соотношение заемного и собственного капитала Opi извлечено из рыночных значений стоимости соответствующих элементов инвестированного капитала Opi.

^c Этот коэффициент представляет соотношение заемного и собственного капитала (см. примечание b).

^d Opi заимствует по базисной ставке.

^e Долгосрочный стабильный темп роста взят из вводных параметров к примеру.

^f Ставка капитализации WACC применяется к чистому денежному потоку на инвестированный капитал, т.е. чистому денежному потоку, включающему прибыль на заемный и собственный капитал.

размеру и рыночной силе Omni. Но поскольку Omni не обладает существенными знаниями или опытом на «деревенском» рынке, обслуживаемом Cardinal, необходимо добавить премию риска в размере 1%, чтобы отразить вхождение на менее определенный рынок. Финансовая сила Omni устраняет финансовый и управленческий факторы риска, существующие у Cardinal как у самостоятельно функционирующего бизнеса.

Хотя остаются некоторые сомнения, сохранится ли высокая лояльность клиентов Cardinal, когда компания будет работать как подразделение конгломерата, менеджмент Omni привлекает очень высокий неиспользованный покупательный потенциал этой клиентской базы. В то время как Cardinal испытывает недостаток профессионализма и ресурсов, чтобы воспользоваться преимуществом этого покупательного потенциала, Omni видит здесь существенную синергетическую выгоду, уменьшающую рискованность данного поглощения.

Ставка дисконтирования собственного капитала в размере 14,5% из примера 16–18 комбинируется с затратами на заемный капитал Omni по базисной ставке 9%, исходя из рыночной стоимости заемного и собственного капитала Omni, показанной в примере 16–19, позволяя получить ставку дисконтирования WACC 12,23% и ставку капитализации WACC 8,23%.

Из сравнения ставки дисконтирования WACC Omni в размере 12,23% в примере 16–19 с соответствующим показателем Cardinal 17,97% из примера 16–9 становится очевидным, что деятельность Cardinal значительно более безопасна в рамках размера и структуры Omni, чем при работе в статусе независимого бизнеса. Таким образом, первым фактором, способствующим увеличению инвестиционной стоимости Cardinal для Omni сверх его справедливой рыночной стоимости, становится снижение риска.

Вопросы нормализующих синергетических поправок и корректировок чистого денежного потока

Пример 16–20 показывает нормализующие корректировки и расчет чистого денежного потока на инвестированный капитал, прогнозируемого для поглощения Omni Cardinal.

Компенсация Лу Бертина

Оценочное превышение компенсацией Бертина среднерыночного уровня на 750 тыс. долл. в год будет скорректировано так же, как это было сделано

при оценке компании как самостоятельно функционирующего бизнеса. Omni пришла к выводу: менеджмент Cardinal был достаточно слабым, чтобы для главного управляющего требовалась компенсация рыночного уровня. Далее Omni решила, что по возможности Бертина следует удержать, чтобы использовать его специализированные знания и облегчить бизнес-процесс в переходный период. При структурировании этой сделки одним из вариантов было продолжение выплаты Бертину компенсации выше среднерыночной, но таким образом, чтобы для покупателя этот расход вычитался из налогооблагаемой базы, а компенсация продавца облагалась налогом только один раз на уровне частного лица. Цену покупки можно было бы уменьшить на размер чрезмерной компенсации, хотя стороны должны проконсультироваться со специалистами в области налогообложения и юриспруденции относительно законности этого платежного соглашения.

Компенсация Джеффри Майера

Для компенсации Майера никакой корректировки не требуется. Ожидается, что он не останется работать в компании после поглощения, но его зарплата будет выплачиваться подходящей заменой.

Рыночные исследования

Информация проведенных маркетинговых исследований рынка остается критически важной для Omni, в особенности из-за мнения покупателя, что Omni сумеет найти лучшее применение недоиспользованному коммерческому потенциалу этого рынка. Никаких корректировок не требуется.

Неработающие активы

Не требуется никаких поправок к прибыли компании по этим статьям, покупать которые Omni не изъявляет желания. Поэтому они не рассматриваются как часть операционной стоимости компании, но будут добавлены при расчете стоимости инвестированного капитала и собственного капитала всего предприятия.

Вознаграждение директорам

Cardinal списывал ежегодные административные затраты в размере 40 тыс. долл., связанные с выплатами совету директоров, который будет немедленно ликвидирован после продажи компании.

Выходные пособия

По оценке руководства Omni, в течение первых двух лет после поглощения погребутся ежегодные затраты в размере 800 тыс. долл., связанные с увольнением служащих.

Транзакционные издержки

По оценке руководства Omni, во время поглощения компании Cardinal возникнут связанные с этим процессом юридические, налоговые и посреднические издержки, которые составят 1,8 млн. долл.

Увеличение выручки

Предполагается использовать имеющиеся у Omni преимущества в части обладания гораздо более совершенным менеджментом при работе с клиентами, диверсифицированной системой дистрибуции и более высокой способностью создавать доход от рекламы. Поэтому рост выручки Cardinal в 6-м году сверх спрогнозированного до поглощения ежегодного увеличения на 4% дохода на инвестированный капитал до налогообложения (показанного в первой строке примера 16-20) — приведет к превышению этого уровня дохода на 1 млн. долл. в год в период с 7-го по 9-й годы и далее на 400 тыс. долл. в год. После этого рост Cardinal должен приблизиться к среднеотраслевому годовому темпу в 4%.

Экономия на стоимости реализации

После улучшения структуры капитальных затрат в 6-м году ожидается, что себестоимость реализации уменьшится, как прогнозируется в примере 16-20. Напоминаем, при оценке в реальной ситуации эти прогнозируемые изменения обосновывались бы существенными деталями и анализом.

Улучшение структуры операционных расходов

Omni использует собственную диверсифицированную систему рекламы и дистрибуции, что позволит уменьшить операционные расходы Cardinal на 200 тыс. долл. в 6-м году, на 400 тыс. долл. — в 7-9-м годах, а в последующем — на 100 тыс. долл.

Амортизационные отчисления

Амортизационные отчисления будут следовать историческим тенденциям, где увеличения отражают капиталовложения, сделанные в первые годы после поглощения.

Капиталовложения

Omnі использует новейшие издательские технологии и обладает избыточными мощностями, которые будут частично задействованы, чтобы удовлетворить на первых порах потребности Cardinal. Поскольку в качестве одного из условий сделки Лу Бертин потребовал, чтобы производство осталось на прежнем месте, в 6-й и 7-й годы будут произведены существенные капиталовложения, чтобы поднять производственные мощности Cardinal до текущих стандартов. После этого капиталовложения будут расти соразмерно с продажами.

Оборотный капитал

Ожидается, что оборотный капитал будет увеличиваться в соответствии с прогнозом, представленным в примере 16–20, что совместимо с текущими характеристиками работы Omnі. Руководство Omnі не ожидает получения существенного денежного потока от ликвидации избыточной дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов, имеющихся у Cardinal на дату сделки. В долгосрочном или постпрогнозном периоде предполагается, что оборотный капитал будет расти с ожидаемым долгосрочным темпом роста в 4%.

Расчет инвестиционной стоимости для Omnі методом дисконтирования

Используя спрогнозированный чистый денежный поток на инвестированный капитал, отражающий поправки к денежному потоку и на синергетический эффект, рассчитываются инвестиционные стоимости 100% инвестированного капитала и собственного капитала Cardinal, составляющих 50 110 тыс. и 33 810 тыс. долл. соответственно, как это показано в примере 16–20.

Пример 16-20. Максимальная инвестиционная стоимость инвестированного капитала Cardinal (в тыс.)

Наименование	Год 6	Год 7	Год 8	Год 9	Конечный год
Нормализованный доход на инвестированный капитал до налогообложения, увеличивающийся ежегодно на 4% в соответствии с прогнозом для самостоятельно функционирующего бизнеса	\$7 956	\$8 274	\$8 605	\$8 949	\$9 307
Синергии					
Избыточная зарплата Бертина	\$750	\$750	\$750	\$750	\$750
Вознаграждение директорам	\$40	\$40	\$40	\$40	\$40
Выходные пособия	\$-800	\$-800	\$0	\$0	\$0
Транзакционные издержки	\$-1 800	\$0	\$0	\$0	\$0
Увеличение доходов	\$0	\$1 000	\$1 000	\$1 000	\$400
Экономия себестоимости реализации	\$0	\$800	\$500	\$700	\$300
Сокращение операционных расходов	\$200	\$400	\$400	\$400	\$100
Итого синергетические поправки	\$-1 610	\$1 690	\$2 690	\$3 190	\$1 590
Скорректированный доход на инвестированный капитал до налогообложения	\$6 346	\$9 964	\$11 295	\$11 839	\$10 897
Налоги (40% — федеральные и штата)	\$-2 538	\$-3 986	\$-4 518	\$-4 736	\$-4 359
Нормализованный чистый доход на инвестированный капитал	\$3 808	\$5 978	\$6 777	\$7 103	\$6 538
Поправки к чистому денежному потоку на инвестированный капитал					
Амортизация	\$1 800	\$2 400	\$2 000	\$2 000	\$2 000
Капиталовложения	\$-6 500	\$-4 500	\$-4 000	\$-4 000	\$-2 400
Изменение оборотного капитала	\$-100	\$-500	\$-550	\$-600	\$-650
Чистый денежный поток на инвестированный капитал	\$-992	\$3 378	\$4 227	\$4 503	\$5 488
Ставка капитализации, применимая к терминальной стоимости (ставка дисконтирования 12,23 минус долгосрочный стабильный темп роста 4%): деление на 8,23%					+ 8,23%
Капитализированная стоимость чистого денежного потока на инвестированный капитал конечного года					\$66 683
Фактор дисконтирования на середину года 12,23% (конец года в 10-ом году)	0,9439	0,8411	0,7494	0,6678	0,6303
Текущая стоимость прогнозных лет и капитализированной остаточной терминальной стоимости	-936	2 841	3 168	3 007	42 030
Инвестиционная стоимость инвестированного капитала (совокупная текущая стоимость)					\$50 110
Минус: рыночная стоимость процентного заемного капитала					\$-16 300
Инвестиционная стоимость собственного капитала					\$33 810
Минус: рыночная операционная стоимость собственного капитала Cardinal (без учета неработающих активов) до слияния (пример 16-17)					\$-18 656
Расчитанное увеличение стоимости собственного операционного капитала Cardinal после слияния (максимальная инвестиционная стоимость)					\$15 154