

The  
Economist

# حکایت شکست می خورید؟

کسب و کارها شکست می خورند  
و چگونه می توان آنها را احیاء کرد؟

آنا فالتن، مایکل دریسن  
مترجم: صوفیا نصرالهی

اللَّهُمَّ ارْحَمْنَا

سرشناسنامه:

عنوان و پدیدآور: درس‌هایی برای موفقیت تجاری

مشخصات نشر: کارآفرین ۱۳۹۶

مشخصات ظاهری: ۳۳۴ ص عنوان اصلی: چرا شکست می‌خورید؟

موضوع: چرا کسب‌وکارها زمین می‌خورند و چگونه می‌توان آنها را احیاء کرد؟

موضوع: اقتصاد/کارآفرینی/مدیریت کسب‌وکار



چرا شکست می‌خورید؟

نویسنده: آنا فالتن، مایکل دریسن و اسکات مولر

شورای سیاست‌گذاری: مصطفی درویشی، بهراد مهرجو

مترجم: صوفیا نصرالهی

ویراستار: حامد زارع

گرافیک و صفحه‌آرایی: آتلیه آینده‌نگر / رضا دولت‌زاده

چاپ اول: تابستان ۱۳۹۶

تیراژ: ۱۵۰۰ نسخه

لیتوگرافی و چاپ: صنوبر

صحافی: سپیدار

# چرا شکست می خورید؟

چرا کسب و کارها شکست می خورند  
و چگونه می توان آنها را احیاء کرد؟

آنا فالتن، مایکل دريسن  
مترجم: صوفيا نصرالهي



آنا دهنگ

The  
Economist





## درباره نویسندگان

آنا فالتن مشاور مالی حقوقی شرکت EY (ارنست و یانگ) است. یک موسسه حرفه‌ای در زمینه خدمات و حسابداری که فعالیت‌هایش بین‌المللی است. او ده سال در زمینه ادغام و مالکیت (M&A-MERGER AND ACQUISITION) تجربه دارد و در طول این سال‌ها به موسسات و شرکت‌های برجسته در بخش‌های تکنولوژی، رسانه و ارتباطات مشاوره داده است. او همچنین مدرس میهمان در مدرسه بازرگانی کاس است، جایی که به دانشجویان مقطع کارشناسی ارشد M&A آموزش می‌دهد. فالتن در زمینه تحقیقات آکادمیک هم هنوز فعال است. با اینکه تحقیقات او روی M&A متمرکز شده، اما روی موضوعاتی مثل شرکت‌های مالی، اداره شرکت‌ها، شرکت‌های زیان دیده و احیای ساختار و سرمایه‌گذاری در بازارهای ادغام شده هم مطالعه و تحقیق می‌کند.

مایکل دريسن شریک ارشد در بخش مشاوره‌های داد و ستد در EY است. او پیش از این در موقعیت‌های مقام ارشد اجرایی در شرکت‌های مهمی مثل Accenture<sup>۱</sup> و visa و RaboBank فعالیت داشته است. در طول ۹ سال

---

۱. شرکت مشاور جهانی در زمینه‌های مدیریت و تعیین استراتژی و مشاوره در بخش تکنولوژی و اعداد و ارقام-مترجم

حضور در شرکت EY روی بیش از ۱۰۰ مولتی‌میلیارد پوند تراکنش مالی با بزرگترین شرکت‌های دنیا کار کرده و هدایت برنامه‌های راهبردی آنها را برعهده داشته است. همچنین با موسسات مالی خصوصی روی برخی از بزرگترین و پیچیده‌ترین تعهدات و الزامات بین مرزی کار کرده است. تمرکزش روی ویژگی‌ها و ارزیابی همکاری و اشتراک مساعی، یکپارچگی موسسات بعد از ادغام، ایجاد یا حذف مشاغل و بازسازی ساختارهای عملیاتی است. او همچنین عضو مشاور بخش تحقیقات M&A و استاد میهمان مدرسه بازرگانی کاس است.

اسکات مولر پروفیسور مدرسه بازرگانی کاس در رشته عملیات مالی است. به علاوه ریاست بخش تحقیقات شرکت M&A را هم برعهده دارد. او یکی از بانکداران سرمایه‌گذار پیشین در بانک‌های مورگان استنلی و Deutsche بوده است. مشاور سابق در Booz Allen Hamilton، یکی از نویسندگان «هوشمندی M&A: راهنمای ادغام و مالکیت ماینفیلد (که هم‌اکنون به چاپ دوم رسیده است)»، نویسنده کتاب «احیای M&A: چطور به هدف وجودی شرکت‌تان نزدیک شوید» و ویراستار آثاری چون «ضرورت‌های مالی: راهنمای عملی» و «مجموعه M&A: مقالاتی درباره بهترین راه‌حل‌ها» از جمله فعالیت‌های مولر است.





## فهرست

- پیشگفتار: جهان در دست کارآفرینان ..... ۱۱
- فهرست اشکال و جدول‌ها ..... ۱۱
- معرفی: سه اشتباه بزرگ در بستن قراردادها ..... ۱۱
- بخش اول: قبل از قرارداد ..... ۱۱
- ۱) قبل از اینکه بخرید، فکر کنید ..... ۱۱
- وضعیت رابطه‌تان در فیس‌بوک چیست؟ ..... ۱۱
- مجرد بمانید ..... ۱۱
- پیچیده است ..... ۱۱
- روابط آزاد ..... ۱۱
- مطلقه ..... ۱۱
- در رابطه ..... ۱۱
- پیش از خرید، فکر کنید: بایدها و نبایدها ..... ۱۱
- ۲) از نگاه کوتاه‌بینانه پرهیز کنید
- استراتژی قرارداد ..... ۱۱
- انتخاب هدف ..... ۱۱
- دیاگنو به احترام کارخانه برزیلی Υπίοσα کلاه از سر برمی‌دارد ..... ۱۱
- ABN AMRO: سخت است که داخلش را ببینید ..... ۱۱
- تحمل کلمه رمز است: دیاگنو به افتخار Mey İçki (برندی که در ترکیه خریداری کرده) کلاه از سر برمی‌دارد ..... ۱۱
- آیا دوره شکوفایی دیاگنو سرآمده؟ ..... ۱۱
- از نگاه کوتاه‌بینانه پرهیز کنید: بایدها و نبایدها ..... ۱۱
- ۳) دانش، قدرت است ..... ۱۱
- کجا بیشترین ارزیابی بایسته است؟ ..... ۱۱
- ارزیابی بایسته در خارج از مرزهای M&A
- ارزیابی بایسته چه مدت زمانی طول می‌کشد؟

آب معدنی ایرن برو متعلق به برند ای.جی.بار و آب معدنی ایندین تونیک  
برند بریتویچ مزه‌شان خیلی با هم فرق دارد، مگر نه؟  
ارزیابی بایسته موفق اساس محکمی دارد  
به شیوه چونگ کونگ هولدینگز درست پیش بروید  
دانش قدرت است: بایدها و نبایدها  
۴) چرا قیمت همیشه درست نیست  
ارزشیابی در مقابل قیمت گذاری  
پرداخت بیشتر به معنای پایان دنیا نیست  
قیمت گذاری در خطر  
ارزشیابی چیزهای غیر ملموس  
ارزیابی بایسته IP  
نشتی‌های قرارداد  
چطور پرداخت کنیم  
چرا قیمت همیشه درست نیست: بایدها و نبایدها

بخش دوم: قرارداد  
۵) تاکتیک‌های مذاکره  
دوست یا دشمن؟  
مزایده: آیا همیشه پیشنهاددهنده بالاتر برنده می‌شود؟  
سخت یا نرم؟  
با پیشنهادات زمین‌شان بزن بروس  
کارگاه آموزشی فوتبال  
مزایده موتور جست‌وجوی مایکروسافت  
دوستان را نزدیک نگهدار و دشمنان را نزدیکتر  
شروع بازی شطرنج: زمین تو یا من؟  
روابط بازرگانی  
سریع یا آرام؟  
آغوش محکم (دوستی خاله خرسه) باکسالتا

هنوز نشتی دارد؟

تاکتیک‌های مذاکره: بایدها و نبایدها

۶) تعهدات

داستان‌های چرخشی

سرمایه‌گذاران سازمانی: آیا مدیر اجرایی بهترین متحد است؟

خیزش فعالان

بی‌تدبیری شرکت پرودنشال (Prudential)

تعهدات: بایدها و نبایدها

۷) از رگولاتورها برحذر باشید

قانون دانون (THE DANONE)

اعمال کنترل کرافت روی کدبری تاثیر ناخوشایندی داشت

بورس آلمان (Deutsche Börse): همیشه نمی‌توانید روی آلمان‌ها حساب کنید

DP World: بازگیری در بندر

از رگولاتورها برحذر باشید: بایدها و نبایدها

بخش سوم: بعد از قرارداد

۸) قرارداد را درست ببندید

فاز اول: ارزیابی بایسته را انجام دهید

خارج از خط آهن: ترمز قطار افسارگسیخته را بکشید

دست‌هایتان را آن سوی اقیانوس اطلس بگذارید

بقیه موانع در مسیرتان هستند

جهت‌گیری‌های سیاسی را مورد هدف قرار دهید

فاز دوم: روز اول از نقشه ۱۰۰ روزه

درست به دست بیاورید: روش سنتریکا (CENTRICA)

غلط به دست بیاورید: روش زین (ZAIN)

قرارداد را درست ببینید: بایدها و نبایدها

۹) دوستانه‌ترین جدایی

چرا جدایی؟

HP: مسیر ۱۵ ساله تا جدایی  
شرکت‌های کوچک تابع در زمین دامپینگ  
تصمیمات فروش درست بگیرید  
The Mergermarket Group: از استارت‌آپ تا بازیکن جهانی  
نگاه سرمایه‌گذار  
دوستانه‌ترین جدایی: باید‌ها و نبایدها  
نتیجه‌گیری: شکار شرکت

اشکال و جدول‌ها

اشکال

معرفی (۱) قیمت سهام HP

(۱.۱) نسبت مشارکت انتفاعی

(۲.۱) مرحله انتخاب هدف: نسبت ۱۰۰ به ۱

(۳.۱) حوزه‌های ارزیابی بایسته

(۴.۱) ارزش‌گذاری در برابر قیمت‌گذاری

(۴.۲) زمین فوتبال ارزش‌گذاری

(۴.۳) الگوی خرید و فروش معامله‌گران موفق

(۵.۱) تایم لاین مالکیت گلیر روی منچستر یونایتد

(۵.۲) درصد معاملاتی که به بیرون نشت می‌کنند

(۶.۱) تاثیر روابط عمومی روی موفقیت معامله

(۷.۱) ارزش M&A خارج از محدوده برای هر کشور به دست آورنده مالکیت

(۸.۱) چه استراتژی‌هایی در دسترس هستند؟

(۸.۲) مالکان زنجیره‌ای ارزش را سریع‌تر از بقیه شرکت‌ها ایجاد می‌کند

(۹.۱) چه چیزی انگیزه انحلال می‌شود؟

جدول‌ها

(۱.۱) بررسی وضعیت شرکت‌ها

(۲.۱) مسیر معامله دیاگنو

پیشگفتار

## درک دنیای جدید کسب و کار

مسعود خوانساری

رئیس اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران  
مدیر مسئول ماهنامه آینده‌نگر

دنیای کسب‌وکار دگرگون شده و امروز دیگر شرکت‌داری به سیاق دو دهه قبل ممکن نیست. کسب‌وکارهای کوچک در اروپا و امریکا بیش از گذشته رونق گرفته‌اند و کسب‌وکارهای بزرگ در شرق آسیا تلاش می‌کنند تا متحدانی کوچک ولی موثر را به مجموعه خود اضافه کنند. ادعای امروز تحلیلگران اقتصادی این است که صدای مذاکرات برای ادغام شرکت‌ها مهمترین نجوای کسب‌وکارها در جهان است. معاملات جهانی از قید و بندها و موانع سخت و ریاضت‌کشانه‌اش عبور کرده و از مرز ۵ تریلیون دلار در سال ۲۰۱۵ گذشته و به سادگی رکورد ۳,۷ تریلیون دلاری شکل گرفته در سال ۲۰۰۷ را تحت‌الشعاع قرار داده است.

کتابی که پیش روی شماست، تلاشی در جهت درک بهتر دلایل شکست کسب‌وکارها و ادله ضروری درباره موفقیت آنهاست. سوال این

است که کسب و کارها چرا شکست می‌خورند و برخلاف انتظار چطور کمپانی‌هایی که همه شواهد خبر از افول آنها می‌دهد، از زمین بلند می‌شوند و دوباره به صدر باز می‌گردند؟ این کتاب کوشش کرده تا پاسخ‌های قانع‌کننده به چنین سوالاتی را ارائه کند. نویسندگان اکونومیست اعتقاد دارند، ادغام شرکت مانند کاتالیزرو عمل می‌کند و مقدمات برای رشد دوباره از خاکستر شکست قبلی را فراهم می‌آورد و به‌همین دلیل است که در فرهنگ‌هایی شبیه به کشورهای آسیایی به آنها «ققنوس» هم اطلاق می‌شود.

مشاهدات و جمع‌آوری اطلاعات این کتاب تایید می‌کند اوج ادغام‌ها به سال ۲۰۰۹ باز می‌گردد، یعنی دوره‌ای که با رکود و بحران اقتصادی در جهان همراه بود و به‌همین دلیل بسیاری از کسب و کارها از نفس افتادند و حتی برندهای معتبر با قدمت ۱۰۰ ساله مجبور شدند، کرکره کسب و کارشان را پایین بکشند.

در حال حاضر نبض اقتصاد در دستان مذاکره‌کنندگان و شرکت‌هایی است که در عرصه ادغام‌ها و عقد قراردادهای تجاری موفق پیش‌گام هستند. این کتاب به‌صورت روشن نشان می‌دهد: «قراردادهای ادغام و مالکیت تبدیل به محرک پذیرفته شده توسط همگان برای رشد تجارت شده‌اند و اعضای هیات‌مدیره شرکت‌ها از این قراردادها به‌عنوان وسیله‌ای برای دست‌یافتن به توسعه صنفی و گسترش شرکت‌ها استفاده می‌کنند، هم برای محصولات جدید و بازارهای جغرافیایی و هم در جهت تحکیم روابط با شرکت‌هایی که در حال حاضر رقیب به‌شمار می‌روند یا پتانسیل این را دارند که در آینده با آنها به رقابت بپردازند. حاصل جمع عناوین قراردادهایی که شامل ۳۵ سال گذشته می‌شوند، ثبات چندانی ندارد. اگر نگاهی به تصویر جهانی بیان‌از‌ید می‌بینید که مجموع ارزش همه قراردادهای ادغام از سال ۱۹۸۰ تا انتهای سال ۲۰۱۵ (که تقریباً ۶۵ تریلیون دلار تخمین زده می‌شود) بزرگ‌تر از ارزش اقتصادی سالانه جهان در حال حاضر در خارج از آمریکا است. در همین مدت زمان تقریباً معادل ۹۰۰ هزار قرارداد به صورت رسمی اعلام

شده‌اند.»

اما چنین روش‌هایی همیشه موفق نیستند. نویسندگان کتاب هم براین موضوع تاکید دارند و در جایی اشاره می‌کنند: «بسیاری از این قراردادهای زیر سوال می‌روند یا خیلی ضعیف اجرا شده‌اند. با وجود شرکت‌هایی که انتظار دارند با ادامه دادن به ادغام به رکوردهای عددی بزرگی برسند، وقتش فرا رسیده که از آن قراردادهای درس‌های انتقادی قابل تاملی یاد بگیریم.»

با همه اینها اصل قضیه زیرسوال نمی‌رود. کسب‌وکارهایی کامیاب می‌شوند که دقت نظر و تشخیص اساسی و درست دارند. آنهایی می‌توانند گلیمشان را از آب بیرون بکشند که موقعیت زمان، مکان و در یک کلام بازار را درک می‌کنند. نویسندگان اکونومیست در این کتاب تاکید دارند که کسب‌وکارهایی در بازار رقابتی دهه معاصر توان حضور دارند که اصل استراتژی‌های معاملات و نحوه اجرای آنها را درک کنند. در کتاب مثال‌هایی آورده شده که نشان می‌دهد کمپانی‌های بزرگ و بین‌المللی وقتی نتوانستند، استراتژی درستی پیش گیرند، چطور زمین خوردند و البته مثال‌هایی هم آورده شده که تایید می‌کند، کمپانی‌های کوچک و محلی با در نظر گرفتن جوانب حاکم بر بازار و موقعیت کسب‌وکارهایشان توانسته‌اند، مرزهای موفقیت را به درستی طی کنند.

اهمیت کتاب پیش روی در همین جا درک می‌ود. صاحبان کسب‌وکار می‌توانند با مطالعه فصل به فصل کتاب به یافته‌های دقیقی در مورد روش‌های نوین شرکت‌داری دست پیدا کنند و دقیقا از تجربیات شکست خورده دیگران، پلی برای موفقیت خودشان بسازند.

به گفته نویسندگان اکونومیست، بیشتر مثال‌هایی که در این کتاب ذکر شده‌اند می‌خواهند به شما این درس را بدهند که چه کارهایی نباید انجام دهید. آنها نقاب شرکت‌ها را کنار زده‌اند و تجارت بزرگ جهانی را با ریزبینی مرور کرده‌اند. شرکت‌های موفق مثل رویال بانک اسکاتلند<sup>۱</sup>، مایکروسافت و HP در این دنیای جدید کسب‌وکار و با روش

1. RBS



ادغام شرکت‌ها، شکست می‌خورند و در سوی مقابل کمپانی‌های دیگری مثل دیاگئو<sup>۲</sup> (کمپانی بزرگ نوشیدنی) و سنتریکا<sup>۳</sup> (شرکت تاسیساتی چندملیتی مستقر در انگلستان) با همین روش‌ها به موفقیت می‌رسند.

کتاب پیش روی شما به‌صورت مشخص درس‌هایی از تجارت‌های خانوادگی کوچک مثل موسسه تعمیر کفش و کلیدسازی «تیمپسون» را مرور می‌کند و اسرار یک کامیابی محلی و جهانی که به کار کسب‌وکارهای دیگر دنیا می‌خورد را هم بررسی می‌کند.

اما در این کتاب همه فرآیندها گام‌به‌گام پیش می‌رود. بخش اول درباره نقطه شروع برای هر تراکنش و معامله مالی بحث می‌کند. برای مثال تنظیم کردن استراتژی ادغام با استراتژی نهادهای صنفی. چندین پیشنهاد برای ادغام یا به تناسب برای وضعیت شرکت وجود دارد که همه آنها پیش از آنکه قرار باشد روی مخاطره‌انگیزترین انتخاب ممکن بحث کنید، باید به دقت مورد بررسی قرار بگیرند. در همین فصل برای درک بهتر مفاهیم طرح شده، مطالعه موردی هم صورت گرفته است. اساس تمامی فصل‌های کتاب روی این محور استوار است که برای ادغام‌های طرح شده، مثال‌های واقعی را بیان کند. به همین جهت در فصل اول ماجرای کمپانی غذای فرانسوی دانون<sup>۴</sup> و شرکت نوشابه چینی واهاه<sup>۵</sup>، موسسه حقوقی واچتل، لیپتون، روزن و کتز مورد بررسی قرار گرفته است.

شاه بیت توصیه‌های این فصل به‌جایی مربوط است که نویسندگان به این جمع‌بندی می‌رسند: «زمانی که مدیر تصمیم می‌گیرد از روش M&A برای دست یافتن به هدف‌هایش استفاده کند، مرحله طراحی کردن نقشه دقیق تعیین هدف برای رسیدن به موفقیت ضروری و البته کاری سخت و پیچیده است برای اینکه باید امنیت قرارداد و معامله را تضمین کند و همچنین مشخص شود که هدف انتخاب شده واقعا

2. Diageo  
3. Centrica  
4. Danone  
5. Wahaha

متناسب با هدف استراتژیک است.»

فصل دوم با مطالعه موردی روی شرکت‌های دیگائو به‌عنوان تولیدکننده جهانی نوشیدنی، ادغام بانکی بین RBS و ABN AMRO به بررسی استراتژی‌ها پرداخته است و تلاش کرده تا نشان دهد، چطور از دل یک ایده موفق، یک اتفاق ناموفق رخ می‌دهد.

فصل سوم به اولین فاز از مرحله ارزیابی بایسته، اشاره می‌کند. همچنین نگاهی به تله‌ها و ریسک‌های صاحبان کسب‌وکار در سرسری انجام دادن کار در این مرحله از پروسه برای صرفه جویی در زمان دارد. این فصل به‌طور خاص هم جنبه‌های سنتی ملموس مثل مسائل مالی، آی.تی، حقوق و هم جنبه‌های بحرانی غیرملموس مانند مردم، فرهنگ و اخلاقیات و عملکرد ارزیابی بایسته را پوشش می‌دهد. برای درک بهتر موقعیت وضعیت شرکت‌های بی.ام.دبلیو و فولکس‌واگن و پیشنهاد ادغام میان شرکت‌های تولیدکننده نوشیدنی بریتویچ و ای.جی.بار مورد مطالعه دقیق قرار گرفته است.

فصل چهارم طرح کلی گام‌هایی را مشخص می‌کند که برای رسیدن به یک قیمت (ارزش) سهل‌الوصول برای خریدار یا فروشنده یا بازار نیاز است و نگاهی هم به ارزش (قیمت) می‌اندازد. به سیاق این کتاب هیچ فصلی از مطالعات موردی خالی نیست.

نویسندگان کتاب تاکید می‌کنند به همان اندازه که معاملات و قراردادهای گوناگون وجود دارد، تاکتیک‌های مذاکره متنوع هم قابل حصول است. اما مهم‌ترین مضمون این است که: دانش و آگاهی، قدرت هستند. به همین دلیل تلاش شده تا سرحد امکان برای تفهیم اهمیت این موضوع مثال‌ها و مشاهدات میدانی قابل عرضه، پیش روی خوانندگان قرار گیرد.

همه این اطلاعات و دست‌آوردها زمانی معنا می‌یابد که شرکت‌ها بتوانند با آگاهی پیش بروند. به همین جهت در فصل پنجم تاکید شده است: «چطور شرکت‌ها و مشاوران‌شان می‌توانند از آگاهی و تخصص برای توسعه و پیشرفت بهره ببرند تا به بهترین بازده ممکن برسند. در

اینجا به سناریوهای متفاوتی توجه می‌شود: از مناقصه‌ها گرفته تا پیشنهادهای خصمانه. داستان سرمایه‌گذار افسانه‌ای بانک، بروس واسرستاین را تعریف می‌کنیم و نگاهی به همه چیزهایی می‌اندازیم که حین قرارداد در اولین ملاقات میان مدیرعامل‌ها رخ می‌دهد.»

مطالعه موردی این فصل به یکی از مهم‌ترین قراردادهای تجاری مربوط است که به اتفاقاً به شدت مورد توجه مردم بوده است و تقریباً بیش از هر قرارداد تجاری دیگری در جهان مورد توجه قرار گرفته است. خرید خارجی منچستر یونایتد، شکست یکی از بزرگترین شرکت‌های دنیا یعنی مایکروسافت در خرید یاهو، شرکت صنعت دارویی شایر که موافقت کرد کنترل باکسالتا را به دست بگیرد و چند نمونه دیگر شاخص‌ترین مثال‌ها برای رفتارهایی است که می‌تواند برای کسب و کارها مخاطره آمیز باشد.

اما توصیه نویسندگان بسیار ساده ولی ضروری است: «برنامه‌ریزی برای ارتباطات با کیفیت بالا برای موفقیت یک قرارداد ضروری است. این اتفاق می‌تواند در خانه یا از طریق مشاوران روابط عمومی‌ها عملی شود.» این محصول مطالعات فصل ششم است.

فصل هفتم کتاب به موضوع رگولاتورها می‌پردازد. رگولاتورها یک چالش افزایش یافته برای معامله‌گران هستند. به‌خصوص وقتی پای معاملات بزرگتر و بین کشورهای مختلف در قراردادهای M&A وسط باشد. فصل هفتم شما را در جهان بزرگترین رگولاتورها راهنمایی می‌کند مثل بخش رقابتی کمیسیون اروپا و شما را با دولت‌های ملی و دستور جلسه‌هایشان برای سرمایه خارجی آشنا می‌کند. این ماجرا خیلی ضروری شامل قوانین محلی مرتبط با «رفتار درست» در زمان به دست گرفتن کنترل شرکت می‌شود.

بخش‌های ابتدایی این کتاب بیشتر درباره نحوه انجام درست قراردادهاست. فصل هشتم نگاهی دارد به اینکه چطور می‌شود یک قرارداد را به روش صحیح جلو برد که اساساً درباره پیوستگی خوب برنامه و اجراست. اگر کارها درست انجام شود، همان‌طور که در بخش

اول و دوم درباره‌اش بحث شد، ائتلاف و به هم پیوستن در فاز طراحی قرارداد شروع می‌شود و مشارکت درست بعد از اعلام قرارداد در دستور کار قرار می‌گیرد. در آن نقطه، اگر اجرا خوب باشد، ساختار کمپانی ادغام شده را در یک محل خواهید دید و این یعنی مشارکت از همان لحظه آغاز شده است. اگر در این نقطه مراحل کار چالش‌برانگیز به نظر برسند، احتمالاً به این دلیل است که درک درستی از معامله وجود نداشته است و معاملات در این فاز سقوط خواهند کرد. بخش دوم فصل به مراحل بعد از خاتمه مشارکت می‌پردازد و بخصوص از ۱۰۰ روز اول آن حرف می‌زند.

وقتی یک ادغام شکست می‌خورد چه اتفاقی می‌افتد؟ تاریخ به ما می‌گوید پیوند شرکت‌های ادغام شده برای همیشه دوام نمی‌آورد، حتی قراردادی که در حال حاضر کاملاً درست جلوه می‌کند، ممکن است ده سال دیگر این‌گونه بنظر نرسد، به‌خصوص که اقتصاد دنیا با تکنولوژی‌های جدید به‌گونه‌ای گسترش پیدا می‌کنند که به‌طرز دراماتیکی بازار را تغییر می‌دهند. جدایی یا فسخ مشارکت، لزوماً چیز بدی نیست: همان‌طور که فصل نهم نشان می‌دهد برخی جدایی‌هایی که به دلیل عدم علاقه صاحبان شرکت‌های بزرگ به وجود می‌آیند، ممکن است با شرکای متفاوت یا حتی به‌عنوان شرکت‌های مستقل به موفقیت‌های بزرگی برسند. به هر حال زمانی که جدایی اجتناب‌ناپذیر باشد، نیاز به توجه ویژه‌ای در مواردی همچون کارمندان و نظارت برای اطمینان یافتن از جدایی دوستانه دارد.

فصل نتیجه‌گیری چالشی پیش روی خواننده قرار می‌دهد که با توجه به نکاتی که تاکنون آموخته بتواند معاملات بهتری نسبت به قبل انجام دهد.

اما کار ویژه این کتاب در پایان هر فصل قرار گرفته است. نویسندگان به صورت روشن جملات توصیه‌مانندی را در قالب «باید»‌ها و «نباید»‌ها مطرح کرده‌اند. این نکات راهبردی‌ترین اصول در رفتار مدیران را به آنها می‌آموزند یا یادآوری می‌کنند.

کتابی که پیش روی شما قرار گرفته، محصول تحقیقات دقیق و مطالعات علمی است و تجربیاتی ناب از رفتارهای مدیران ارشد در کسب و کارهای بزرگ را بازنمایی می‌کند. امید است که مطالعه چنین کتابی بتواند راهبردهای درستی را پیش روی فعالان اقتصادی در ایران هم قرار دهد. به‌خصوص اینکه امروز اقتصاد ایران با وجود برجام وارد فاز عقد قراردادهای همکاری مشترک با بسیاری از شرکت‌های بزرگ خارجی شده است.

سر آغاز

## کار آفرین سایه

این کتاب را بخوانید تا نیازی نباشد که یک هفته به داووس بروید

شاید ؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟؟ بهتر از یک هفته حضور در داووس است.» شاید

شما هم از سایه خارج شدید.

بهراد مهر جو

سر دبیر ماهنامه آینده‌نگر









مقدمه مترجم

## ادغام شوید تا زنده بمانید

هزاره سوم آغاز تاثیرات بزرگ در حوزه‌های مختلف از جمله اقتصاد بود. شرکت‌های کوچک و بزرگ راهکارهای اقتصادی جدیدی برای ادامه بقا پیدا کردند. چهره اقتصاد کاملاً دگرگون شده بود و باید روش‌های جدیدی برای انطباق با روزگار نو پیدا می‌شد. کتابی که در دست‌تان است به یکی از شگردهای اقتصادی پرداخته که قدمتش به بیش از سه دهه می‌رسد با این حال از ابتدای قرن بیست‌ویکم رواج بیشتری پیدا کرده. M&A مجموعه قراردادهای و معاملاتی است که در راستای یکی شدن نیروهای کمپانی‌ها به کار گرفته می‌شود به این ترتیب که یا شرکت‌ها تصمیم می‌گیرند ادغام شوند و سودشان از طریق تشریک مساعی به دست آید یا شرکت‌های بزرگتر به دنبال گرفتن مالکیت شرکت‌های کوچکتر هستند تا از قابلیت‌های آنها، اعم از تولید، بازارهایی که در اختیار دارند و حتی نیروهای انسانی‌شان استفاده کنند. ادغام و مالکیت دو واژه کلیدی اقتصاد شرکت‌ها در هزاره سوم هستند و تمرکز این کتاب هم بر روی آنهاست.

ارزش قراردادهای M&A که از ابتدای دهه ۸۰ میلادی تا اواخر سال ۲۰۱۵ بسته شده چیزی حدود ۶۵ تریلیون دلار است. رقمی که بزرگتر از اقتصاد سالانه مجموع کشورهای جهان به جز آمریکا است. در طول این سه دهه نزدیک به ۹۰۰ هزار قرارداد اعلام شده‌اند. برخی از آنها سریع به سود رسیده‌اند و هنوز هم در مورد درستی یا نادرستی تعدادی دیگر از آنها تردیدهایی وجود دارد. در این کتاب به نمونه‌های زیادی برمی‌خورید که قراردادهای به بن‌بست رسیده‌اند یا حتی بعد از اجرا شکست خورده‌اند. آن هم از طرف شرکت‌های بزرگی که قواعد پایه M&A و سه تله بزرگ آن: برنامه‌ریزی، ارتباطات و مردم را رعایت نکردند.

با وجود شکست‌ها بنظر می‌رسد که M&A همچنان روش محبوب کمپانی‌ها برای رسیدن به سود و قدرت بیشتر باشد در نتیجه کتاب حاضر تمرکزش را روی درس‌هایی گذاشته که از قراردادهای موفق یا شکست‌خورده M&A می‌توانید بگیرید.

سال ۲۰۱۴ دولت انگلستان، که یکی از آزادترین و پذیراترین بازارهای اقتصادی برای قراردادهای و معاملات M&A است با مرکز تحقیقات ادغام و مالکیت مدرسه بازرگانی کاس مشورت کرد تا تحقیقی برای بخش اقتصادی دولت انجام بدهند و مشخص کنند که تاثیر قراردادهای M&A، که تعدادشان روز به روز هم بیشتر می‌شود، روی اقتصاد کشور مثبت است یا منفی. کتابی که می‌خوانید حاصل آن تحقیق است.

خوشبختانه نویسندگان کتاب در عین تشریح کامل موارد اقتصادی و نکات مهم قراردادهای، از زبانی روان و تا حد امکان ساده برای توضیح مفاهیم موردنظرشان کمک گرفته‌اند. توضیح مفاهیم اقتصادی در دل مطالعات موردی و شرکت‌هایی که برای نمونه انتخاب شده‌اند، کمک می‌کند تا با هر سطحی از دانش اقتصادی بتوانید از این کتاب لذت ببرید. اگر سفت و سخت اهل اقتصاد هستید احتمالاً برایتان جالب است که ببینید چطور بورس آلمان با همه عظمتش بخاطر اشتباهات متعددش و اینکه کناره‌گیری به موقع را بلد نبود، در قرارداد بزرگی که بسته بود از رگولاتورها شکست خورد. اگر دوست دارید یک قصه مهیج

بشنوید درباره مالکیت‌های متعدد و اکثرا اشتباه شرکت کامپیوتری HP بخوانید و حتی اگر اهل فوتبال هستید هم می‌توانید ببینید که در پشت پرده باشگاه منچستر یونایتد چه گذشته و چطور سر الکس فرگوسن به طور مستقیم در یکی از قراردادهای M&A دخالت داشته است.

این کتابی است که با اعداد و ارقام بزرگ میلیارد دلاری و نام‌های شرکت‌های معتبر محسورتان کرده و از تمام اسرار M&A به صورت روشن و واضح رمزگشایی می‌کند. «درس‌هایی از M&A: چرا قراردادهای بزرگ شکست می‌خورند و چطور احیایشان کنیم» فروپاشی شرکت‌هایی را به تصویر می‌کشد که زمانی از نظر اقتصادی چنان قطب معتبری بودند که کسی تصورش را هم نمی‌کرده از بین بروند اما به دلیل اشتباهاتی که در ادغام داشته‌اند یا غروری که سر مالکیت پیدا کرده‌اند خیلی ساده شکست خورده‌اند و نه تنها مسیرشان برای بزرگتر شدن به بن‌بست خورده که مجبور شده‌اند خسارت زیادی هم بدهند. نویسندگان روشن کرده‌اند که در مسیر قرارداد به چه چیزهایی باید اهمیت بدهید و از کنار چه چیزهایی می‌توانید گذر کنید. جمله تاثیرگذاری دارد به این مضمون که: «هیچ‌وقت توانایی افراد در خراب کردن یک نقشه خوب را دست کم نگیرید.» برنامه‌ریزی حساس‌ترین بخش هر قراردادی است. با ذکر مثال‌های متعدد این موضوع به شما ثابت می‌شود. اما فقط یک طرح و برنامه خوب برای به ثمر رسیدن قرارداد کافی نیست. نیروی انسانی به همان اندازه اهمیت دارد. در فصل‌های پایانی توضیح داده می‌شود که گاهی اوقات اصلا نیروی انسانی سرمایه اصلی شرکت را تشکیل می‌دهد. اگر تمایل دارید که شیوه‌های اقتصادی جدید شرکت‌ها، قراردادهای ادغام و مالکیت و چالش‌های آنها را بهتر درک کنید این کتاب می‌تواند راهنمای مفیدی باشد. در سال‌های اخیر کتاب‌ها زیادی درباره M&A نوشته شده است اما به گواه کسانی که برای این کتاب ریویو نوشته‌اند، «درس‌هایی از M&A: چرا قراردادهای بزرگ شکست می‌خورند و چطور احیایشان کنیم» کارآمدترین‌شان است. بخصوص که نویسندگان تعادل خوبی میان بایدها و نبایدهای

ادغام و مالکیت ایجاد کرده‌اند و در پایان هر فصل هم به صورت خلاصه این بایدها و نبایدها را پشت سر هم آورده‌اند که می‌تواند یک راهنمای فوری و جمع و جور باشد.

در پایان درباره ترجمه کتاب باید به این نکته اشاره کرد که نام شرکت‌ها ترجمه نشده که شناسایی آنها راحت‌تر باشد. در مواردی که امکان نوشتن اسامی به فارسی (و نه ترجمه فارسی) وجود داشته از فارسی‌نویسی استفاده کرده‌ام و نام انگلیسی آنها در پاورقی آمده. در بقیه موارد مجبور شدم که همان نام اصلی شرکت را حفظ کنم که دچار بدخوانی نشود.

اگر شرکت‌ها یا مفاهیم اقتصادی به توضیحی بیش از آنچه در کتاب آمده نیاز داشته‌اند سعی شده در پاورقی شرح مختصری داده شود تا به خواننده کمک کند.

امیدواریم علاوه بر استفاده اهل فن و تجارت از مفاهیم کتاب، به عنوان یک خواننده صرف هم از خواندنش لذت ببرید. برای خود من به عنوان مترجم خواندنش و آشنایی با جهان شرکت‌های مختلف از سرتاسر جهان تجربه جذابی بود. کاش برای شمای خواننده هم همین‌طور باشد.

مترجم:  
صوفیا نصرالهی

# فصل اول

# پیش از قرارداد

## بخش اول: پیش از خریدن، فکر کنید

رسیدن به بالای نردبان مسئله شراکت موسسات انگار باعث می‌شود پشت سرتان هم یک چشم داشته باشید. نه فقط برای مدتی که در آن کار هستید که حتی برای بعدترش. مدیران اجرایی و سایر مدیران رده‌های بالای بسیاری از کمپانی‌ها که در معاملات M&A شکست خورده‌اند، راهی برای جبران هزینه‌هایشان، چه مالی و چه اعتباری یافته‌اند. در بسیاری از دادگاه‌ها، سهامداران می‌توانند سال‌ها بعد از آنکه پرونده قرارداد بسته شد، علیه کمپانی‌ها یا افراد دادخواست‌هایی پر کنند.

همان‌طور که در بخش معرفی نشان داده شد، مدیران اجرایی که قمار استراتژیک اشتباهی انجام می‌دهند، مثل همان کاری که لئو آپوتکر در HP انجام داد، خیلی ساده اخراج می‌شوند. اینجا فشار مستقیم قابل توجهی روی مدیران شرکت‌هاست، که البته متناسب با بسته‌های حق‌الزحمه‌های عظیم‌شان است. به هر حال حقوق بالایی که دریافت می‌کنند برای این است که برای کمپانی‌هایشان راه‌حل‌های سریع پیشنهاد دهند. اما معاملاتی که با عجله انجام می‌شوند و قراردادهایی که عجولانه و بدون بررسی‌های لازم بسته می‌شوند، ممکن است در نهایت منجر به نابودی اعتبار برای همیشه شوند. همان چیزی که در مورد رییس پیشین RBS، فرد گودوین اتفاق افتاد. (برای اطلاع یافتن از آن به فصل دوم مراجعه کنید).

جمله کلیدی در میان چیزهایی که گفتیم این است: «دلیل دریافت حقوق‌های بالای مدیران این است که». این فصل درباره انتخاب‌های استراتژیکی بحث می‌کند که جلوی مدیران اجرایی، وقتی کنترل دفتر را در دست می‌گیرند، پنجره‌های جدیدی باز می‌کند. اما برخی از این گزینه‌ها به نسبت بقیه نیازمند توجه بیشتری هستند. به طور معمول مدیران ارشد اجرایی (CEO) که سال‌های متوالی موفق به دست یافتن به رشد ثابت ارگانیک می‌شوند، برای روی جلد مجلاتی مانند فوربز یا فورچون<sup>۱</sup> انتخاب نمی‌شوند. اما خیلی از آنها بعد از اینکه یک ادغام تغییر شکل‌دهنده را انجام می‌دهند عکس‌شان روی جلد همین مجلات می‌رود.

1. FORTUNE

علاوه بر انتظارات بالای سهامداران، کارکنان، وام‌دهندگان و مطبوعات، مدیران ارشد اجرایی که دوست دارند کارها را به شکل پویا پیش ببرند، انتخاب‌های خودشان را دارند. و کمتر تصمیمات مشارکتی مانند قراردادهای M&A پویا و دینامیک هستند.

در مورد HP، آپتوکر برای این استخدام نشده بود که کارهای کوچک را به درستی انجام بدهد بلکه دلیلش این بود که تا قبل از آن مدیر ارشد اجرایی SAP بود، جایی که در آن توانسته بود زنجیره غذایی را احیاء کند که بخشی از این توانایی‌اش به دیدگاه متمایز و منحصر به فردش به کمپانی و نقش‌اش در تعریف کل بخش IT برمی‌گشت.

چنین نیروهای محرکه‌ای اگر درست و مناسب مدیریت شوند می‌توانند برای کمپانی و سهامدارانش در طول اجرایی شدن M&A ارزش فوق‌العاده‌ای به همراه داشته باشند. اما اگر این نیروی جاه‌طلبانه کنترل نشود، می‌تواند به سمت غروری متمایل شود که باعث شد گودوین تصمیماتی بگیرد که وقتی شرکتش ABN AMARO را خرید در عمل کمپانی‌اش را نابود کرد.

### وضعیت رابطه‌تان در فیس‌بوک چیست؟

یکی از موفق‌ترین کمپانی‌ها در دهه گذشته که نشان داد می‌داند چه وقتی باید M&A را اجرایی کند و چه وقتی باید از آن دست بکشد، فیس‌بوک است. شبکه اجتماعی که توسط مارک زاکربرگ و چهار هم‌دانشکده‌ایش در هاروارد بنیان گذاشته شد. او در خوابگاه دانشگاهش شروع به طراحی فیس‌بوک کرد، کمپانی به طرز شگفت‌انگیزی پدیده‌ای شد که رشد گسترده‌ای پیدا کرد، با درآمدی معادل ۱۲,۵ میلیارد دلار در دهمین سالگردش در سال ۲۰۱۴. نکته ظریفی که وجود دارد، راهنمای آنلاین فیس‌بوک برای وضعیت اجتماعی است که برای این کتاب مورد استفاده قرار دادیم و به عنوان راهنمای معامله مشارکتی ترجمه‌اش کردیم. فیس‌بوک به کاربران اجازه می‌دهد تا وضعیت رابطه‌شان را مشخص کنند تا همه دوستان‌شان بتوانند آن را ببینند. انتخاب‌ها از این قرار است:



- مجرد<sup>۲</sup>
  - پیچیده است<sup>۳</sup>
  - ارتباط آزاد<sup>۴</sup>
  - جدایی<sup>۵</sup>
  - زندگی مجزا<sup>۶</sup>
  - بیوه<sup>۷</sup>
  - در رابطه<sup>۸</sup>
  - نامزد<sup>۹</sup>
  - ازدواج کرده<sup>۱۰</sup>
  - هم‌خانه و شریک<sup>۱۱</sup>
  - اشتراک منافع درونی<sup>۱۲</sup>
- برای مطابقت دادن این گزینه‌ها با جهان شرکت‌ها، لازم است که این انتخاب‌ها به ۵ گزینه کاهش پیدا کند که هر کدام از آنها یک استنباط تجاری دارد که هر کمپانی می‌تواند در بررسی استراتژیکش به آنها توجه کند:
- مجرد: هیچ کاری انجام ندهید، مستقل باقی بمانید و روی رشد ارگانیک تمرکز کنید.
  - پیچیده است: خرید اقلیت سهام شرکت‌های دیگر یا فرار گرفتن در مرحله آماده‌سازی برای یکی از چهار انتخاب دیگر.
  - ارتباط آزاد: اتحاد استراتژیک یا جوینت ونچر(سرمایه‌گذاری مشترک).
  - جدایی: انحلال ادغام، فروش سرمایه‌ها، انحلال بخش‌هایی که

---

2. SINGLE  
 3. It's complicated  
 4. Open relationship  
 5. Divorced  
 6. Separated  
 7. Widowed  
 8. In a relationship  
 9. Engaged  
 10. Married  
 11. In a domestic partnership  
 12. CIVIL UNION

سود و بازدهی ندارند یا بخش‌هایی که از نظر استراتژیک دیگر وجودشان ضروری نیست یا در مرحله تلاش برای فروش یک بخش (مجزا شدن).

— **در رابطه:** شروع مرحله‌ای که منجر به بیانیه رسمی درباره مالکیت یا ادغام (نامزدی) می‌شود یا شرایطی که این کارها انجام گرفته است (چیزی معادل ازدواج، هم‌خانه و شریک، اشتراک منافع درونی). هر کدام از این انتخاب‌های استراتژیک که در بالا مورد بحث قرار گرفت را می‌خواهید انجام دهید باید توجه داشته باشید که پیش از هر کاری باید روی این موضوع تاکید کنید که کمترین مقدار زمانی که لازم است تا مدیران ارشد اجرایی منصوب شده بتوانند تاثیراتشان را بگذارند، چقدر است. باب کلی، مدیر ارشد اجرایی و مدیرعامل سابق بانک نیویورک ملون، ناگهان از سوی بقیه اعضای هیات مدیره‌اش تحت فشار قرار گرفت تا در حدود ۵ سالی که تصدی امور را در دست داشت، ایده‌هایش را اجرایی کند و بعد ائتلاف یکپارچه‌ای را شکل دهد که باعث دگردیسی ادغام میان بانک نیویورک و موسسه مالی ملون شد و به صورت گسترده مورد تحسین جهان تجارت قرار گرفت.

روزنامه‌هایی که سال ۲۰۱۱ خبر رفتن او از بانک نیویورک ملون را اعلام کردند جزئیات زیادی درباره دلیل این جدایی نگفتند. فقط خیلی ساده و مختصر اشاره شد که: «به دلیل اختلاف نظرها در شیوه مدیریتی شرکت» دلایل اساسی برای این کار می‌شود پیدا کرد که این جدایی را اجتناب‌ناپذیر جلوه می‌دهد: برخی متوجه شدند که اختلاف‌های فرهنگی میان کلی و برخی از مدیران اجرایی‌اش وجود دارد. همچنین اطلاعاتی مربوط به تصمیم کلی منتشر شد که نشان می‌داد او به دنبال رفتن سراغ یک شغل بزرگتر در سیستم بانکی آمریکا بوده است. اما اگر هرگونه «تهام و پیدا کردن مقصر» را کنار بگذاریم، یک نکته میان جدایی کلی با رفتن تعداد زیادی از مدیران اجرایی شرکت‌های دیگر مشترک است: او وقتی شرکت را ترک کرد که برای چیزی حدود ۵ سال سمت‌اش را حفظ کرده بود.

طبق مقاله فورچون درباره ۱۰۰ مدیر ارشد اجرایی مدت زمان تصدی پست‌های آنها به طور متوسط ۴٫۶ سال بوده است. در واقع کلی از این آمار استفاده کرد تا به سوالی جواب بدهد که در سال ۲۰۱۰ در مدرسه بازرگانی کاس از او پرسیده شد وقتی صحبت به اینجا رسید که چرا او تصمیم به این بزرگی گرفت که با بانک نیویورک در سال ۲۰۰۷ ادغام شود در حالی که فقط ۹ ماه بود به عنوان مدیر ارشد اجرایی و مدیرعامل موسسه مالی ملون کارش را شروع کرده بود. واقعیت این است که هیات مدیره شرکت‌های عمومی و سهامداران موسسات، افق دید یکسانی نسبت به مدت زمان گسترش ندارند. مثلاً باید گفت برخی سرمایه‌گذاران مثل وارن بافت به مدت زمانی حتی کوتاهتر از ۵ سال که قالب زمانی استاندارد برای رسیدن به سرمایه بخش خصوصی است، فکر می‌کنند.

برای موسس یا صاحب تجارت‌های خصوصی بزرگ رو به رشد، معمولاً زمانی فرا می‌رسد که اندازه تجارت پایه سال به سال روند رشدش کاهش پیدا می‌کند. و M&A تبدیل به ابزار مهمی می‌شود تا شرکت همچنان در صدر رقابت باقی بماند. غالباً استراتژی وجود دارد که پیش از آنکه شرکت فروخته شود، مورد استفاده قرار می‌گیرد به این معنی که تا جایی که امکان دارد نشان می‌دهد که مدیریت از پس اجرای مفاد قراردادهای معاملات برمی‌آید که برای خریدارانی که ممکن است در آینده سراغش بیایند پتانسیل جذابی است. بخصوص برای خریداران موسسات خصوصی که می‌خواهند استراتژی «بخر و بساز»<sup>۱۳</sup> را ادامه بدهند.

مدیران اجرایی باید تا حد امکان به سرعت روی استراتژی‌هایشان تصمیم بگیرند تا بهترین چشم‌انداز را برای به دست آوردن بهره‌های داد و ستد این یکی شدن شرکت‌ها، در مدت زمان ائتلاف‌شان را داشته باشند. اما M&A تنها گزینه نیست. انتخاب‌های متعدد دیگری هم هستند که ریسک‌شان کمتر است اما به همین اندازه تاثیرگذارند و در پایین درباره‌شان بحث می‌کنیم که در دسترس مدیران ارشد اجرایی هم هستند.

13. BUY AND BUILD

جدول ۱/۱: نگاه کلی روی وضعیت شرکت‌ها				
فعالیت	محرکه‌های بازار	موقعیت بازار	رشد کمپانی	وضعیت
متمرکز روی رشد ارگانیک	متوسط به قوی	کوچک شده (NICHE) محافظت شده	قوی	مجرد
خرید سهام‌های اقلیت در شرکت‌های دیگر	ضعیف به متوسط	متمرکز	ضعیف به قوی	پیچیده است
اتحادهای استراتژیک/ مشارکت انتفاعی	متوسط به قوی	متمرکز	ضعیف به قوی	ارتباط آزاد
انحلال ادغام/ فروش سرمایه/ از بین بردن بخش‌های بی بازده	ضعیف به متوسط	متنوع (DIVERSIFIED)	ضعیف به متوسط	جدایی
تمرکز روی M&A	متوسط به قوی	رو به گسترش	ضعیف به قوی	در رابطه

### مجرد باقی بمانید

اولین انتخابی که مدیر ارشد اجرایی باید در نظر بگیرد این است که هیچ کاری انجام ندهد. حداقل هیچ کار بزرگی، خارج از معامله M&A انجام ندهد و به جایش روی رشد ارگانیک تمرکز کند. در یک اجتماع گسترده‌تر، وضعیت «مجرد» فیس‌بوک، می‌تواند مشکل جوامع سطح پایین‌تر را با خودش به همراه بیاورد، بخصوص احتمالاً برای مخاطبان نوجوان دمدمی مزاج شبکه‌های اجتماعی.

به هر حال در جهان مشارکت اقتصادی، سه گونه مجرد تعریف می‌شود:

- نوع ناامیدکننده که فروشنده برای جذب خریدار یا خواستگار دچار مشکل می‌شود. چون خریداران خیلی ساده نمی‌توانند هدفی برای یک قیمت مقرون به صرفه پیدا کنند.
- در بالاترین نقطه از سلسله مراتب تجارت مرتبه‌ای هست برای کسی

که توانایی‌اش را دارد زمانش را صرف انتخاب بین تحسین‌کنندگان و هدف‌هایش کند.

شرکت‌هایی که از اساس مجرد هستند: درست شبیه خیلی از «یونیکورن‌های جدید (استارت‌آپ‌هایی با ارزشی بالغ بر بیش از ۱ میلیارد دلار)» که کمپانی‌های خصوصی در بخش تکنولوژی-مالی هستند و شرکت‌های کوچکتر که منظور غالباً تجارت‌های خانوادگی است و همه آنها استقلال ناشی از مجرد بودن را به بقیه چیزها ترجیح می‌دهند.

در تمام دوره حیات یک شرکت، ممکن است در زمان‌های مختلف در بیش از یکی از این طبقه‌بندی‌ها قرار بگیرد.

فیس‌بوک به عنوان شرکتی که تازه سال ۲۰۰۴ پا به عرصه وجود گذاشته، بیشتر مدت زمان حیاتش را در اتحاد و پیوستگی با شرکت‌های دیگر گذرانده است. مشابه همان وضعیت ازدواج در خود شبکه اجتماعی). در مدت زمان نسبتاً کوتاه عمرش به طرز شگفت‌انگیزی مالکیت بیش از ۵۰ شرکت کوچکتر را برعهده گرفته و البته در کارنامه‌اش مالکیت چند کمپانی بزرگ و مهم هم دیده می‌شود. همه آنها طراحی شده‌اند تا همه چیز را برای مخاطب نوجوان تعیین‌کننده این شبکه اجتماعی تازه و جدید نگهدارند. این معاملات شامل سکوهای رسانه‌های اجتماعی جدید مانند اینستاگرام و واتساپ می‌شود. اما به عنوان یک شرکت هدف، فیس‌بوک سرسختانه بر وضعیت تجردش پایدار مانده است حتی با وجود اینکه تحسین‌کنندگان بزرگ و خریداران زیادی اطرافش را گرفته‌اند.

بعد از اینکه News Corp سایت شبکه اجتماعی مای اسپیس<sup>۱۴</sup> را در سال ۲۰۰۵ خرید، فیس‌بوک تبدیل به ملکه مجالس در بخش تکنولوژی شد. بخشی که مسحور تجارت شراکتی و تغییر وضعیت به تاهل بود. فیس‌بوک در میدان جنگ پیشنهادهای مزایده برای خرید، با چند بازیکن اصلی و مهم دیگر از جمله News Corp قرار گرفت و خیلی هم به

14. MySpace

مرحله تحت مالکیت درآمدن نزدیک شد. سال ۲۰۰۶ شرکت به صورت رسمی با یاهو وارد گفت‌وگو شد که استراتژی خودش بی‌نظمی و اغتشاش بود و برای عروسی مانند فیس‌بوک دامادی مشتاق‌تر از آن نمی‌شد پیدا کرد. یاهو به فیس‌بوک پیشنهادی معادل ۱,۴ میلیارد دلار داد. رقمی که ثروتی برای موسس فیس‌بوک، مارک زاکربرگ محسوب می‌شد کسی که پلتفرم این شبکه اجتماعی را به عنوان بخشی از یک شوخی دانشگاهی به نام «شما ترجیح می‌دهید؟»<sup>۱۵</sup> چند سال قبل ترش البته به کمک چند نفر از هم‌دانشکده‌هایش طراحی کرده بود.

در نتیجه در نمودارها از آن زمان رشد فیس‌بوک همه جا نشان داده می‌شد. فراموش کردن اینکه در آن زمان رسیدن به یک پلتفرم به پردیس‌های دانشگاهی و بعد دبیرستان‌ها در کشورهای انگلیسی‌زبان بالاخص آمریکا محدود می‌شد، کار آسانی است.

حتی در چنین شرایطی هم مارک زاکربرگ از دیدگاهش نسبت به یاهو! تغییر جهت نداد. صحبت‌ها به جایی نرسید و در طول یک سال فیس‌بوک ۲۴۰ میلیون دلار نقد به عنوان تزریق مالی از مایکروسافت دریافت کرد که به زوکربرگ اجازه داد همچنان کنترل کسب و کارش را به دست بگیرد. (و وضعیت مایکروسافت/فیس‌بوک را به «پیچیده است» تغییر بدهد). زوکربرگ در سال ۲۰۱۲ موفقیت فوق‌العاده‌ای کسب کرد و از نظر سودآوری به هدف زد. قابلیت شناوری کمپانی باعث شد ارزش خالص شخصی‌اش تا ۲۸ میلیارد دلار جهش داشته باشد. این به لطف تصمیم زاکربرگ مبنی بر مجزا و مجرد ماندن شرکتش در زمان بحرانی و حساس بود.

طبق نظر بیزینس اینسایدر<sup>۱۶</sup>، وبسایت خبری تکنولوژی و بازرگانی آمریکایی، در مسیر گسترش و بسط دیدگاه‌هایش، زاکربرگ پا جای پای یکی دیگر از بزرگان بخش تکنولوژی یعنی استیو جابز گذاشت و مسیر او را دنبال کرد.

15. would you rather?

16. business insider

اواخر دهه ۹۰ اپل به مرز ورشکستگی رسیده بود. کمپانی برای ۱۲ سال بود که پول از دست می‌داد. در نتیجه هیچ‌کس شگفت‌زده نشد وقتی در سال ۱۹۹۷ به مدیر اجرایی، جیل آملیو در را نشان دادند و همزمان کمپانی به استیو جابز، از موسسان اپل، بازگشتش را خوشامد گفت. استیو جابز در بازگشت به اپل کاری را شروع کرد که به صورت مستدل می‌توان گفت بزرگترین بازگشت در جهان شرکت‌ها و موسسات در طول تاریخ بوده است.

شرکتی که استیو جابز در به وجود آوردنش نقش داشت تمرکزش را از دست داده بود و پولی را که نداشت روی پروژه‌های مختلف خرج می‌کرد! پروژه‌هایی که خیلی بعید بود به ثمر برسند. اپل، شرکتی که زمانی رقیب مایکروسافت و IBM بود، حالا در جنگ کامپیوترهای شخصی بازنده شده بود. اما تا در همان زمان که اپل مایکروسافت و IBM را به عنوان دشمنانش تلقی می‌کرد، جابز همه چیز را متفاوت می‌دید. به جای فروختن شرکت برای رقمی که احتمالاً برابر با کمک هزینه مختصری به اپل می‌شد، جابز ۱۵۰ میلیون دلار به صورت اضطراری از مایکروسافت به شرکت تزریق مالی کرد تا به مهندسان کمک شود. شاید مضحک بنظر برسد، اما مایکروسافت نمی‌خواست اپل از دست برود چون باور داشت اگر یکی از رقبایش در حوزه تکنولوژی کامپیوتری از گود خارج شود، دولت ایالات متحده آمریکا روی موقعیت نرم‌افزاری مایکروسافت و حوزه‌های سلطه‌اش سختگیرتر می‌شود.

وقتی ایمنی خط عمر کمپانی اپل تامین شد، جابز از ریشه شروع به اصلاحات کرد. در یکی از جلسات فوری به اعضای هیات مدیره گزارش داد: «می‌دانید مشکل این شرکت چیست؟ محصولاتش آشغال است و هیچ احساسی بر نمی‌انگیزند.» خیلی زود iMac، اولین کامپیوتری که شبیه هیچ‌کدام از کامپیوترهای شخصی نبود و زیبایی‌شناسی هم در ساختش به کار گرفته شده بود، متولد شد. اپل در عرض ۵ ماه بعد از معرفی آی‌مک چیزی نزدیک به ۸۰۰ هزار از این محصول را فروخت و تا سال ۱۹۹۸ شرکت قرض‌هایش را پرداخته بود و دوباره به سوددهی

رسید. انقلاب آنها در بازار با تولید iPad، iTunes و در نهایت آیفون ادامه پیدا کرد. محصولاتتی که باعث شدند دشمن قدیمی، مایکروسافت دیگر هیچ امیدی به رقابت نداشته باشد و در سطحی بالاتر، بازار محصولات کامپیوتری برای همیشه دچار تغییر و تحول شد.

این مثال‌ها نشان می‌دهد وقتی نوبت به تصمیم‌گیری می‌رسد که آیا سازمان مجزا باقی بماند یا با شرکت دیگری پیوند بخورد، همه چیز مبتنی بر زمان‌بندی است.

وقتی این مسئله را در نظر می‌گیرید که ادغام شوید یا شرکتی را بخرید، جریان‌های مالی می‌توانند تعیین‌کننده باشند. چه رقبا به سرعت متحد شوند و چه از هم جدا شوند و ادغام‌ها را منحل کنند. اما به جز این مسائل مهم دیگری هم می‌تواند تاثیرگذار باشد که مختص خود کمپانی است. همان چیزی که در مورد فیس‌بوک وجود داشت. در آن مورد، زاگربرگ یکی از معدود آدم‌های جهان بود که می‌توانست ببیند شرکتش به درستی در صنعت جدید محرک‌های اصلی برای پیشرفت را دارد. در نتیجه به درستی روی تجرد فیس‌بوک تاکید کرد.

فقط بخاطر اینکه همه درگیر M&A می‌شوند، معنایش این نیست که شرکت شما هم باید وارد چنین معاملاتی شود. وضعیت «تجرد» ممکن است همان‌طور که در بالا به آن اشاره شد بد هم نباشد، و قطعاً بر ازدواج با یک شریک بد ترجیح دارد.

پیشنهاد سال ۲۰۰۷ RBS برای ABN AMARO، بانک هلندی، در یکی شدن فوری بخش‌های مختلف معنا پیدا می‌کند و یک حرکت تدافعی علیه پیشنهاد مشابه رقیب RBS، بارکلیز<sup>۱۷</sup> بود. اما در اصل برای خود RBS که به تازگی توانسته بود از زیر بار قرض‌هایش بیرون بیاید، حرکت منطقی و معناداری نبود که به شکار ABN AMARO برود؛ آن هم درست زمانی که اقتصاد جهانی داشت از حالت تعادل خارج می‌شد. بخصوص بعد از اینکه ABN AMARO حراج بازوی آمریکایی‌اش، بانک لاسال را متوقف کرده بود که طبق فرضیه‌ها جایزه بزرگی برای بانک انگلستان به شمار

---

17. BARCLAYS



می‌رفت که تمایل به مالکیت آن را داشت.

هم‌زمان، نقطه معکوس این بحث هم می‌تواند درست باشد. موج قبلی اتحاد بخش‌های بانکی انگلستان در سال‌های ۱۹۹۰ شاهد به وجود آمدن Lloyds TSB از ادغام دو بانک مهم بود. هجوم بی‌امان معاملات همچنین برای فرد گودوین، مدیر ارشد اجرایی RBS در آن زمان بزرگترین پیروزی‌اش را در مالکیت سریع و پیوستن به رقیبش، نتوست<sup>۱۸</sup>، برایش فراهم کرد. آن ازدواج مشارکتی معنادار بود، اما مورد بعدی نه.

خارج از این مسیرهای ادغام، گروه کوچکی از کسب و کارها هستند که برای آنها همیشه مناسب است از معاملات بزرگ و تغییر شکل‌دهنده دور بمانند. البته تعدادشان زیاد نیست و تعریف و مشخص کردن این گروه از شرکت‌های «مجرد» کار سختی است چون آنها مربوط به یک صنعت خاص نیستند و به بخش کوچکی از جهان هم منحصر نمی‌شوند. در واقع، جوهر کاراکتر شرکت آنها، توانایی‌شان برای مستقل ماندن در روزگاری است که همه چیز به سرعت به سمت جهانی شدن در حرکت است.

نمونه‌های کمی در صنایع می‌توان یافت که تا الان آنقدر عمیق با هم ادغام شده باشند که دولت‌ها و رگولاتورها بخواهند از همین وضعیت فعلی آنها محافظت کنند تا این اطمینان را بدهند که آنها بیش از این متمرکز و ادغام نمی‌شوند. نمونه‌ای که برای این فرضیه می‌توان مثال زد در حسابداری است جایی که بعد از سقوط آرتور اندرسون (یکی از پنج موسسه بزرگ مالی)، Big Five (پنج بزرگ) تبدیل به BIG FOUR (چهار بزرگ) شدند<sup>۱۹</sup>. در این شرایط شرکت‌های رگولاتوری (شرکت‌های تنظیم‌کننده بازار) این قضیه را روشن کردند که هر کدام از چهار موسسه باقی‌مانده را به دلیل منافع عمومی نجات خواهند داد چون در غیر این صورت بازارهای مالی دچار رسوایی‌های جدی و مهم می‌شوند

18. NatWest

۱۹. BIG FIVE یا پنج بزرگ شامل پنج موسسه مالی بزرگ است و BIG FOUR، چهار بزرگ به چهار موسسه حسابرسی بزرگ اشاره دارد. تعداد این موسسات در ابتدا هشت بود اما با سقوط یکی یکی آنها در نهایت به پنج و دست آخر به چهار موسسه رسید

و در نتیجه ادغام میان این چهار موسسه ممنوع شد. با این وجود هر چهار موسسه حسابداری در کوچکتر کردن، اضافه کردن یا مالکیت‌های مجاور/مکمل<sup>۲۰</sup> فعال بودند (به عنوان مثال پرایس واترهاوس کوپرز<sup>۲۱</sup> موسسه مشاوره مالی بوز و شرکا<sup>۲۲</sup> را خرید یا دیلویت<sup>۲۳</sup> سراغ خرید موسسه مونیتور رفت). نمونه‌های دیگری هم در صنایع سنگین کنترل شده مثل موبایل یا خطوط تلفن یا منابع نفت و برق وجود دارد. همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، کسب و کارهای خانوادگی هم معمولاً در چنین طبقه‌بندی قرار می‌گیرند.

اما بیشتر گروه‌های «مجرد» قادرند مستقل باقی بمانند چون استراتژی تامین تولیدات محدود به صرفه با قابلیت دسترسی جهانی را دارند. نمونه‌هایش مشاوران استراتژی مانند گروه مشاوره مک‌کینسی، بین و بوستون هستند و یک سری موسسات مشخص حقوقی (که بعدتر درباره‌شان صحبت می‌کنیم). غالباً آنها خدمات اضافه بر ارزش، بخصوص در بخش‌های حرفه‌ای، ارائه می‌دهند. کسب و کارهای ضعیف‌تر و کم‌ارزش‌تر در این گروه قرار می‌گیرند.

در آینده، با افزایش روند جهانی شدن، تکنولوژی‌های جدید، انقلاب‌های سیاسی یا فقط گذر زمان ممکن است این کسب و کارها را وادار کند که خودشان را با شرایط دیگری تطبیق دهند. اما در حال حاضر آنها مجردند چون توانایی‌اش را دارند و ارزش و افتخارشان هم در همین است.

یکی دیگر از این نمونه‌های موسسه حقوقی است که دفتر اصلی‌اش در نیویورک است: واپل، لیپتون، روزن و کتنز. برای کسب و کاری که روی M&A مشاوره می‌دهد، غیرمعمول است: این موسسه از زمانی که به وجود آمده مجرد بوده و کاملاً هم در این امر ثابت قدم است. خوب آیا به این معناست که مدیران این موسسه کاری را که ارائه می‌دهند قبول

20. complementary/adjacent

21. PricewaterhouseCoopers

22. Booz & Co

23. Deloitte

ندارند و نادیده‌اش می‌گیرند یا جریان چیز دیگری است؟ با هر حساب و کتاب و متر و معیاری و اچل موسسه مستقل موفق است. با دست دادن چهار مدیر با جری کرن در سال ۱۹۶۵ تاسیس شده و اسمش برای دهه‌ها همراه با معاملات M&A آمده است. و اچل قرص سمی ابداع کرده که بیشترین تقلید از رویش شده است، تکنیکی برای دفاع خصمانه که در فصل پنجم درباره‌اش حرف زدیم.

بنظر می‌رسد استراتژی و اچل درست عمل کرده است. چون از زمانی که وکلا شروع به نگهداری اسناد دولتی و استفاده از آنها کردند، این یکی از پربازده‌ترین موسسات حقوقی در آمریکاست. طبق آمار مجله «وکیل آمریکایی»، در سال ۲۰۱۴ سودی که به هر شریک می‌رسید چیزی معادل ۵ میلیون دلار بود. در همان سال موسسه سومین مشاور برجسته در زمینه M&A در سرتاسر جهان بود که روی ۷۰ معامله و قرارداد به ارزش ۲۰۸ میلیارد دلار کار می‌کرد. از جمله مالکیت هالیبرتون روی بیکر هیوز<sup>۲۴</sup> که ارزش ۳۶،۴ میلیارد دلاری داشت و ادغام تیم هورتونز و برگر کینگ در سرتاسر جهان. قراردادی که ارزش آن به ۱۱،۴ میلیارد دلار می‌رسید. ساده است که الان متوجه بشویم چرا و اچل نه تمایل دارد و نه نیازی می‌بیند که دست به ادغام با شرکت دیگری بزند.

بقیه موسسات حقوقی استثنائی هم جوری مدیریت می‌شوند که به چنین جایگاه و موقعیت ممتازی دست پیدا کنند.

در لندن، اسلاتر و می<sup>۲۵</sup> به عنوان موسسه‌ای شهرت دارد که از جهانی شدن سر باز می‌زند. یا زمانی سراغ رشد و توسعه برندش رفت که بقیه رقبایش به سمت جهانی شدن حرکت کرده بودند، ایده‌های یکدیگر را می‌دزدیدند، کمتر سنتی و متکی به آداب و رسوم خاصی بودند، سرویس‌های حرفه‌ای همه در مسیر صنعتی شدن بودند. برای هر موسسه حقوقی دیگر، این امتناع با جلو رفتن همگام با زمانه صدای ناقوس مرگ می‌دهد یا خیلی ساده به دنبال جذب یک

24. BAKER HUGHS

25. SLAUGHTER AND MAY

ادغام‌کننده بزرگتر است.

راز موفقیت اسلاتر و می این است که این موسسه به بیش از ۱۰۰ شرکت بورس اوراق بهادار فایننشال تایمز انگلستان و ۲۵۰ شرکت مشاوره می‌دهد و تعداد مشتریانش از همه رقبایش بیشتر است. در نتیجه موسسه در دل خودش نسبت به بقیه رقیبان و همکارانش تفوق بیشتری دارد. زمانی که بقیه موسسات عجله داشتند تا برای خودشان یک شریک بین‌المللی پیدا کنند، وکلا در اسلاتر و می شاهد این بودند که چطور فرهنگ‌های شرکت‌های رقیب آبکی می‌شود و تصمیم گرفتند تا زمانی که مجبور نشده‌اند، موسسه را با شرکت دیگری ادغام نکنند. نتیجه این رای به استقلال، یا در واقع بهتر است بگوییم علیرغم این رای به استقلال، اسلاتر و می به طور ثابت قدم پرسودترین شرکت میان موسسات حقوقی اروپایی باقی ماند. شرکت جوری هدایت شد که مشتری محوری را در سطح اعلایش خودش نگهدارد و احتمالاً چیزی را حفظ کند که برای کسانی که کنترل این کسب و کار را برعهده داشتند مهم‌ترین اصل بود: فرهنگ منحصر به فرد موسسه‌شان.

موسسات حرفه‌ای خدماتی دیگری هم هستند و همچنین شرکت‌های خانوادگی، در اندازه‌های مختلف: کوچک، متوسط، بزرگ، که مستقل باقی مانده‌اند و به شدت هم موفق بوده‌اند. بیشتر به این دلیل که موقعیت قوی متمایزشان را در حوزه‌ای که در آن فعال بوده‌اند یا در جغرافیایشان حفظ کردند. تیمپسون، کمپانی کلیدسازی و تعمیر کفش که در سرتاسر انگلستان شعبه دارد، نمونه عالی برای این بحث در کسب و کارهای خانوادگی است. (فصل دوم را بخوانید).

گروه شرکت‌های مجرد ممکن است برنده‌های دوست‌داشتنی باشند اما تک ماندن جاه‌طلبی منطقی برای بیشتر شرکت‌ها نیست. اجبار جهانی شدن کسب و کارها را به سمت «هر چه بزرگتر بهتر» سوق می‌دهد. مدلی که برای دهه‌ها رواج داشته و همچنان بر همان شیوه مسیرشان را ادامه می‌دهند.

البته سناریوی محتمل‌تر این است که مدیران ارشد اجرایی بالاخره

در نقطه‌ای برای یافتن رشد، نوآوری یا اشتراک مساعی برای تحکیم پیشه‌شان نگاهی به بیرون خواهند انداخت. به هر حال سه انتخاب وضعیت دیگر فیس بوک باقی مانده که می‌تواند نتیجه‌اش همین خروجی و درآمد باشد و همیشه باید اول آنها را در نظر گرفت چون بدون شک و شبهه خطرشان از ازدواج کامل کمتر است.

### وضعیت پیچیده است

در جهان شرکت‌ها، «پیچیده است» به معنای برداشتن حداقل سهم از شرکت‌های دیگر است. همان‌طور که در روابط اجتماعی شخصی این نوع از قرارداد به شدت در حال افزایش است، اما کمی هم تیره و تار بنظر می‌رسد. هدف بلندمدت از ساختمان سهام هم غالباً به آسانی قابل رویت و آشکار نیست.

در برخی زمینه‌ها، مثل بیوتکنولوژی و گسترش نرم‌افزاری، گرفتن حداقل سهم یک تکنیک شرکتی ثابت و محرز است، در برخی دیگر مثل شبکه‌های بانکی و تکنولوژی تازه جریانی در حال ظهور است اما محبوب و شاید حتی ضروری. در این مفهوم جهان شرکت وارد سپهر مشارکت سرمایه‌ها به صورت گروهی می‌شود و بذر سرمایه‌ای را می‌کارد که پشتوانه استارت‌آپ‌ها و سهام‌ها برای بازیکنان نوظهور می‌شود. همان‌طور که با سرمایه‌های استراتژیک در استارت‌آپ‌های تکنولوژی این غالباً شکلی از برون‌سپاری R&D برای موسسات بزرگتر است.

در صنعت علوم زیستی، گلاکسواسمیت کلاین<sup>۲۶</sup> برای مدت طولانی گروهی از دانشمندان و اختراعاتی را اداره می‌کرد که در آزمایش‌های مخدرها برای داروهای دردزا در سال ۲۰۱۰ مشارکت داشتند. GSK معادل ۱۸ درصد از کسب و کار جدیدش را نگهداشت و نام «همگرایی دارویی» را رویش گذاشت. در این مورد از قرار معلوم معامله طراحی شده بود که سربارها و منابع انسانی و اقتصادی مازاد در تحقیقات و گسترش برای GSK را قطع کند و بهره‌وری و قابلیت تولید را در شرکت جدید بالا ببرد و البته

26. GlaxoSmithKline

همچنان GSK به صورت زیرپوستی در بازی باقی بماند. اسپین آف (تولیدی متکی بر محصول بزرگتر) بخشی از یک جریان وسیع تر بود. BIG PHARMA<sup>۲۷</sup> با انقضای امتیاز روی محصولات ارزشمند روبه‌رو شد و خیلی‌ها در صنعت داروسازی به نگرانی‌های سرمایه‌گذاران با برون‌سپاری خدمات کلینیکی و پزشکی و تحقیقات به موسسات کارآفرین، سریع‌الانتقال تر و کوچکتر، پاسخ دادند. باکستر<sup>۲۸</sup> در سال ۲۰۱۴ باکسالتا<sup>۲۹</sup> را از خودش جدا کرد که بخش درمان خونریزی‌های جدی باکستر بود. این اسپین آف آنقدر موفق بود که باکستر فقط ۱۲ ماه بعد تبدیل به شرکت هدفی برای کمپانی شایر شد که کنترل آن را به دست گرفت و قیمتی که شایر رویش گذاشت ۱۲ میلیارد دلار بود.

در سال ۲۰۱۴، یورومانی<sup>۳۰</sup>، ناشر بازرگانی، با شرکت کارلایل، یک موسسه مدیریت مالی خصوصی، شریک شد تا شرکت تامین‌کننده داده به نام دی‌لاجیک<sup>۳۱</sup> را به مبلغ ۷۰۰ میلیون دلار بخرند. یورومانی ۱۵ درصد سهام را برداشت. در اینجا انگیزه‌ها خیلی روشن نیست. در دوره طولانی‌تر مشارکت‌هایی میان دی‌لاجیک و یورومانی و ناشر می‌تواند وجود داشته باشد که مبنای طرح خرید دی‌لاجیک و هدایت کامل آن به سمت ثبات عناوینش باشد. برعکس، ممکن است این یک سرمایه‌گذاری مالی خالص باشد. چون پیچیده است، هیچ‌کس واقعا نمی‌داند کدام فرضیه درست است.

در نمونه‌های دیگر، گرفتن حداقل سهام منجر به در اختیار گرفتن کنترل کامل می‌شود. این می‌تواند تاکتیک مفیدی برای خریداران باشد زیرا سهام حداقل همان حق و حقوق مهمی را به مالکان می‌دهد که بالقوه در دیدگاه‌های شرکت به صورت تعیین‌کننده‌ای تاثیرگذار باشند. جنبه منفی آن برای فروشندگان این است که خریداران بالقوه می‌توانند از این استراتژی برای کنار هم قراردادن اطلاعات زیادی درباره

۲۷. صنایع داروسازی

28. BAXTER  
29. BAXALTA  
30. EUROMONEY  
31. DEALOGIC

شرکت شما استفاده کنند.

وقتی یک پیشنهاددهنده کمپانی شما را به خوبی بشناسد، طبعاً از نقاط ضعفش هم به خوبی آگاه است. مواردی که می‌توانند در فاز ارزیابی بایسته مفید باشند و درنهایت در فاز مذاکره به آنها کمک کند. (به فصل‌های سوم تا پنجم نگاه کنید). مزیتی که خریدار آگاه نسبت به دیگر پیشنهاددهندگان دارد این است که بهتر و سریع‌تر می‌تواند ارزش واقعی را تعیین کند و نسبت به مسائل متعددی که در مرحله ارزیابی بایسته ممکن است نیاز به حل و فصل داشته باشند، آگاه باشد.

همان‌طور که در فصل‌های بعدی بررسی خواهیم کرد، سرعت حرکت در رسیدن به قرارداد و عبور از خط توافق مسئله مهم و اساسی است. یک خریدار آگاه درک بهتری از دکمه‌های دستورات عمل‌ها دارد و اینکه دقیقاً چه موقعی باید آنها را فشار بدهد تا به هدف مورد نظرش برسد. قادر باشد مسیر سرمایه را برای مدت طولانی دنبال کند به عنوان یک سرمایه‌گذار در اقلیت بتواند زمانی که مرحله نقل و انتقالات بزرگتر آغاز می‌شود، ارزش زیاد آنها را اثبات کند و همچنین بتواند از توانایی‌های دیگر پیشنهاددهندگان بکاهد، به طوری که آنها تمایلی برای سرمایه‌گذاری در این مرحله نداشته باشند، چون می‌دانند که احتمال پیروزی‌شان زیاد نیست.

خانواده گلایزر در سال ۲۰۰۵ کنترل باشگاه فوتبال منچستر یونایتد را به دست گرفت و این می‌تواند نمونه عالی برای سرمایه‌گذاری تاکتیکی باشد. خانواده سرانجام و با مباحثه تجارت سابقاً قرض آزاد را با بیش از ۵۰۰ میلیون پوند (۹۰۰ میلیون دلار) قرض به راه انداخت. بخشی از این پول به صورت اسناد وام صندوق‌های تأمین بود. در بستر زمانی که خرید سهم دیگران با نسبت غیرمعین رونق گرفته بود، ساختار مالی که توسط گلایزرها استفاده شد تا کمپانی را با پول خودش به دست بیاورند، تهاجمی و متجاوزکارانه بود. اما واقعیت این است که روش چندان غیرمعمولی هم نبود. به هر حال به دلیل اینکه مورد مالکیت باشگاه فوتبال بود و با وجود دندان قروچه‌های طرفداران باشگاه که مخالف این

معامله بودند، قرارداد نوشته شده بود، تعداد ستون‌هایی که در مجلات و روزنامه‌ها درباره بدهی در این مورد نوشته شد از همه معاملات دیگری که در آن دهه صورت گرفته بودند، بیشتر بود. در میانه این اضطراب عمومی، یکی از جالب‌ترین جنبه‌های فنی این معامله، مالکیت مالکوم گلینزر از افزایش همیشگی سهم حداقلی در باشگاه بود که اغلب از آن چشم‌پوشی شده است.

او در ماه مارس سال ۲۰۰۳ شروع به ساختن سهام خودش در منچستریونایتد کرد. یکسال بعد، علیرغم افزایش دارایی‌هایش، گلینزر اعلام کرد که: «در حال حاضر هیچ قصدی مبنی بر پیشنهاد جدید به باشگاه ندارد و شاید سهامش را کاهش دهد.» این بیانیه به اجبار اعضای هیات کنترل انگلستان در جواب به مقاله‌هایی که در فایننشال تایمز و بقیه جاها منتشر شده بود، اعلام شد. در مقاله‌های مطبوعات ادعا شده بود که گلینزر، کامرزبانک را استخدام کرده تا درباره ساختار مالکیت محتمل از او مشاوره بگیرد.

در متن این بیانیه مشخص نیست که چرا خانواده گلینزر به تدریج تا اکتبر ۲۰۰۴ به افزایش سهامش ادامه داد. سهام او به ۳۰ درصد از مقداری که طبق قانون انگلستان این اختیار را به او می‌داد که پیشنهاد کنترل کامل روی باشگاه را داشته باشد، نزدیک شد اما به مقدار دقیق آن نرسید.

اکتبر ۲۰۰۴، خانواده گلینزر درباره یک پیشنهاد برای باشگاه با مدیران ارشد اجرایی آن وارد گفت‌وگو شدند. آنها متعاقباً روی حق و حقوق‌شان و نسبت سهام‌شان به کل دارایی باشگاه تکیه کردند که به آنها این فرصت را می‌داد روی کمپانی اعمال نفوذ کنند. کارهایی شبیه اینکه بتوانند سه نفر از اعضای هیات مدیره را در نوامبر همان سال بیرون کنند (و به جای آنها اعضای خانواده خودشان را بنشانند) و همزمان شروع به دعا و جدلی کردند که یکسال به طول انجامید تا بتوانند کنترل کامل خودشان را روی کسب و کار محفوظ نگهدارند. این را هم در نظر داشته باشید که با داشتن سه صدلی در میان اعضای هیات مدیره



اطلاعات‌شان از کمپانی بیشتر شد و تصمیم گرفتند که آیا با پیشنهاد نسبت سهام بالاتری جلو بیایند یا نه.

آنچه گلنزر در ابتدا گفت که نقشه‌ای برای در اختیار گرفتن کنترل شرکت ندارد جلوی گمانه‌زنی‌ها و شایعات را نگرفت که معتقد بودند هدف او در تمام این مدت دقیقا به دست آوردن مالکیت تام بوده است. در واقع مالکیت سهام اقلیت افزایشی همیشه تاکتیکی بوده که به او کمک کرده باشگاه را ببرد. در شرایط بخصوص، همه این‌ها ممکن بود به این معنا باشند که گلنزر به نقض حقوق مالکیت انگلستان نزدیک شده بود که همین احتمالا توضیح می‌دهد که چرا به صورت گسترده از مشاوران زبده استفاده می‌کرد.

درباره پرونده باشگاه منچستر یونایتد در فصل پنجم بیشتر بحث کرده‌ایم.

## رابطه آزاد

در جهان روابط شخصی به نظر می‌رسد معنای رابطه آزاد فرصت خیره‌کننده‌ای باشد برای اینکه هر کسی سهم خودش را از کیک داشته باشد و آن را بخورد. اگرچه در واقعیت چنین قراردادی خیلی زود می‌تواند به تلخی گرایش پیدا کند. نسخه سازمانی رابطه آزاد، اتحاد استراتژیک یا اگر رسمی‌تر بخواهیم بگوییم مشارکت انتفاعی<sup>۳۲</sup>، هم می‌تواند چالش برانگیز باشد. اما اگر به درستی انجام شود به شرکت‌ها امکان دسترسی به صنایع یا بازارهایی را فراهم می‌سازد که در شرایطی به جز این غیرقابل دسترس هستند چون از نظر اهمیت محلی دچار نقص هستند یا از نظر فنی در آن صنعت کمبود دارند یا مقیاس و سرمایه‌شان برای رسیدن به بازارهای دیگر به اندازه و کافی نیست.

ذات و جوهر همه این اتحادها یکی است: دو یا تعداد بیشتری شرکت موافقت می‌کنند که با همکاری هم برای یک هدف مشترک کارشان را انجام دهند. هدفی که احساس می‌کنند به تنهایی قادر به دست یافتن

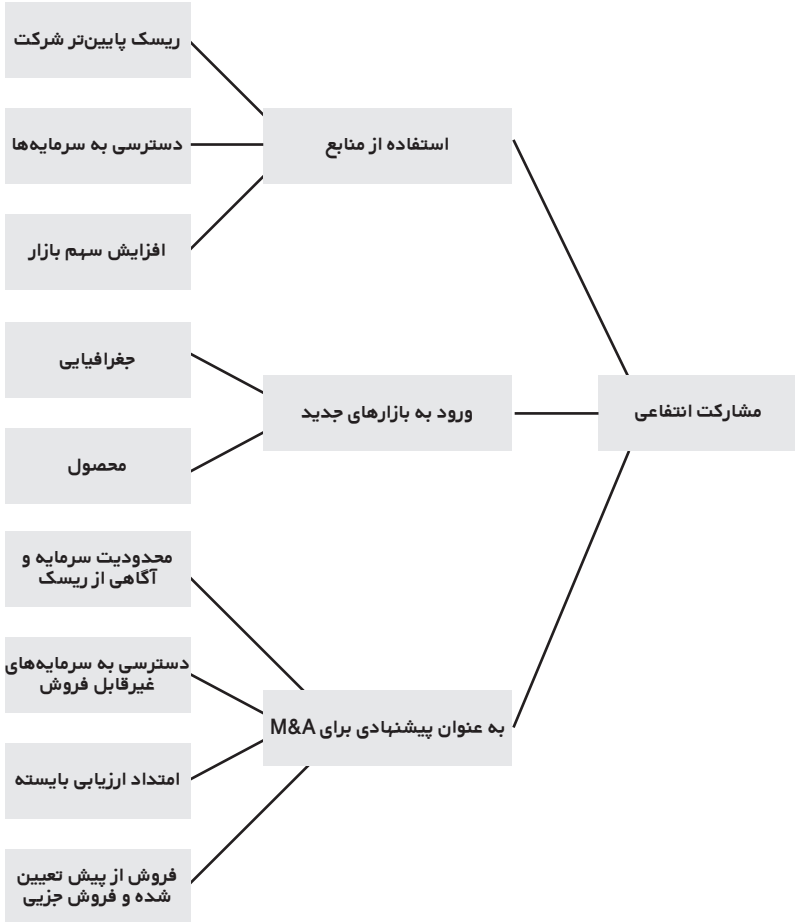
به آن نبوده‌اند. گونه‌های مرسوم متعددی از اتحادها وجود دارد که تحقیق دقیق درباره آنها کار دشواری است. این بخش روی رسمی‌ترین و قابل‌سنجش‌ترین گونه یعنی مشارکت انتفاعی<sup>۳۳</sup> تمرکز می‌کند. جایی که دو یا تعداد بیشتری شریک با هم سرمایه‌شان را روی یک برگ برنده جدید می‌گذارند.

سه دلیل اصلی برای سرمایه‌گذاری در JV وجود دارد:

- به شرکا اجازه می‌دهد که در استفاده از منابع شراکت کنند. این نکته بخصوص از نقطه نظر مالی، وقتی اعتبارها در مضيقه باشند، مفید است. مثل دوره زمانی که بلافاصله به دنبال بحران اقتصادی سال ۲۰۰۷-۲۰۰۸ آمد. اما نیاز دارد که توسط سرمایه هدایت نشود. برای مثال یکی دیگر از محرکه‌های معمول مشارکت انتفاعی زمانی است که شرکت‌ها نیاز به دسترسی به تکنولوژی و مهارت‌هایی دارند که خودشان قادر به خریداری‌اش نیستند. به دلیل این مزیت‌ها حتی شرکت‌هایی که رقیب هم به شمار می‌روند می‌توانند یک تیم تشکیل بدهند (همان‌طور که پیش‌تر درباره میکروسافت و اپل دیدیم) اگر چه در این مورد باید ملاحظات به طور دقیق و با احتیاط مدنظر قرار بگیرند چون تعیین مرزها درباره اینکه چه اطلاعاتی را با شریکتان تقسیم می‌کنید، کار دشواری است.
- به شرکا فرصت دسترسی به بازارهای جدید را می‌دهد. منظور از بازار هم می‌تواند از نظر جغرافیایی باشد و هم تولیدات و محصولات جدید.
- گاهی اوقات از این مرحله به عنوان منادی و پیشرو برای M&A استفاده می‌شود. در یک بازه زمانی گسترده به آنها اجازه می‌دهد از نظر فرهنگی و بقیه عناصر ارزیابی بایسته یکدیگر را بررسی کنند. متأسفانه درست مثل روابط آزاد انسانی، نسخه شرکت‌های آن هم هرچند تعریفش عالی بنظر می‌رسد اما چنین روابطی مملو از مشکلات است و بسیاری از شرکت‌ها از وارد شدن به چنین رابطه‌ای پشیمان می‌شوند.

33. JOINT VENTURE-JV

شکل ۱/۱: نسبت مشارکت انتفاعی (JV)



## چطور مشارکت انتفاعی را کارآمد کنیم؟

تحقیقات جامعی توسط مدرسه بازرگانی کاس و موسسه حقوقی آلن و اووری میان ۵۰۰ مشارکت انتفاعی جهانی، از کوچک گرفته تا بزرگ، بین سال‌های ۱۹۹۵ تا ۲۰۱۴ صورت گرفت. نتیجه این تحقیقات تله‌های بالقوه چنین قراردادهایی را نشان داد. نتایج گرفته شده به شرح زیر بود:

— مشارکت‌های انتفاعی برای همیشه نیستند. در ۶۰ درصد موارد یک یا تعداد بیشتری از شرکای اصلی از ۷۷ خارج شده‌اند یا اصلاً ۷۷ منحل شده است.

— تنها نیمی از ۷۷ها موفق بوده‌اند. چیزی نزدیک به ۵۰ درصد آنها به نتیجه مثبتی رسیده‌اند اما همچنان ۴۶ درصد نتیجه‌شان منفی بوده و به بن‌بست‌هایی از قبیل اختلاف و منازعه (۹ درصد) یا اجرای ضعیف (۱۴ درصد) رسیده‌اند.

— ۷۷ معمولاً یک استراتژی میان‌مدت است. اکثریت (معادل ۵۱ درصد) از ۷۷هایی که به وجود آمدند در طول پنج سال از آغاز راهشان به پایان رسیده‌اند. ۶۱ درصدشان یک‌سال بعد تمام شده‌اند، ۱۱ درصد اصلاً در همان زمان به هدف و طرح و خواسته‌شان رسیده‌اند اما در ۵۳ درصد موارد یکی از شریک‌ها در نهایت کنترل را به دست گرفته است و در ۱۷ درصد موارد هم کل ۷۷ به یک گروه خارجی فروخته شده است.

— به دنبال این تحقیقات، آلن و اووری توصیه‌های زیر را برای تنظیم یک مشارکت انتفاعی موفق کرده‌اند:

— موضوع کار و پیشنهاد را کاملاً مورد بررسی قرار دهید.

— اطمینان حاصل کنید که استراتژی‌های شرکاء از همان ابتدا هم‌تراز و هم‌ردیف با خواسته‌های شماست. موفقیت مشارکت انتفاعی به طور گسترده‌ای بستگی به «تناسب» شرکا با هم دارد.

— مراحل تصمیم‌گیری‌های عملی را تنظیم کنید.

— از پیش یک استراتژی خروج تهیه کنید و شیوه‌هایی برای راه‌حل منازعات احتمالی بیابید.

یکی از شرکت‌هایی که برای رسیدن به مشارکت انتفاعی خیلی عجله

داشت، دانون<sup>۳۴</sup> بود. یک شرکت زنجیره‌ای غذای فرانسوی که چندین سرمایه‌گذاری JV ناموفق و بی‌فرجام در چین داشت. کشوری که به طرز آشکاری برای بیرون آمدن از چنین وضعیت‌هایی دشوار است.

دانون در سپتامبر سال ۲۰۰۹ اعلام کرد که از شراکتش با واه‌ها<sup>۳۵</sup> کمپانی چینی نوشیدنی بیرون آمده است. دو سال قبل ترش این شرکت فرانسوی دادخواستی علیه واه‌ها و موسس‌اش، زونگ کینگ‌هو<sup>۳۶</sup>، تنظیم کرده بود. در این دادخواست واه‌ها متهم شده بود که یک خط تولید کپی کاری شده از دانون به صورت موازی با شراکت‌شان به راه انداخته است. در نهایت دانون دلایلی ارائه کرد که زونگ، یکی از ثروتمندترین کارگشایان و موسسان شرکت در چین، به کمک بستگان و روابط و تقلید نمای بیرونی شرکت‌های خارج از مرزهای چین، کلاهبرداری کرده است.

اگر بخواهیم مفهوم این ماجرا را دریافت کنیم باید بگوییم که دانون و واه‌ها از سال ۱۹۹۶ با هم همکاری می‌کردند و مشارکت انتفاعی آنها به عنوان یکی از موارد مطالعاتی موفقیت‌آمیز در این زمینه در مدارس بازرگانی تدریس می‌شد.

وقتی دانون در سال ۲۰۰۶ سعی کرد واه‌ها را بخرد، شکاف‌های جدی ایجاد شد و طبق آن چیزی که نیویورک تایمز نوشت بنظر می‌رسید که کمپانی چینی برای پول بیشتر مقاومت می‌کند. دشمنی حقوقی میان دو طرف دعوا تا اواخر سال ۲۰۰۷ به تعویق افتاد. در سال ۲۰۰۹ به دنبال مذاکره‌های گسترده‌تر، واه‌ها ۵۱ درصد از سهام دانون را در JV خرید. طبق تخمین تحلیلگران، دانون چیزی حدود ۵۰۰ میلیون دلار برای تجارتی که ۲ میلیارد دلار می‌ارزید دریافت کرد.

نمونه دیگری از مشکلاتی که در خروج از مشارکت انتفاعی بین‌المللی به وجود می‌آید در صنعت نفت و گاز قابل بررسی است. در سال ۲۰۰۳، BP (شرکت نفت و گاز انگلیسی) سرمایه‌هایش در روسیه را داخل TNK-BP (دومین شرکت نفتی روسیه) گذاشت. مشارکت انتفاعی با گروه‌های انرژی

34. DANONE

35. WAHAHA

36. Zong Qinghou

که پشت گروه آلفا، ACCESS INDUSTRIES و رنووا (AAR) بودند. سال ۲۰۰۸ بود که AAR تصمیم گرفت در مزایده‌ای برای به دست گرفتن کنترل بخش بزرگتری از کمپانی دست و پنجه نرم کند. مدیرعامل TNK-BP، رابرت دادلی، به دنبال جریانی که ادعا داشت انگیزه‌های سیاسی داشته از روسیه فرار کرد. او متهم شده بود که به گروهی از مخالفان دولت روسیه در پشتیبانی از AAR و در واقع حمایت بیشتر از BP پیوسته است.

ژانویه سال ۲۰۰۹ در نهایت BP کنترل مشارکت انتفاعی را به AAR واگذار کرد که اعضای هیات مدیره پیش از این به صورت ۵۰/۵۰ سهام شرکت را در اختیار داشتند. دو سال بعد مجدداً اعضای هیات مدیره AAR قدرت‌نمایی کرد تا از امضای طرحی میان BP و رزنفت، کمپانی انرژی پیشین روسیه جلوگیری کند. دو شرکت می‌خواستند برای کشف و استخراج نفت و گاز در شمال روسیه به هم بپیوندند.

سال ۲۰۱۲ بالاخره BP توانست خودش را از این بن‌بست بیرون بکشد. AAR با طرحی برای فروش TNK-BP به رزنفت<sup>۳۷</sup> با قیمت ۵۵ میلیارد دلار موافقت کرد. معامله که شخصا توسط ولادیمیر پوتین، رئیس‌جمهور روسیه مرزهایش روشن شده بود به BP ۱۶,۷ میلیارد دلار نقد به اضافه ۱۲,۵ درصد از سهام در رزنفت را پیشنهاد می‌داد. پیشنهادی که قبول شد.

## جدایی

فروش دارایی‌هایی که مطابق انتظار بازده ندارند، فسخ ادغام‌ها و انحلال بخش‌های بی‌بازده در اصل بیرون از محدوده سوژه‌های این فصل است. به جز جایی که باعث خیزش سرمایه می‌شود که شرکت‌ها را قادر می‌سازد دوباره در مسیر هدف مالکیت حرکت کنند و روی آن متمرکز شوند یا بتوانند کمپانی را تبدیل به شرکت هدف برای خریداران کنند. درباره این مسائل در فصل نهم بحث شده است. در آنجا جدایی شرکت‌ها را به طور کامل پوشش داده‌ایم.

مثال خوب برای فسخ ادغام تصمیم صنعت شیرینی‌سازی چندملیتی

کدبری<sup>۳۸</sup> انگلستان برای جدایی از شوئیز<sup>۳۹</sup> کسب و کار نوشیدنی آمریکایی در سال ۲۰۰۸ است.

این فروش طراحی شده بود تا نقدینگی را برای مالکیت نوشیدنی‌ها افزایش بدهد اما به جایش کدبری از شکارچی به شکار تبدیل شد و در نهایت همه چیز منتهی به این شد که مالکیتش را کرافت برعهده بگیرد. سر دومینیک کدبری، اگرچه وقتی شرکت خریداری شد دیگر به طور رسمی عضو آن نبود، در سخنرانی‌اش در مدرسه بازرگانی کاس که بعد از ماجرای از دست دادن کنترل کدبری بر کمپانی آغاز شد گفت که انحلال ادغام با شوئیز مسیر را به سمتی هدایت کرد تا یک کمپانی غذایی بزرگتر «مالکیت با تمرکز روی تولید یک محصول» را انجام دهد و صنعت شیرینی‌سازی را که توسط جد بزرگش بنیان گذاشته شده بود، بخرد.

ماه می سال ۲۰۰۳، تاد استیتزر به عنوان مدیر ارشد اجرایی کدبری شوئیز کارها را به دست گرفت. وقتی کمپانی نوشیدنی و غذای بی‌هدف شامل دو نیمه کاملاً بی‌ربط و نامتناسب بود. کسب و کار جهانی شیرینی و تجارت نوشیدنی آمریکایی و اروپایی که برندهای اصلی‌اش دکتر پپر، اسنپل<sup>۴۰</sup> و اوسیسی<sup>۴۱</sup> بودند. اگر چه مالکیت آدامز در سال ۲۰۰۲ کدبری شوئیز را تبدیل به بزرگترین گروه شیرینی در سرتاسر جهان کرد، سهم آنها از بازار جهانی در بخش گسترده‌ترش فقط ۱۰ درصد بود که به سختی موقعیت قابل قبولی بنظر می‌رسید.

شرکت برای مدت طولانی رویای سلطه بر تجارت شیرینی را در سر می‌پروراند و از طریق ادغام با هرشی در سال ۲۰۰۲ برای آن تلاش هم کرد اما در آخرین لحظه پای تراست خیریه شرکت کنترل آمریکایی وسط آمد که معامله را متوقف کرد و کدبری شکست خورد.<sup>۴۲</sup> کدبری شوئیز دچار کمبود سرمایه برای خرج کردن برای تولید نوشیدنی‌ها شدند در نتیجه در مرحله اول برندهای نوشیدنی اروپایی یعنی اورنجینا و اوسیسی را به LION

38. CADBURY

39. Schweppes

40. SNAPPLE

41. OASIS

۴۲. تراست خیریه نهادی است که فقط برای امور خیریه تاسیس شده و غیرقابل بازگشت و غیرقابل فسخ است

CAPITAL فروختند تا نقدینگی‌شان افزایش پیدا کند.

نلسون پلتز، سرمایه‌گذار عملگرای آمریکایی، علاقه‌اش به این بخش از تجارت جلب شد و شروع به خرید سهام کدبری کرد. در حالی که به نسبت رقیبش، کرافتز کمپانی انگلیسی برایش ناشناخته بود. نقشه‌های پلتز برای کدبری که می‌خواست از آن برای ائتلاف و اتحاد صنعت استفاده کند، با اعضای هیات مدیره کدبری و استیتر هم‌صدا بنظر می‌رسید. در نتیجه کمپانی انگلیسی شروع به فروختن بخش بازرگانی نوشیدنی آمریکایی کرد. در حالی که همزمان دوباره سر صحبت و مذاکره را با هرشی باز کردند به این امید که با پیشنهاد ادغام با سهم‌های برابر به تفاهم با حریف برسند. اما سهامداران آمریکایی کدبری روی انشعاب فوری اصرار ورزیدند. اعضای هیات مدیره کمپانی که در پیدا کردن موسسه خصوصی برای خرید بخش تجاری نوشیدنی‌های آمریکایی شکست خورده بود، خیلی زودتر از آنکه تمایل داشته باشند در فهرست موسسات آمریکا قرار گرفتند. در سال ۲۰۰۸، گروه اسنپل دکتر پیر، در فهرست شرکت‌های آمریکایی ثبت شد و پولی همراه خودش آورد که در حقیقت کدبری را در معرض این خطر قرار دارد که پیشنهادهایی برای واگذاری مالکیتش دریافت کند. امروز آن بخش «نوشیدنی‌های ناخواسته» کدبری همچنان به عنوان یک تجارت مستقل پابرجا مانده است در حالی که «جواهری در تاج»، بازوی بخش شیرینی‌سازی کدبری توسط یکی دیگر از شرکت‌های هدف پلتز یعنی کرافتز در سال ۲۰۰۹ خریداری شد.

## در رابطه

در حالی که همه آن گزینه‌های دیگر رابطه را با دقت موردتوجه قرار دادیم، نوبت به شرکت‌های جاه‌طلب رسید که هنوز به ادغام یا اعمال کنترل به عنوان بهترین گزینه برای نامزد شدن فکر می‌کنند که در حقیقت به معنای پیشنهاد دادن است و مقدمه‌ای برای ازدواج (پیوند کامل) محسوب می‌شود. این موضوعی است که بیشتر بخش‌های این کتاب به آن خواهد پرداخت: چه چیزی ممکن است در پیوند شرکت‌ها اشکال ایجاد



کند؟ علاوه بر آن چه کارهایی می‌شود انجام داد که از تله‌های اصلی فرار کرد و در نهایت کاری کرد که این ائتلاف‌ها منجر به پیروزی شوند. این کار ممکن است شامل زمان باشد وقتی شرکت‌ها فقط با یکدیگر حرف می‌زنند یا وقتی خیلی جدی پیوستن به یکدیگر را در نظر دارند (همان چیزی که در فیس‌بوک از آن به «در رابطه» یاد می‌شود) یا به صورت رسمی می‌خواهند ادغام شوند (نامزدی) یا در نهایت به ازدواج (پیوند کامل) می‌رسند.

### فایده پیشگام شدن

مطالعه سال ۲۰۰۹ روی موفقیت مدیران ارشد اجرایی اروپایی و استراتژی M&A که توسط مرکز تحقیقات M&A مدرسه بازرگانی کاس صورت گرفت نشان می‌دهد که مالکیت متمرکز زود هنگام حرکت خوش بینانه‌ای برای اکثریت شرکت‌هاست. تحلیل مدیران ارشد اجرایی در چهار کشور اروپایی (انگلستان، فرانسه، آلمان و اسپانیا) نشان داد که آن دسته از مدیران ارشد اجرایی که با دستور روشن برای ایجاد تغییرات استخدام شده‌اند، بیشتر از دیگران علاقمند به کنش سریع بوده‌اند که مثلاً در عرض یک سال اولین معامله M&A را انجام دهند که البته خیلی هم متعجب‌کننده نیست. آنهایی که در معامله کردن کارکشته‌تر بودند، سال اول بیشتر شروع به خرید سرمایه کرده‌اند تا اینکه بخواهند چیزی بفروشند. تحلیل قیمت سهام شرکت‌ها آشکار می‌کند که مدیران اجرایی استخدام شده توسط شرکت‌هایی که از نظر اجرایی ضعیف بودند (که با توجه به قیمت سهام پایین‌ترشان نسبت به هم‌تایان‌شان می‌شود آنها را شناسایی کرد) تمایل‌شان به فروش بیشتر از خرید بوده است.

اگر مدیران اجرایی که دست به فروش دارایی‌ها زدند به دلیل سرازیر شدن پول نقد به کمپانی در کوتاه مدت سود نصیب‌شان شده، اغلب این یک دستکاری سریع بوده که به معنای رشد ثابت در میان مدت یا طولانی مدت نیست. در زمان طولانی‌تر، موفق‌ترین استراتژی خرید در سال اول است.

به هر حال در شرایطی که استراتژی بهینه خرید در سال اول است، مدیران ارشد اجرایی باید مراقب باشند که بیش از اندازه خودشان را گسترش ندهند. این تحقیق همچنین کشف کرد که مدیران اجرایی که بیش از یک شرکت در مدت زمان ۱۲ ماه اول خریدانند شاهد کاهش در مشارکت در طولانی مدت بوده‌اند.

همان‌طور که در این کتاب نشان داده می‌شود مدیران ارشد اجرایی با استراتژی‌های واضح که سریع عمل می‌کنند و به طور قطعی تصمیم به ادغام می‌گیرند و با استفاده از بهترین دستورالعمل تصمیم‌شان را عملی می‌کنند در جایگاه بهتری برای افزایش ارزش کمپانی‌شان هستند. بعد از همه این‌ها، تجارت‌های جاه‌طلبانه، درست مثل نوجوانان، اغلب می‌خواهند و احتیاج دارند که در رابطه باشند.

### پیش از خریدن فکر کنید: بایدها و نبایدها

- **باید** ابتدا همه گزینه‌های جایگزین M&A را مورد توجه قرار دهید. گزینه‌های متعددی در دسترس‌تان است که می‌توانند کمتر از کنترل مالکیت ریسک و خطر داشته باشند.
- **نباید** پیش از اینکه از نظر قانونی و اخلاقی احساس اطمینان کنید وارد مشارکت انتفاعی<sup>۴۳</sup> یا اتحاد شوید. زمانی که اهداف خودتان یا شریکتان مشخص نیست به هیچ‌وجه این کار را انجام ندهید.
- **باید** انحلال و فروش را هم به عنوان یکی از گزینه‌ها مدنظر داشته باشید، چون ممکن است فروش بخشی که هسته اصلی نیست خیلی کارآمدتر باشد تا اینکه امکانات اضافی دیگری بخرید که باعث بزرگتر شدن شرکت شود.
- **باید** برای M&A آماده باشید. به ندرت پیش می‌آید که در طول زندگی صنفی مجرد بمانید.



فصل دوم

# از نگاه کوتاه‌بینانه پرهیز کنید

شما گزینه‌های مختلف را از نظر گذرانده‌اید و ایمان پیدا کرده‌اید که M&A پاسخی به نیازهای استراتژیک کمپانی شماست. در چنین نقطه‌ای، باید به دو اصل بنیادین برای موفقیت قرارداد M&A برسید. یعنی اول بهترین استراتژی ممکن برای معامله را به شکل فرمول درآورید و بعد در مرحله انتخاب هدف بهینه همه چیز را سر جای خودش قرار دهید. اولین کار پیشروی برای موفقیت در طولانی مدت است و دومی تعیین می‌کند که آیا شرکت‌ها می‌توانند روز به روز استراتژی را اجرایی کنند، مدتی قبل از اینکه بخواهند به جزییات ارزیابی بایسته برسند (فصل سوم را نگاه کنید). از میان سه اشتباه بزرگ معامله کردن این فصل به برنامه‌ریزی اختصاص دارد.

در این مرحله شما تلاش می‌کنید پایه‌های موفقیت شرکت تان در M&A را محکم کنید و برنامه‌ریزی و طراحی خوب همیشه سخت و تعیین کننده است. همان‌طور که پل والش، مدیرعامل سابق دیاگنو<sup>۱</sup> کمپانی جهانی نوشیدنی مستقر در انگلستان توصیه می‌کرد:

«اگر استراتژی تجاری منطقی و به هم پیوسته نداشته باشید، خیلی سخت است که استراتژی M&A منسجمی داشته باشید. اگر آن هدف استراتژیک توسط اعضای هیات مدیره و کارمندان به دست آید، بقیه کارهای M&A به آسانی در ادامه‌اش اتفاق می‌افتد.»

معمولاً از آنجا که بدترین نمونه‌ها این نکات را به دراماتیک‌ترین شکل ممکن نشان می‌دهند، بسیاری از موارد مطالعاتی در این کتاب درس‌های هدفمندی هستند که چطور به M&A نزدیک نشوید. اما این تصویر منصفانه‌ای از دنیای واقعی به شما ارائه نمی‌دهد. M&A پیش‌برنده مهم شرکت‌ها و رشد اقتصادی است. این چیزی است که اغلب اوقات شرکت‌ها انجامش می‌دهند تا حق و حقوقشان را به دست بیاورند. با این حال پیدا کردن یک تصویر شاد و کودکانه از یک قرارداد موفق M&A هنوز کار سخت‌تری از پیدا کردن یک قصه هشداردهنده است. هر موفقیتی تنها می‌تواند از دریچه میان مدت اندازه گرفته و سنجیده شود، بعد از اینکه داد

1. DIAGEO

و ستد صورت گرفت و پیش از آنکه فاکتورهای غیرقابل پیش‌بینی معیارهای کاملاً متفاوتی ایجاد کنند. فاکتورهای غیرقابل پیش‌بینی چیزهایی هستند که در زمان بستن قرارداد انتظارشان را نداریم و نمی‌توانیم ارتباطی میان آنها و معامله پیدا کنیم یا به عبارت دیگر پیش‌بینی‌شان کنیم. چیزهایی مثل پیشرفت‌های بنیادین جدید در تکنولوژی یا مسائل ژئوپولیتیک جهانی. وقتی به دوره زمانی که از سال ۲۰۰۸ آغاز شد نگاه می‌کنیم، دیاگنوس تنها کمپانی است که کاملاً درست این کار را انجام داد. در مرحله نظریه‌پردازی استراتژی درست را برای شرکت تنظیم کرد و بعد آن استراتژی را به درستی اجرا کرد. تمام جزییات را رعایت کرد. شرکت به تمام بایدهایی که برای معامله M&A در این فصل از کتاب توضیح می‌دهیم، درست عمل کرده است. در انجام خط مشی M&A تعریف شده برای خودش قاطع و در عین حال منعطف بود. بعد از آنکه هدف‌ها را مشخص و تعریف کرد، برای سال‌های متوالی تعقیب‌شان کرد و بعد در جزیی‌ترین نکات آماده مذاکرات سخت شد.

## استراتژی معامله

M&A در واقع DNA (هسته ژنتیکی) دیاگنوس بود. در قلب کمپانی دو برند نوشیدنی‌اش قرار داشتند. دو شرکت به هم جوش خورده نوشیدنی و غذای ثبت شده در فهرست موسسات انگلستان، که در سال ۱۹۹۷ با هم ادغام شده بودند. اجداد دیاگنوس، آرتور بل و پسران (شرکت نوشیدنی بل) و شرکت بین‌المللی دیستیلرز و وینتنرز<sup>۲</sup> هنوز هم به عنوان بخش‌هایی از این صنعت سرشناس و معتبر هستند.

امروز درباره دیاگنوس فکر کنید و اهل هر کجا دنیا که باشید از ترکیه تا برزیل اسم یکی از محصولات نوشیدنی‌اش به خاطرتان خواهد آمد. همه برندهای نوشیدنی پیشرو با دسترسی محلی قوی یا جهانی توسط دیاگنوس زیر یک سقف جمع شده‌اند و این پیوستگی نتیجه استراتژی M&A است.

مدیرعامل سابق این شرکت‌های به هم جوش خورده، پل والش که از

2. Distillers & Vintners

سال ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ سکان هدایت شرکت در دستش بود، نقش کلیدی در طراحی استراتژی داشت که توسط تیمی از مدیران ارشد توانایش پشتیبانی می‌شد. یکی از اولین کارهای او این بود که استراتژی سازمان را مورد بررسی مجدد قرار دهد و استراتژی جدیدی تنظیم کند که خط مشی مالکیت او را در قلب شرکت قرار می‌داد. از سال ۲۰۰۰ شرکت به وضوح جاه‌طلبی‌هایش را مشخص کرد و به سرعت نقشه راه مسیره‌های رسیدن به M&A را کشید تا به هدف دست پیدا کند. در طول زمان مدیریت والش، قیمت سهام دیاگنو تقریباً چهاربرابر شد و بخش زیادی از این جهش در سال‌های بعد هم به عنوان استراتژی شرکت ثبت و ضبط شد و در طول معامله اجرا می‌شد.

همان‌طور که در فصل اول توضیح دادیم، مدیران ارشد اجرایی جدید غالباً معاملات اصلی را در سال اول حضورشان در شرکت انجام می‌دهند چون آنها با دستور صریح مبنی بر اعمال تغییر به سازمان آمده‌اند. برای والش، فکر کردن به M&A حتی زودتر از این‌ها پیش آمد. سال قبل ترش از او خواسته بودند که یک شغل سطح بالا را در نظر بگیرد و او جواب داده بود که با خوشحالی آن را قبول می‌کند اما باور دارد که شرکت در حال حاضر در جهان به عنوان یک کسب و کار برنده شناخته نمی‌شود. در این موقعیت بحرانی، پیش از آنکه شروع به برنامه‌ریزی برای مالکیت کنند، اعضای هیات مدیره باید همه گزینه‌های استراتژی از انحلال تا مشارکت انتفاعی<sup>۳</sup> را مد نظر قرار می‌دادند. در مصاحبه‌ای برای این کتاب، والش گفته بود:

«وقتی من کنترل امور را در دیاگنو به دست گرفتم مدت زمان زیادی از به وجود آمدن آن نمی‌گذشت. ما چهار بخش مجزا داشتیم: فست‌فود (که برگر کینگ خروجی‌اش بود)، غذاهای آماده پیلزبری<sup>۴</sup>، اسپریت و یک نوشیدنی دیگر. به نظر شخص من هر کدام از آنها پایین‌تر از مقیاس واقعی‌شان بودند. فکر می‌کردم ما کار خوبی در زمینه غذا انجام داده‌ایم و مقیاس‌ها و

3. JV

4. Pillsbury

میزان سود بهبود پیدا کرده است. اما به هیچ وجه نمی‌توانستم تصور کنم که به دسته اول باشگاه بازیکنان صنعت غذا صعود می‌کنیم.»

اصل مرکزی بازبینی استراتژیک از اساس برای موقعیت‌یابی دوباره دیاگنو در زمان مالکیت بر جهان نوشیدنی‌ها بود. کمپانی موقعیتش را به عنوان «خانه برندها»ی مدرن و ملغمه‌ای از همه نوشیدنی‌ها می‌دید. تولید و پخش دیگر بخشی از هدف مرکزی نبودند. بازاریابی، ورود به مجرای تنفسی سبک زندگی روزانه مشتری‌ها و توزیع متقاطع سخت بود. برای این کار دیاگنو نیاز داشت فقط روی نوشیدنی تمرکز کند. هدف مشخص برندهای لوکس بود و بعدتر جلب نظر طبقه متوسط رو به رشد در جنوب همپشایر.

استراتژی مالکیت بازارهای نوظهور دیاگنو بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ به اوج خودش رسید. در حالی که کمپانی سرمایه‌اش را از نظر جغرافیایی به سمت جنوب تغییر مکان می‌داد. اما آنچه اساس شرکت را بعدتر به سمت مالکیت متمرکز سوق داد کاری بود که والش در اوایل دوره مدیریتش انجام داد. سال ۲۰۰۰ کمپانی به شکل واضحی نیاز به فروش دارایی‌هایش داشت، چون باید نقدینگی‌اش را افزایش می‌داد و روی هسته اصلی یعنی سرمایه نوشیدنی‌هایش متمرکز می‌شد. تا آخر سال آنها بخش غذا را فروخته بودند، پیلزبری که شامل غلات صبحانه می‌شد را به رقیب‌شان جنرال میلز به مبلغ ۱۰٫۵ میلیارد دلار فروختند. دو سال بعد دیاگنو، برگر کینگ را هم به TGP، یک موسسه خصوصی آمریکایی به قیمت ۱٫۵ میلیارد دلار فروخت. این معامله که انجام آن دو سال و نیم طول کشید در زمانی اتفاق افتاد که کار برگر کینگ و دورنما برای صنعت فست‌فود وخیم بود و خیلی از مردم نسبت به آن انتقاد داشتند و معتقد بودند که کمپانی قیمت پایه ارزان را پذیرفته است. اما دیاگنو که حالا از بخش‌های غذایی ناخواسته‌اش آزاد شده بود، در موقعیتی بود که می‌توانست مالکیت‌های ضروری مرتبط به هسته جدید اصلی‌اش را انجام دهد. والش به این نکته اشاره می‌کند و می‌گوید:

«زمان‌هایی در زندگی هستند که بیشتر به نفع‌تان است سریع عمل کنید تا خوب. ما خیلی خوش‌شانس بودیم.»



وقتی نوشیدنی‌های سیگرام<sup>۵</sup> و توسط ویوندی یونیورسال در سال ۲۰۰۱ برای حراج گذاشته شدند، فرصت کمیابی بود برای اینکه دیاگنو به جمع این صنعت یکپارچه ملحق شود. در شرایطی که هیچ‌کدام از رقبای دیاگنو برای این حراج آماده نبودند. به هر حال دیاگنو برای چنین روزی خودش را آماده کرده بود.

شراکت با پرنود<sup>۶</sup> به دیاگنو پول کافی داد تا خیلی سریع معامله سیگرام را تمام و کمال انجام دهد. دو کمپانی پیشنهاد برنده ۸,۱۵ میلیارد دلاری را روی میز گذاشتند و غنیمت را با هم تقسیم کردند. این معاملات اولیه که اولش کارنامه کاری خودش را با آنها به قمار گذاشت، به او قدرتی داد که بعدتر به دیاگنو اجازه می‌داد کسب و کار بازارهای نوظهور خودش را بسازد. حوزه‌ای که احساس می‌شد به اندازه کافی و درست معرفی نشده و این از ارزش اوراق بهادار بقیه برندها پیدا بود. والش در این باره می‌گوید:

«خرید سیگرام و فروختن پیلزبری معاملاتی بودند که نتیجه‌شان مرگ و زندگی بود. ما روی همه چیز به امید موفقیت این خرید و فروش ریسک کرده بودیم. موقعیت من در معاملات بعدی مثل این دو معامله در خطر نبود. اگر چه برخی از معاملات بعدی بزرگتر هم بودند.»

اولین قدم برای تنظیم و فرمول‌سازی برای استراتژی بهینه انتخاب درست مدیرعامل است. برای دیاگنو در آن زمان والش شخص مناسبی بود. مرد کارکشته دیاگنو کارش را در گراند متروپولیتن آغاز کرد و با تجارت و مردم آشنایی نزدیکی داشت. این تجربیات به او کمک کرد تا تصمیمات خوبی در استراتژی معامله بگیرد و به او این قدرت را داد تا هیات مدیره را ترغیب کند که برنامه فروش و انحلال بخش‌های او را تصویب کنند در حالی که فقط چند سال قبل‌تر کمپانی و خود والش بخش‌های مربوط به غذا را ایجاد کرده بودند.

برای اینکه ببینید وقتی یک مدیر اجرایی برای معاملات تغییرشکل‌دهنده

5. SEAGRAM

۶. یک شرکت تولیدکننده نوشیدنی PERNOD

در زمان عدم قطعیت بزرگ تلاش می‌کند چه اتفاقی می‌افتد، لازم نیست دورتر از RBS دنبال نمونه دیگری بگردید. مدیرعامل RBS، فرد گودوین، اصرار کرد تا مالکیت ABN AMARO را به دست آورد و به صورت مشترک با شرکت خدمات مالی فورتیس/FORTIS (متعلق به بلژیک و هلند) و بانو استاندر<sup>۷</sup> (شرکت اسپانیایی) آن را خرید.

«بزرگترین مالکیت برون مرزی کل جهان در تاریخ»، «بزرگترین معامله تاریخ در بخش بانکی»، «معامله‌ای که تقریباً انگلستان را ورشکست کرد»: مالکیت RBS در ABN AMARO معامله‌ای بود که به هیچ وجه عالی بنظر نمی‌رسید. طبق تحلیل‌های کمیته انتخابی خزانه‌داری دولت انگلستان از خدمات مرجع مالی FSA<sup>۸</sup>، مالکیت ABN AMARO اتهامی جدی هم برای مدیریت ارشد و هم کل تیم مدیریتی راهبردی کمپانی است. در نهایت هم گزارشی مبنی بر شکست RBS منتشر شد.

اعمال کنترل گودوین، در این مسیر منجر به شکست سختی در یکی از صناعی شد که به احتمال زیاد می‌توانست به بخش بزرگتری از مصالح ملی آسیب بزند. آن هم در زمانی که سیستم مالی شکننده بود. دو تا از سه مالک مشترک، RBS و فورتیس، توسط دولت‌هایشان مجبور به پرداخت غرامت شدند به دلیل آنچه آگاهی از معامله خصمانه نامیده شد. در نتیجه حتی اگر فقط همین‌ها را هم میزان سنجش قرار دهیم این احتمالاً لقب بدترین مالکیت تاریخ را به خودش اختصاص می‌دهد.

بخشی از FSA که در حقیقت سازمان تنظیم و نظارت و تعدیل انگلستان است از آن زمان منحل شد چون در هدایت درست RBS شکست خورده بود. آنها درباره این اعمال کنترل گفتند:

**«مالکیت ABN AMARO توسط کنسرسیومی که RBS رهبری‌اش را برعهده داشت میزان آسیب‌پذیری RBS را به شدت افزایش داد. تصمیم به سرمایه‌گذاری در مالکیتی که از همان ابتدا با قرض همراه بود، که اکثریت‌شان هم باز پرداخت کوتاه‌مدت داشتند،**

7. BANO STANDER

8. Financial Services Authority

میزان سرمایه RBS را تقلیل داد. در شرایط بحرانی، نقش این کمپانی به عنوان رهبر کنسرسیوم روی اعتماد بازار به RBS تأثیر منفی گذاشت.»

گودوین و دو نفر دیگر از روسای پیشین RBS، سر تام مک‌کیلاپ و سر جورج ماتیوسان، به صورت مشترک به عنوان عاملان این شکست شناخته شدند. اما میان آنها این گودوین بود که از لباس شوالیه‌اش به خاطر پوچ شدن این مالکیت شکست‌خورده درآمد و به خاطر آگاهی از قرارداد تبدیل به دشمن شماره یک مردم شد.

آیا این چیزی بود که بتوان پیش‌بینی‌اش کرد یا فقط مصداق دیگری از این ضرب‌المثل است که: معما چو حل گشت آسان شود؟

تعداد کمی از متخصصان صنعت درباره شیوه گودوین در طول سال‌ها هشدار دادند. یکی از نمونه‌ها جیمز ادن در سال ۲۰۰۵ بود. تحلیلگر رک اما سطح بالایی بانکی در درس‌دین کلاین ورت و اسرستاین<sup>۹</sup> که در یک جلسه تحلیل و بررسی که به دنبال مالکیت RBS بر چارتر وان<sup>۱۰</sup> آمریکا برگزار شده بود از سر جورج سوال کرد: «برخی از سرمایه‌گذاران ما فکر می‌کنند که سر فرد دچار بیماری خود بزرگ‌پنداری است و به اندازه بیشتر از ارزش سهامداران بها می‌دهد.» دیلی تلگراف در گزارش‌اش این پرسش ادن را آورد در حالی که سرمایه‌گذاران خشمگین بخاطر قیمت بیش از اندازه‌ای که در معامله چارتر وان پرداخت شده بود، شورش و اعتراض کرده بودند.

به طرز طعنه‌آمیزی سقوط گودوین از عرش به فرش تقریباً به شکل قطعی روی تصمیمات اولیه‌اش بنا نهاده شده بود. در چرخه بانکداری او را به عنوان یک اسکاتلندی نوکیسه در شهر می‌شناختند. کارش را به عنوان حسابدار در تاج راس<sup>۱۱</sup> شروع کرد. پیش از آنکه مسئولیت معاونت مدیر اجرایی کلایدسیل<sup>۱۲</sup> را قبول کند. کلایدسیل یک بانک کوچک اسکاتلندی بود که

9. Dresden Kleinwort Wasserstein

10. CHARTER ONE

11. Touche Ross

12. Clydesdale

بانک ملی استرالیا<sup>۱۳</sup> صاحبش بود. وقتی سر جورج در سال ۱۹۹۵ خودش را با هر ترفندی به پُست معاونت مدیر اجرایی RBS نزدیک کرد، در همان زمان هم بخاطر روش‌اش در پاک کردن صورت مسئله و کم کردن هزینه‌ها او را با لقب «خردکن» می‌شناختند. نقش گودوین در مالکیت RBS روی نتوست<sup>۱۴</sup> هنوز هم به عنوان یکی از بهترین معاملات صنعت بانکی انگلستان مورد توجه قرار می‌گیرد. اصلاً همین معامله بود که موقعیت و مقام او را ارتقا داد.

در سپتامبر سال ۱۹۹۹ نتوست شروع به ارزیابی ادغام با شرکت بیمه Legal & General کرد. اما سرمایه‌گذاران از این معامله متنفر بودند و مدیرعامل بانک، سر درک وانلرز را مجبور کردند این معامله را بی‌هدف رها کند. RBS دوستانه شروع به رایزی با بانک اسکاتلند کرد ولی سر جورج و گودوین، نقشه‌هایی کشیده بودند تا یک پیشنهاد رقیب برای نتوست داشته باشند.

FSA از این دیدگاه آنها حمایت کرد و گفت:

«سابقه مسیر موفق RBS در مالکیت و ادغام، بخصوص در مورد نشنال بانک ست‌مینستر احتمالاً به مدیریت اجرایی RBS این اطمینان را داد که توانایی ادغام و پیوستن به تجارت ABN AMARO را دارند. روشن است که RBS خطرات ادغام و و ریسک‌های عملیاتی را که ناشی از مالکیت هستند، دست کم گرفته بود.»

یکی از اصلی‌ترین معماران معامله ABN AMARO، جانی کامرون، رییس پیشین بخش سرمایه‌گذاری جهانی بانکی RBS بود. او وقتی بعدها با FSA صحبت کرد که البته بخشی از یک بازجویی بود این نیت‌ها را چنین بازتاب داد:

«بعد از اینکه ما نتوست را خریدیم، شگفتی‌هایی زیادی داشتیم اما تقریباً همه آنها خوشایند بودند. و من فکر می‌کنم این برای ما مثل یک لالایی دوست‌داشتنی بود که ما را به خواب برد و حس رضایت از خودمان را به ما تلقین کرد.»

گودوین نه تنها مجبور شد کنترل کارها را تحویل بدهد که علاوه بر آن ۳ میلیارد پوند (معادل ۶,۲ میلیارد دلار) ناشی از هم‌افزایی بعد از

13. NAB

14. NatWest

معامله را هم پرداخت کرد. وقتی سر جورج سمتش از مدیرعاملی به مدیر هیات مدیره ارتقا پیدا کرد، حرکتی که خلاف استانداردهای معمول راهبردهای شرکت‌های انگلستان بود، این تحت‌الحمایه بودنش باعث شد موقعیتش از قبل محکم‌تر هم بشود.

هیچ شکی نیست که دستورالعمل‌های راهبردی شرکت در RBS می‌توانند بخشی از گناهان مربوط به شکست معامله ABN AMARO را گردن بگیرند. داشتن هیات مدیره بی‌تعصب که بشود رویشان حساب کرد با تجربیات مناسب و مرتبط و تخصص که بتوانند مدیریت را به چالش بکشند در به دست آوردن یک معامله درست، ضروری است. به ویژه به مدیران اجرایی کمک می‌کند که بیش از حد احساساتی به یک معامله یا هدف مشخص نچسبند و از نگاه کوتاه‌بینانه اجتناب کنند.

اینجا درس‌های مفیدی برای تجارت‌هایی با اندازه‌های کوچک و متوسط هم وجود دارد. برای کوچکترها، معمولاً شرکت‌های غیر دولتی، داشتن اعضای هیات مدیره باتجربه در معامله به همان اندازه که برای کمپانی‌های بزرگتر مهم است، اهمیت دارد. اگر چه ممکن است دلایل‌شان برای این امر با هم تفاوت‌های جزئی داشته باشد. مدیران ارشد اجرایی در چنین تجارت‌هایی غالباً بیشتر خودشان را درگیر عملیات می‌کنند و در نتیجه وقت کمتری دارند که با شرکت‌هایی که به طور بالقوه می‌توانند هدف باشند آشنا شوند و با آنها ملاقات کنند.

داشتن اعضای هیات مدیره باتجربه (و غالباً رییس هیات مدیره با این ویژگی‌ها) برای مذاکرات دشوار با هم‌تایان، چه شرکت‌های هدف باشند یا سرمایه‌گذاران بالقوه، می‌تواند در حفظ روابط سالم میان شرکت‌ها کمک کند. اگر چه کمپانی‌های رشدیافته بیشتر اوقات دنبال هیات مدیره‌ای با چنین تجربه‌هایی می‌گردند که اغلب کار عملیاتی انجام ندهند یا اعضای هیات مدیره مستقل باشند یا در مورد کسب‌وکارهای خانوادگی اعضای هیات مدیره سمت مشاور داشته باشند.

## انتخاب هدف

در انتخاب اهداف، شرکت‌ها استراتژی‌های منطقی‌شان را که خوب به آنها فکر کرده‌اند باید به مرحله عمل در بیاورند. این کار نباید درست پیش از انجام معامله اتفاق بیفتد، بلکه هر روز و برای سال‌ها باید رویش کار شود. در این حوزه بود که دیاگنو بر سایر رقباش برتری پیدا کرد.

دیاگنو اولین موفقیت‌هایش را در M&A پایه بقیه کارهایش قرار داد. معامله شرکت با سیگرام که باعث دگرذیسی دیاگنو شد کمک کرد تا موقعیتش را بخصوص در آمریکا تثبیت کند. اما تا سال ۲۰۰۹ روشن شده بود که دیاگنو بیش از حد به درآمد بازارهای گسترش یافته بخصوص در اروپا متکی است. حدود دو سوم درآمد شرکت از آمریکای شمالی و اروپای غربی می‌آمد آن هم درست در زمانی که بخاطر بحران اعتبار رشد اقتصادی در هر دو منطقه به رکود رسیده بود.

در همان زمان بازارهای نوظهور جهش اقتصادی زیادی پیدا کردند. جیم اونیل، رییس اکونومیست در گلدمن ساچز<sup>۱۵</sup> مخفف نام بریک را اختراع کرد<sup>۱۶</sup>، و در همان زمان دیاگنو برای رشد اقتصادی شروع به تمرکز روی بازارهایی فراتر از بازارهای ثابت‌شان کرد و پروژه استراتژیکی را کلید زد تا به شرکت کمک کند بهترین مناطق را برای سرمایه‌گذاری تازه پیدا کند.

تصمیم گرفته شد طبقه متوسط نوظهور در آمریکای لاتین، آسیا، آفریقا، روسیه و اروپای شرقی به عنوان هدف در نظر گرفته شوند. این مشتریان به عنوان آدم‌هایی شناسایی شدند که اغلب اعضای یک خانوار با درآمد سالیانه بین ۵ هزار دلار تا ۳۵ هزار دلار بودند. این گروه‌های درآمدی زمانی وارد بازی می‌شدند که می‌توانستند از عهده فکر کردن به تامین چیزهایی فراتر از نیازهای اولیه‌شان بر بیایند. و شیوه زندگی‌شان را کمی تغییر بدهند و تبدیل به آدم‌های مشتاق‌تر و خوش‌گذران‌تری شوند.

والش در توضیح اینکه آن زمان چطور فکر می‌کرد، می‌گوید:

«ما پیش از آن هم نگاهی به بازارهای نوظهور داشتیم اما وقتی

15. Goldman SACHS

۱۶. برزیل، روسیه، هند و چین

سال ۲۰۰۸-۲۰۰۹ فرا رسید روشن بود که دنیا قرار است تغییر کند. این اعتقاد من بود و اعضای هیات مدیره هم از آن پشتیبانی کردند که اروپا برای مدتی بدون زرق و برق و خاموش خواهد شد. روش جبران و متعادل کردن این بود که قدرت اقتصادی در این بازارهای جدید را مهار و مطیع خودمان کنیم. امروز که اینجا ایستاده‌ام می‌توانیم شاهد شکوفایی برخی از بذرهایی باشیم که آن زمان کاشتیم. هنوز اعتقاد دارم یکی از معدود چیزهایی که شما نباید در تئوری اقتصاد سر آن شرط ببندید، نظام متکی بر آمار مردم است. وقتی شما آنها را با حتی کمترین رشد فاصله سرانه ترکیب می‌کنید، به داستان خیلی هیجان‌انگیزی می‌رسید.»

جدول ۲/۱: مراحل معامله دیاگو

مرحله	توضیح
۱) ایده‌های گسترش منابع	استراتژی کمیته اجرایی، استراتژی‌های بازارهای محلی، استراتژی‌های طبقه‌بندی جهانی، بررسی‌ها تیم M&A و مشاوران. هم این‌ها با هدف نشان دادن یک فرصت متقاعدکننده.
۲) آماده‌باش صدور پروژه	– مستندسازی منطق استراتژیک، بازگشت‌های مالی مقدماتی، نگاه اجمالی به شاخص‌های کلیدی اجرایی سرمایه، ارزیابی اولیه مسائل معامله، و RASCI (گروه‌های مسئول، جوابگو، پشتیبان، مشاور و آگاه/ responsible, accountable, supporting, consulting and informed) – درخواست اعتبار از مدیر ارشد اجرایی/مدیر مالی برای شروع مرحله مذاکره
۳) معامله کردن	– ارزشیابی پروژه – مذاکره پروژه – انجام ارزیابی بایسته روی هدف – برنامه‌ریزی برای ائتلاف پروژه
۴) تاییدهای پروژه	درخواست تایید نهایی از مدیر ارشد اجرایی مدیر مالی یا اعضای هیات مدیره
۵) بررسی‌های تکمیل‌کننده بعد از معامله	اولین بررسی یکسال بعد از این انجام می‌شود که معامله کامل شده است در حالی که دومین بررسی سه یا چهار سال بعد از انجام معامله صورت می‌گیرد.

سال ۲۰۰۹، دیاگنو، برنامه‌ریزی کرد که برحسب درآمدی که از گسترش کمپانی و بازارهای نوظهور تولید می‌شد به دو انشعاب ۵۰/۵۰ برسد و از آن زمان بیشتر تمرکزش را روی مالکیت‌ها در بازارهای نوظهور گذاشت. شرکت‌های هدف درست، امکان دسترسی به مشتریان هدف را تأمین می‌کنند و به ساختن شبکه توزیع دیاگنو در مناطقی از جهان کمک کردند که اساساً و به طور طبیعی انجامش به سرعت امکان‌پذیر نبود. آنها میزان مشارکت و اتحاد کلی شرکت را بالا بردند. شاید بهترین نکته اهداف بالقوه متنوع در بیشتر بازارها بود، همه مالکیت‌های سوار شده روی شرکت‌هایی با اندازه متوسط، که همه این‌ها انتخاب هدف را آسان‌تر می‌کرد. اگر دیاگنو مالکیت درست را انتخاب می‌کرد و به یاد می‌آورد که نباید فقط در یک مورد متمرکز شود، نیازی نبود بیش از اندازه هزینه کند.

سال ۲۰۰۹ والش که سال‌های گذشته به سختی و با زحمت درگیر معاملات M&A بود برای دور بعدی مالکیت‌ها جایگذاری انجام داد و موقعیت به صرفه و سودمند را انتخاب کرد. با اعتماد به اعضای هیات مدیره، سرمایه‌گذاران، کارمندان و مشاوران این جایگذاری جدید صورت گرفت. کمپانی همچنین سیستم فراگیر و جامع خودش را طراحی کرد تا پروژه معامله را اجرایی کند. (به جدول ۲،۱ نگاه کنید.)

### **دیاگنو به احترام کارخانه برزیلی Ypióca کلاه از سر برمی‌دارد**

روز دوازدهم ماه می سال ۲۰۱۲ دیاگنو یک کنفرانس مطبوعاتی ترتیب داد که در آن اعلام کرد معامله‌ای با شرکت صنعتی-کشاورزی برزیلی Ypióca انجام داده و مالکیت بخش برند نوشیدنی‌های آن را که پیش‌تاز است برعهده گرفته است. دیاگنو برای خرید این بخش ۳۰۰ میلیون پوند (۴۳۸ میلیون دلار) پرداخت کرده بود. در رساله راهنمای مالکیت دیاگنو از زمان بازارهای نوظهور این مورد یک مثال اساسی است برای اینکه سرسختی دیاگنو را در مورد M&A نشان دهد و به همان اندازه هم درس مفیدی برای کمپانی‌هایی با اندازه متوسط است که نشان می‌دهد چطور می‌توانند خودشان را یا حداقل بخش‌هایی از خودشان را به شرکت‌های بزرگتر «بفروشند».



در دهه‌ای که در حقیقت مقدمه‌ای برای رسیدن به سال ۲۰۰۸ بود اقتصاد برزیل تغییر شکل داده بود و حالا دیگر جزو ده اقتصاد بزرگ دنیا محسوب می‌شد. با جمعیتی جوان، ۵۰ درصد برزیلی‌ها در آن زمان زیر ۲۹ سال بودند، آمار مربوط به نفوس کشور وعده یک جهش اقتصادی را می‌داد که دقیقا می‌توانست طبقه متوسط پرشوری را ایجاد کند که بخشی از درآمدها را صرف چیزهای غیرضروری هم می‌کردند یعنی دقیقا همان چیزی که دیاگو دنبالش بود.

تخمین زده می‌شد که ۵۷ درصد برزیلی‌ها، یا چیزی حدود ۱۱۳ میلیون برزیلی، تا سال ۲۰۱۴ به طبقه متوسط پیوندند. سالی که برزیل میزبان جام جهانی بود. و تا سال ۲۰۱۶ که برزیل میزبانی بازی‌های المپیک را برعهده داشت تعداد افراد طبقه متوسط بیشتر هم بشود. با این دو اتفاق ورزشی طبعا انتظار می‌رفت که مصرف نوشیدنی کشور به طرز قابل توجهی افزایش پیدا کند.

دیاگو روی یک نوشیدنی آمریکای لاتین تمرکز کرد که در ترکیبات موردعلاقه برزیلی‌ها زیاد استفاده می‌شد و بهترین سرمایه‌گذاری برای آینده بود. کاجاچا، نوشیدنی ملی برزیل، از جوشاندن نیشکر به دست می‌آمد و برای ۵۰۰ سال بود که بر بازار محلی حکمرانی می‌کرد. مصرف آن به طور اختصاصی داخلی بود، اما فروش بخش اصلی رشد پیدا کرد و دیاگو معتقد بود که این محصول می‌تواند به صورت گسترده به بقیه برندهای جهانی شناسانده شود. همان‌طور که برای بقیه نوشیدنی‌های محلی کشورهای دیگر مثل ترکیه و گواتمالا این اتفاق افتاده بود.

برزیل چیزی حدود ۴ هزار برند متفاوت برای کاجاچا دارد و برندی که دیاگو از میان همه آنها ترجیحش داد و انتخابش کرد Ypióca با بالاترین میزان کیفیت بود. هدف برند جذابی بود که به وضوح متقاضیان زیادی در شبکه پخش و توزیع در منطقه شمال شرقی برزیل داشت و دیاگو می‌توانست علاوه بر محصولات همیشگی‌اش از آن به عنوان محرکی برای نفوذ در فروش بقیه برندهای هدف طبقه متوسط بازارهای نوظهور استفاده کند.

وقتی دیاگو برای اولین بار به صاحبان شرکت نزدیک شد تا درباره معامله تحقیق کند، تحلیل، ارزشیابی و ارزیابی بایسته، مدت زمان بیشتری طول کشید و پیچیده‌تر از آن شد که در ابتدا انتظار می‌رفت، چون دارایی‌های باید از شرکت‌های تابعه Ypioca استخراج می‌شد. با این حال دیاگو در شرایطی که معامله پیش نمی‌رفت همچنان گزینه‌هایش را باز نگه‌داشت.

### **ABN AMAO: سخت است که داخلش را ببینید**

برای انجام همه این کارها یک راه غلط هم وجود دارد. در پیشنهاد RBS به ABN AMARO کمپانی پیشنهاددهنده تمام فکر و ذکرش را روی یک هدف و تنها همان هدف متمرکز کرده بود. آنها تصمیم برای به دست گرفتن کنترل شرکت هدف را ظاهراً از روی احساسات و غرور گرفته بودند و خیلی دیر در بازار فروش سر و کله‌شان پیدا شد. ترکیب خوبی نبود.

در ژانویه سال ۲۰۰۷ در حالی که مشاور بانکی سرمایه‌گذاری RBS، مریل لاینچ در یک برنامه به صورت خلاصه مقدمات برای رها کردن پیشنهاد خرید ABN AMARO را ارائه کرد، قدرت گودوین قابل چالش نبود. (صفحات قبل را بخوانید.)

تحلیلگران برای مدت طولانی مشکوک بودند که بخش بانکی ABN AMARO هدف بعدی برای به دست گرفتن مالکیت باشد. این شک وقتی صندوق‌های سرمایه مستقر در لندن شامل توسکافاند<sup>۷</sup> شروع به گرفتن سهام در بانک کردند تایید شد. توسکافاند در آن زمان توسط رییس هیات مدیره پیشین RBS که حالا بازنشسته شده بود، سر جورج ماتیسوسان، اداره می‌شد. بدبختانه برای گودوین و مجهولاتی که برایش وجود داشت، ABN AMARO تازه چند روز قبل‌تر با رقیب RBS، جان وارلی، رییس اجرایی بانک‌های بارکلی ملاقات کرده بود تا درباره مالکیت مبتنی بر رضایت طرفین گفت‌وگو کنند. دیر رفتن به مهمانی پیشنهاد مالکیت غالباً اشتباه مهلکی است و در این مورد مدیر اجرایی ABN AMARO، ریکمن گرونینگ به

---

17. TUSCAFUND

گودوین گفت که بانکش برای فروش نیست در صورتی که در مورد شرایط با وارلی صحبت کرده بود.

روز هجدهم ماه مارس بارکلیز به وارلی چراغ سبز نشان داد تا دنباله ماجرای خرید مالکیت را بگیرد و بعد از آن این داستان خیلی زود در مطبوعات انگلستان مثل بمب منفجر شد.

RBS می‌دانست که پیشنهاد آشکار برای ABN AMARO در زمین اتحادیه‌های بزرگ صنایع (آنتی‌تراست‌ها) مسدود می‌شود. در نتیجه شروع به تشکیل یک گروه برای حمله کرد که در نهایت شامل فورتیس و سانتاندر می‌شد. سانتاندر برای مدت‌های طولانی سرمایه‌گذار RBS بود که حتی یک صندلی هم در میان هیات مدیره RBS داشت. علیرغم این واقعیت که آنها هیچ‌گونه دسترسی به اطلاعات محرمانه ABN AMARO نداشتند، که مخصوص در معاملات بخش مالی اهمیت داشت اما برای ارزیابی بایسته مناسب و قیمت‌گذاری در هر معامله‌ای نیاز به این اطلاعات تعیین‌کننده و ضروری است، و با اینکه بارکلی به این دلیل که آنها خیلی خوب مرحله ارزیابی بایسته را پشت سر گذاشته بودند چنین دسترسی داشت، کنسرسیوم (ائتلاف RBS با فورتیس و استاندر) یک پیشنهاد خصمانه در تاریخ ۱۵ آوریل با قیمت بالاتر از رقیب‌شان ارائه دادند.

تصمیم‌گیری برای این اقدام بدون ارزیابی بایسته در نهایت برای RBS هزینه پرداخت قروض ABN AMARO را به دنبال داشت چون بخش بانکی سرمایه ABN AMARO شامل پیچیده‌ترین قروض برای وام‌های بی‌پشتوانه در سرتاسر جهان بود. درباره ارزیابی بایسته در فصل سوم بحث می‌کنیم، اما اینجا این ماجرا اشاره به مشکل اساسی‌تری دارد: غرور مدیران ارشد اجرایی. تصمیم RBS باعث شگفتی بازار شد. مسئله ارزیابی بایسته، یا بهتر است بگوییم فقدان ارزیابی بایسته، به عنوان یکی از بزرگترین مشکلات این معامله، با نگاهی به گذشته توسط FSA از میان همه مشکلات دیگر انتخاب شد:

در پیشرفت روی آن مبنا و قیمت واحد، به‌نظر می‌رسد اعضای هیات مدیره RBS به قدر کفایت نسبت به همه موارد استثنایی و اهمیت منحصر

به فرد خریدار و اعتبار حزب مخالف در بانک حساس و هوشیار نبودند. نتیجه‌اش این شد که در بررسی تیم FSA تصمیم‌گیری هیات مدیره در آن زمان دارای کمبودهای فراوان و ناقص ارزیابی شد.

یکی از مهم‌ترین عناصر این معامله برای RBS بازوی آمریکایی ABN AMARO، بانک لاسال بود که از گروه مالی سیتیزنز<sup>۱۸</sup> که متعلق به خود RBS بود، در کسب و کار بهتر عمل می‌کرد. (RBS سال ۱۹۸۸ مالکیت آن را خریده بود.) با در نظر گرفتن این موضوع، ABN AMARO یک مکانیزم دفاعی فروش برای محصور کردن اموالش اتخاذ کرد: چیزی را فروخت که پیشنهاددهنده بی‌میل و بی‌رغبت بیشتر از هر چیزی می‌خواست. ABN توافق کرد که بانک لاسال آمریکا را بفروشد که در نتیجه آن اگر RBS موفق می‌شد ABN AMARO را بخرد دیگر امکان ادغام لاسال را با سیتیزنز نداشت.

با این وجود RBS به متقاعد کردن ABN AMARO ادامه داد. استراتژی‌اش را روی قدرت اشتراک مساعی میان عملیات سرمایه بانکی ABN AMARO و بازار تجاری RBS و همسانی بانکداری جهانی از نو بررسی و توجیه کرد.

بهار که رفت و تابستان رسید، RBS ممکن بود بخواهد، یا نخواهد، که تلاش کند از ادعای کنترل خودش را کنار بکشد اما پیشنهاد خرید سر جای خودش بود. مفسران مطبوعات انگلستان فکر می‌کردند که RBS و گودوین دیگر از کنترل خارج شده‌اند. در جولای سال ۲۰۰۷ جیمز هاردینگ که آن زمان سردبیر تایمز بود، نوشت:

«برای RBS وظیفه‌اش در حال حاضر این است که سهامدارانش را متقاعد کند که با وجود از دست دادن لاسال پیشنهاد خرید هنوز هم ارزش ادامه بازی را دارد و اگر سخت است که ببینید چرا رییس بارکلی، والرئ اعتبارش را روی ABN AMARO گذاشت، حالا حتی سخت‌تر است که متوجه بشویم این معامله برای سر فرد چه سودی داشته به جز اینکه می‌خواسته برنده باشد.»

بارکلی احتمالاً به‌خاطر آن چیزی که داخل ABN AMARO دیده بود پیشنهاد اولیه‌اش را افزایش نداد. در سپتامبر سال ۲۰۰۷ پیشنهاد RBS برای

18. Citizens Financial Group

ABN AMARO مختومه شد و RBS بالاخره توانست داخل آنچه را که خریده بود، ببیند. در حالی که بحران‌های مالی ادامه پیدا کردند، معلوم شد که RBS بانکی خریده که تا خرخره زیر بدهی و قرض است. قبل از اینکه معامله مختومه شود دولت‌های هلند و بلژیک مجبور شدند بخشی از فورتیس، شریک RBS را ملی کنند. RBS که سرمایه اندکی داشت و در مدت شکست بازارهای اعتباری عمده‌فروش هزینه‌های زیادی کرده بود، در مسیری قرار گرفت که سرنوشتی مشابه فورتیس پیدا کرد.»

اینکه چطور بعد از معاملاتی که اشتباه انجام می‌شوند بتوانیم شرکت را احیاء کنیم در ادامه کتاب مورد بررسی قرار می‌گیرد. در این مورد تقریباً فقط یک راه قطعی می‌شد برای احیای RBS پیدا کرد: اینکه بی خیال ماجرا شود. بارکلی در پیشنهاد خصمانه شرکت نکرد و انصراف داد و همین به بانک کمک کرد که از زیر بار ملی شدن اجباری در برود؛ درست وقتی که بزرگترین رقیبش با اجبار به فرود اضطراری و ملی شدن تن داد.

### **تحمیل کلمه رمز است: دیاگو به افتخار برند ترک<sup>۱۹</sup> کلاه از سر برمی‌دارد**

اگر شما واقعا یک چیز باارزش، یک دارایی را می‌خواهید، جاه‌طلبی شرکت‌تان نباید شما را در شرایط نامساعد قرار دهد. یکی از اولین بازارهای نوظهوری که دیاگو مالکیتش را به دست آورد، می‌ایچکی<sup>۲۰</sup>، شرکت نوشیدنی ترکیه بود. این خرید نشان می‌دهد که اگر شما واقعا چیزی را بخواهید، باید خودتان را برای یک بازی طولانی و خونسرد و غیرمتعصبانه آماده کنید.

به عنوان بخشی از مسیر حرکت پیش‌رونده به سمت بازارهای نوظهور، دیاگو ترکیه را به عنوان یکی از کشورهای هدف شناسایی کرد. این کشور، از خیلی جهات از برزیل هم جذاب‌تر بود. برای اینکه آن در همان زمان رشد طبقه متوسط در ترکیه به سرعت داشت صورت می‌گرفت و پیش‌بینی می‌شد که مخارج مصرف‌کننده‌ها تا ۲۰۱۰ هر سال تا ۶ درصد افزایش پیدا کند.

۱۹. برندی که در ترکیه خریداری کرد: Mey İçki

20. Mey İçki

یعنی دو برابر نرخ GDP (سرانه تولید ناخالص ملی).

وقتی دولت ترکیه در سال ۲۰۰۴ به عنوان بخشی از فروش TEKEL، شرکت نوشیدنی و تنباکو، می‌ایچکی را هم خصوصی‌سازی کرد، دیاگنو این را به عنوان فرصتی برای یک سرمایه‌گذاری احتمالی در نظر گرفت. می‌ایچکی که نیازمند مدیریت مدرن‌تری بود، به تدریج به TPG، یک شرکت سهامی خاص آمریکایی، فروخته شد اما دیاگنو هدفش را فراموش نکرد.

وقتی در سال ۲۰۱۰، TPG (که برگر کینگ را ۸ سال قبل‌تر از والش خریده بود) تصمیم گرفت از این کسب و کار خارج شود، علاقه دیاگنو به می‌ایچکی را به یاد آورد. تا آن زمان TPG، شرکت می‌ایچکی را تغییر شکل داده بود و یک سیستم پخش در کلاس جهانی برایش ایجاد کرده بود که دیاگنو می‌توانست از آن برای برندهای بین‌المللی‌اش استفاده کند. به هر حال علیرغم اینکه می‌ایچکی در سطوح مقدماتی از عرضه اولیه عمومی<sup>۲۱</sup> (IPO) قرار داشت، TPG قیمت کامل بازار را می‌خواست. در همان زمان، معامله یکی از بزرگترین قراردادهایی بود که دیاگنو در طول سال‌ها در کشورهای نوظهور اجرایی کرده بود. و برای اینکه استراتژی‌اش موفق شود به سرمایه کاملاً قابل اتکایی نیاز داشت. و معنایش این بود که این بار قیمت از همیشه انعطاف‌پذیرتر است.

دیاگنو با باز نگهداشتن ذهنش، اندازه بالقوه بازار نوشیدنی محلی را در نظر گرفت که شامل موقعیت‌های سیاسی و اقتصادی محلی می‌شد که برای شرکتی که می‌خواهد یک کارخانه و پخش‌کننده نوشیدنی را بخرد، دانستن این نکات ضروری و تعیین‌کننده است؛ آن هم در کشوری که اکثریت جمعیتش را مسلمانان تشکیل می‌دهند. دیاگنو توانست سر قیمت با TPG مذاکره کند و چانه بزند اما ارزش می‌ایچکی را برای استراتژی بازارهای نوظهورش می‌دانست، آنها خیلی متعادل مذاکره را پیش بردند و اطمینان حاصل کردند که قیمت پیشنهادی‌شان خیلی زیر قیمتی نباشد که TPG انتظار داشت به عنوان ارزش IPO در نظر گرفته شود.

کم‌کم، در فوریه سال ۲۰۱۱ متن قرارداد اعلام شد. هزینه‌ای که دیاگنو برای این معامله کرد معادل ۲٫۱ میلیارد دلار بود. ۹٫۹ برابر ارزش خالص می

21. initial public offering

ایکچی در سال ۲۰۱۰ و قیمت کامل آن اما در سطحی که دیاگنو هنوز هم خریدار مشتاقش باقی بماند.

### آیا دوران شکوفایی دیاگنو سر آمده است؟

برای اهداف استراتژی M&A موفقیت دیاگنو در داخل یک بازه زمانی مشخص مورد بحث قرار می‌گیرد که در این مورد این بازه بین سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۳ است. اگرچه دیاگنو تا سال ۲۰۱۴ تقریباً به هدفش از دریافتی ۵۰ درصدی از درآمدهای جهانی آن در بازارهای نوظهور رسیده بود، رشد بهره‌خارج از اروپا و آمریکا شروع به نوسان کرد. برخی از دلایل این نوسان مثل تضعیف ارز در آفریقای جنوبی، ترکیه و ونزوئلا، و سخت‌گیری در مورد ضد افراطی‌گری در مصرف در چین که میزان درخواست‌ها را در این کشور کاهش داد، خارج از کنترل دیاگنو بود.

این البته موفقیت شرکت را خنثی نمی‌کند. والش که بعد از ترک دیاگنو رییس هیات مدیره در بخش برنامه‌ریزی و غیراجرایی COMPASS، گروه غذایی چندملیتی شده بود در سال ۲۰۱۵ گفت:

**«دیاگنو در مرحله‌ای است که نه تنها عدم قطعیت اقتصادی که عدم قطعیت سیاسی و امنیتی هم جهان را فرا گرفته است. در نتیجه ما به صورت اجتناب‌ناپذیری باید نوسانات را ببینیم، اما هنوز هم شما نمی‌توانید بر خلاف آن مردم‌شناسی‌ها و آمار مربوط به نفوس شرط ببندید.»**

روشن است که روی هم رفته مالکیت روی بازارهای نوظهور به دیاگنو کمک کرد از یک کمپانی محدود به آتلانتیک شمالی به یک شرکت پیشروی جهانی تغییر شکل بدهد. احتمالاً مهم‌ترین نکته‌اش اینجاست که شرکت تصمیم گرفت بر اساس اطلاعاتی که در آن زمان داشت بهترین کار را انجام بدهد و آن تصمیم را با سخت‌گیری غیرمعمولی اجرایی کرد.

درباره این موضوع، در نظر گرفتن تفاوت‌های میان بازار نوظهور و بازارهای پیشرفته‌تر مفید است. آلن تیلور، شریک M&A در موسسه حقوقی جهانی White & Case در این باره می‌گوید:

«در بازارهای نوظهور، معمولاً معاملات با احتمال بیشتری در پرداخت به فروشنده و خریدار با شکست روبه‌رو می‌شوند، چون نگاه خیلی متفاوتی به پتانسیل‌های رشد بازار هدف دارند. وقتی با امیال متفاوت ریسک‌پذیری برای مسائل مربوط به ارزیابی بایسته، قطعیت اجرایی و خطرات بازار به هم ملحق می‌شوند، همین می‌تواند پتانسیل شدیدی برای ایجاد عدم توافق میان طرفین با توجه به قیمت‌گذاری و اشتیاق به وارد عمل شدن کامل نیروها ایجاد کند.»

به هر حال او صحبت‌هایش را با این توضیح ادامه می‌دهد که:

«در بازارهای پیشرفته ما عادت داریم ببینیم که معاملات به دلیل فقدان سرعت لازم شکست می‌خورند. این ناشی از کمبود پشتیبانی داخلی و نداشتن قطعیت نسبت به توانایی رسیدن به پرداخت‌های استراتژیک است. این موجب رو به زوال رفتن برنامه‌ریزی‌ها و رهبری افراد کلیدی می‌شود. در بازارهای عمومی با معاملات سهام با سهم مسئله ارتباط درست میان همکاری‌ها در بازار هم به این مسائل اضافه می‌شود. اینکه بتوانید سهامداران هدف را وادار کنید بالاترین قسمت این نهاد به هم پیوسته و ترکیب شده را ببینند. پیشنهاددهندگان باید اطمینان حاصل کنند که به طور موثر سود ناشی از مالکیتشان را به اعضای هیات مدیره هدف و سهامداران و بقیه افراد کلیدی که سرمایه‌گذاری کرده‌اند می‌فروشند.»

همان‌طور که در فصل ششم درباره‌اش صحبت خواهیم کرد، چنین ارتباطاتی ضروری و لازم است. نقص در ارتباطات یکی از آن سه اشتباه بزرگی است که باید از وقوع‌شان اجتناب کنیم.

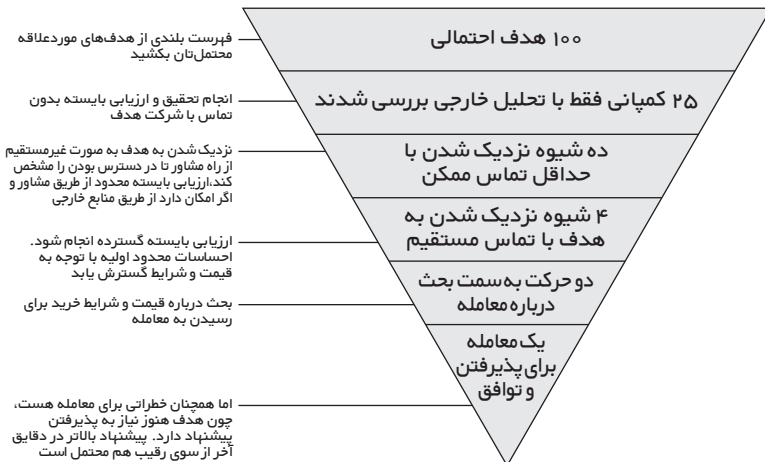
کسب و کارهای کوچک و تجارت‌هایی که خانوادگی هستند هم می‌توانند این کار را به خوبی انجام دهند حتی اگر در ابعاد محلی باقی بمانند. اگر ردپای تیمپسون را برای رسیدن به ریشه‌هایش بگیریم به سال ۱۸۶۵ باید برگردیم؛ وقتی ویلیام تیمپسون یک مغازه کفاشی در منچستر باز کرد. هنوز هم این شرکت در اختیار خانواده است، اما در سرتاسر انگلستان از طریق مالکیت



در کلیدسازی، تعمیرات ساعت، کنده کاری، خشکشویی و کارهای عکاسی گسترش پیدا کرده است. اگر چه به نظر می‌رسد که این حوزه‌ها هیچ ارتباطی با یکدیگر ندارند، اما انتخاب هدف‌ها برای مالکیت از یک فرمول خاص تبعیت کرده است. آنها هدف‌هایی را ترجیح داده‌اند که کسب و کارهای در حال خطر و رو به بن‌بست بوده‌اند. جان تیمپسون فرزند نتیجه بنیانگذار کمپانی در این‌باره توضیح می‌دهد:

«ما تلاش کردیم چیزهایی را نخریم که کارشان را خوب انجام می‌دهند. در آن صورت شما مجبورید پول زیادی بدهید و بعد هم مجبورید کاری را بهتر انجام دهید که پیش از این هم توسط شخص دیگری خیلی خوب انجام شده و راهش را رفته است. وقتی یک تجارت رو به اضمحلال را می‌خرید، انجام یک معامله بزرگ کار خیلی ساده‌تری است. ما می‌خواهیم آخرین مرد ایستاده در صنعتی باشیم که هیچ‌کس دیگری دوستش ندارد.»

### شکل ۲/۱: مراحل انتخاب هدف: با نسبت ۱۰۰ به ۱



برای مثال در اواخر سال ۲۰۰۸ تیمپسون ۱۸۷ عکاسی که بدهی نداشتند به قیمت ۱,۳ میلیون پوند (۱,۹ میلیون دلار) خرید. در واقع با این کار پوشش او را در کل انگلستان و اسکاتلند گسترش داد و ۵۴۵ کارمند استخدام کرد. اما ۱۲۷ مغازه خریداری نشده بودند، چون معیارهای سخت و شدید تیمپسون برای انتخاب شامل حالشان نمی‌شد. در عرض هشت ماه، قیمت خرید از سودی که از ۱۸۷ مغازه به دست آمده بود، برگشت.

اغلب خریداران که به استراتژی درست معامله می‌رسند، ارزش نگهداری لیست «زنده» از هدف‌های احتمالی را می‌دانند. تعداد هدف‌های بالقوه‌ای که یک شرکت نیاز دارد برای رسیدن به یک معامله کامل بررسی‌شان کند، به وضوح در طول زمان تغییر می‌کند. اما اگر بخواهیم تخمین سرسختانه‌ای داشته باشیم، نسبت ۱۰۰ به یک معیار و محک خوبی به شمار می‌رود. (شکل ۲,۱ را ببینید).

همان‌طور که در مورد پرونده ABN AMARO و RBS دیدیم، تمرکز بیش از حد روی یک هدف یا موقعیت می‌تواند خطرناک باشد. در نتیجه نگهداری فهرستی از انتخاب‌های احتمالی ضروری است. یک فهرست هدف درست مشخص شده و طراحی شده همچنین می‌تواند در تعیین الویت‌های کمپانی کمک کند. الویت‌هایی که در آن ارزش دارد زمان بیشتری صرف شود تا اطمینان حاصل کنید در جای درستی به عنوان پیشنهاددهنده ایستاده‌اید، وقتی امکان معامله ناگهان فراهم می‌شود.

### از نگاه کوتاه‌بینانه پرهیز کنید: بایدها و نبایدها

- **باید** یک استراتژی M&A داشته باشید که به روشنی همه چیزش مشخص و تعیین شده باشد به طوری که اعضای هیات مدیره و مدیران ارشد اجرایی را با هم هماهنگ کند.
- **باید** درباره اینکه هر هدف بالقوه چه ویژگی نیاز دارد که بتواند در استراتژی شرکت شما مشارکت کند، صریح و روشن باشید و گزینه‌هایتان را داشته باشید.
- **باید** ساختارهای نظارتی و مشارکتی خوبی داشته باشید از جمله مدیرانی

که باتجربه هستند، اما کار اجرایی انجام نمی‌دهند: مدیران ارشد اجرایی که خیلی ساده می‌توانند تایید ایده‌هایشان را از بالادستی‌ها بگیرند، معمولاً تصمیمات بدی اتخاذ می‌کنند.

### پیاده کردن استراتژی‌تان

- باید منطقی باشید. معمولاً بیشتر از یک هدف وجود دارد که به دست گرفتن کنترل آن می‌تواند همان اهداف استراتژیک را برآورده کند.
- نباید روی یک هدف خاص همه انرژی و تمرکزتان را بگذارید. این به آن معناست که برای هر خریدی که می‌خواهید انجام بدهید باید به ۱۰۰ هدف نگاه بیاندازید.
- باید در راه رسیدن به استراتژی M&A مشارکت کنید.
- نباید براساس غرور یا احساسات برای مالکیت یا گرفتن کنترل یک کمپانی تصمیم بگیرید.
- باید برای تعقیب کردن هدف برای سال‌ها بعد از آنکه برای اولین بار شناسایی‌اش کردید خودتان را آماده کنید.
- نباید در جنگ برای گرفتن مالکیت تاخیر داشته باشید. اگر هدفتان را کشف کرده‌اید ولی دیر بجنبید، احتمال خیلی کمی وجود دارد که پیروز شوید.

فصل سوم

# دانش، قدرت است

وقتی سازمان مرجع خدمات مالی، و بعد رگولاتور (شرکت‌هایی که قوانین رقابت و شراکت در یک حوزه خاص اقتصادی یا صنعتی را مشخص می‌کنند) مالی انگلستان، اولین بازنگری‌هایی خود را روی مالکیت فاجعه‌آمیز RBS بر ABN AMARO شروع کردند، مشخص شد که ارزیابی بایسته بانک انگلیسی روی هدفش «حداقلی» بوده است. مطمئن‌تر است که بگوییم ارزیابی بایسته RBS روی ABN AMARO یک شکست کامل بود. وقتی RBS کنترل را به دست گرفت و کشف کرد که بانک با بدهی‌های خطرناکش کشتی سوراخ شده‌ای است، این ادعا کاملاً روشن می‌شود.

خریداران متعددی با موقعیت قوی‌تر از RBS، و با دیدگاه درست و منطقی به M&A، کار را شروع کرده بودند اما درنهایت مالکیتشان به جایی نرسید و به خاطر اشتباهاتی که در مرحله ارزیابی بایسته مرتکب شده بودند، نتوانستند بهره مالی ببرند. حقیقت این است که چه هدف بزرگ باشد و چه کوچک، نباید تصور کنید که چون مالکیت کوچک است روند آن هم ساده‌تر انجام می‌شود.

در شکست‌های مالکیتی که در این کتاب درباره‌شان حرف می‌زنیم، معمولاً اشتباهات در فاز ارزیابی بایسته اتفاق می‌افتند که اغلب یکی از دلایل اساسی و پنهان در لایه‌های زیرین است یا درنهایت میخ‌آخری است که بعد از یک سری اشتباه دیگر به تابوت شرکت و معامله می‌خورد. شاید ارزیابی بایسته را همپای ملال‌آورتری نسبت به بقیه حوزه‌های M&A که برای روزنامه‌های و مطبوعات جذابیت و ارزش خبری دارند، ببینیم. حوزه‌هایی مثل جنگ میان شرکت‌های رگولاتوری، یا تاکتیک‌های پیشنهادی خصمانه اما راستش را بخواهید اغلب چیزها در اتاق داده‌ها است که برای خریدار اشتباه پیش می‌روند.

برای اجتناب از سه اشتباه بزرگ در معامله کردن، در این مرحله همه چشم‌ها باید روی برنامه‌ریزی و مردم باشد. درست انجام دادن کارها در مرحله ارزیابی بایسته، باید بخش گسترده‌تری از برنامه‌ریزی

M&A باشد و اگر درست و دقیق انجام شود، اطلاعاتی که از اطراف به دست می‌آید در طول فاز ائتلاف و پیوستن شرکت‌ها و بعد از آن مفید فایده است. در این مدت مورد مهم دیگری که وجود دارد این است که ارزیابی باید علاوه بر همه این‌ها آدم‌های کمپانی هدف و فرهنگش را هم مورد پوشش قرار دهد. بعد از همه این‌ها، «دارایی‌هایی» که از در بیرون می‌آیند و هر شب به خانه می‌روند، اغلب ارزشمندترین سرمایه یک شرکت هستند. مفاهیم فرهنگی از اتحاد شرکت‌ها جزء مهم‌ترین عوامل در موفقیت معامله است. با این حال هنوز هم در مرحله ارزیابی بایسته سرسری از روی آن می‌گذرند.

وقتی یک پیشنهاد خصمانه باشد، شبیه آن چیزی که در مورد مالکیت RBS روی ABN AMARO دیدیم، نقص در ارزیابی بایسته خطری است که عامدانه می‌پذیرند و باید کاملاً این را درک کنند که چنین پذیرشی به معنای این است که انجام مالکیت ریسک بسیار بزرگتری دارد و مستعد تبدیل شدن به اشتباهات جبران‌ناپذیر است. اما حتی وقتی هدف دسترسی کامل شما به اطلاعات را تامین می‌کند، باید ارزیابی بایسته کامل هدایت و اجرا شود. اغلب اوقات «دسترسی کامل» دوستانه می‌تواند خریدار را آرام کند و به این باور برساند که می‌تواند ارزیابی بایسته را تا مراحل آخر کنار بگذارد. این تصور می‌تواند درست باشد بخصوص در مورد معاملاتی که بین کمپانی‌های کوچکتر صورت می‌گیرد که خیلی خوب یکدیگر را در بازار می‌شناسند و قرارداد دوستانه‌ای هم برای ادغام بسته‌اند. اما در معاملات بزرگتر، حتی اگر نزدیک شدن شرکت‌ها به هم کاملاً دوستانه باشد و در نتیجه زمان و دسترسی مناسب برای ارزیابی بایسته فراهم شود، بهانه کمی برای این قبیل اشتباهات وجود دارد. با این وجود این اشتباهات هنوز هم رخ می‌دهد، از جمله در مورد پرونده رولز رویس / فولکس واگن که پایین‌تر درباره‌اش حرف خواهیم زد. گاهی اوقات شرایط بخصوصی ما را وادار می‌کنند که در داد و ستد

و تراکنش مالی عجله کنیم. (مورد بریتویچ<sup>۱</sup> را بخوانید که در ادامه همین فصل به آن می‌پردازیم). اما اینجا انتظار این است که خریدار پیش از جلو رفتن برای قرارداد تحقیقات لازم را انجام داده باشد یا آنقدر استادانه نظرات فنی بدهد که بتواند معامله را عقب بیاندازد و این کار باید با چشم‌های کاملاً باز صورت بگیرد.

این فصل نگاه کلی روی مرحله ارزیابی بایسته در زمان پیش از اعلام معامله دارد و به این نکته هم می‌پردازد که تفاوت میان M&A داخلی با M&A برون‌مرزی در چیست. در مورد سه اشتباه بزرگ معامله، ارزیابی بایسته بد غالباً در مرکز دو مشکل بخصوص بالقوه قرار می‌گیرد: برنامه‌ریزی ضعیف و مدیریت ضعیف آدم‌ها.

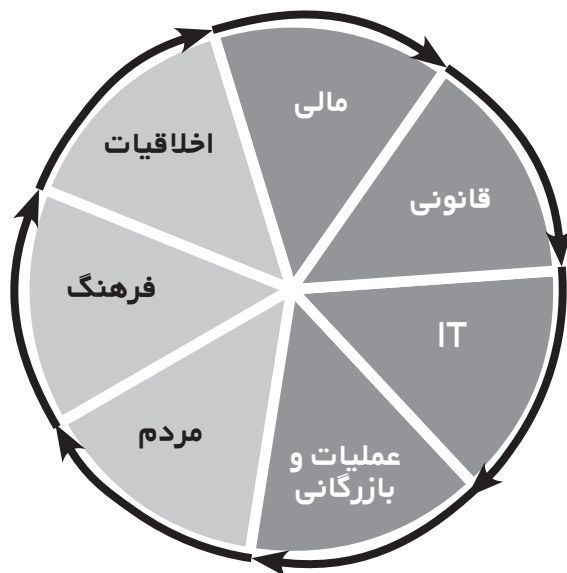
ارزیابی بایسته کاملاً با تثبیت ارزش درست هدف در هم تنیده شده‌اند. عملیاتی که می‌تواند به درستی در انتهای مرحله ارزیابی بایسته به پایان برسد. انجام روش کامل ارزیابی بایسته به پیشنهاددهنده بنیان مناسب را برای تصحیح قیمت درست خواهد داد. به همین دلیل، این فصل و فصل بعدی درباره ارزش‌گذاری باید با هم مطالعه شوند.

### بیشترین ارزیابی بایسته در کدام قسمت است؟

انجام کامل ارزیابی بایسته برای اطمینان پیدا کردن از موفقیت معامله ضروری است. این مرحله تمایل دارد که روی بررسی‌های مجدد اسناد و مدارک خریدار و گفت‌وگو با سهامداران درباره هدف تمرکز کند. اما یک مرحله خوب ارزیابی بایسته علاوه بر این‌ها استایل و سبک شرکت هدف و نیت پیشنهاددهنده را هم شامل می‌شود.

به شیوه سنتی، ارزیابی بایسته منحصر به قوانین ملموسی می‌شود مانند اصول ابتدایی مالی، قانون، تکنولوژی اطلاعات (IT)، عملیات و بازرگانی. البته انتقال مالکیت فقط از طریق این منشور باریک ممکن است خطرناک و

1. BRITVIC



آسیب‌زننده باشد. مسائل «نرم‌تری» مانند مردم و شیوه نظارت، فرهنگ و اخلاقیات هم به همان اندازه مهم هستند (به قسمت‌های خاکستری روشن طبقه‌بندی‌ها در شکل ۳،۱ نگاه کنید). ارزیابی بایسته ضعیف و فقدان درک از ارزش‌گذاری صحیح سرمایه‌های نرم مثل مدیریت و حفاظت و نگهداری از کارکنان ضایعات غیرقابل جبران بزرگی برای سهامداران به دنبال دارد شبیه همان موردی که در مالکیت هیولت پاکارد روی آتونومی اتفاق افتاد. (که در بخش معرفی شرحش دادیم) یا مالکیت مایکروسافت روی نوکیا.

سیستم‌های جدید برای محاسبه سرمایه‌های ذهنی و عقلی<sup>۲</sup> (IP) و چیزهای غیرملموس<sup>۳</sup> ایجاد شده‌اند تا همان‌طور که جهان شرکت‌ها گسترده می‌شود و به پیش می‌رود، با چنین شکست‌هایی دست و پنجه نرم کنند. دیگر عوامل ریسک مثل امنیت سایبری از همین حالا در فهرست ارزیابی بایسته جایی برای

2. intellectual PROPERTY

3. INTANGIBLE



خودشان دست و پا کرده‌اند. اتفاقی که به دنبال موارد زیادی از پرونده‌های معاملات جنجالی و بزرگ مثل خیانتی که وبسایت اشلی مدیسون در برنامه‌ریزی برای عرضه اولیه عمومی (IPO) در سال ۲۰۱۵ انجام داد پیش از آنکه هک شدنش تبدیل به یک مسئله آشکار و عمومی شود. این حوزه از امنیت سایبری در معاملات M&A هم ضروری است و گستره آن از صنعت‌های خرده‌فروشی و کوچک تا سرویس‌های مالی، هم در معاملات خصوصی و هم عمومی کشیده شده است.

یکی دیگر از نمونه‌های ارزیابی بایسته برای ادغام، سیاست‌ها و ردپای شرکت‌های مربوط به شبکه‌های اجتماعی است. شبکه‌های اجتماعی هدف مثل توئیتر، فیس‌بوک و بقیه پلتفرم‌ها باید با همان دقت و موشکافی بررسی شوند که سایر حوزه‌ها در ارزیابی بایسته مورد مذاقه قرار می‌گیرند. این بخصوص از آنجایی اهمیت دارد که غالباً این حوزه‌ها و رسانه‌های جدید توسط جوان‌ترها اداره می‌شوند و در تیم‌شان افراد کم‌تجربه‌ای هستند که ممکن است به صورت آنلاین و از راه دور کار کنند و در داخل خود شرکت حضور نداشته باشند. و در نتیجه به صورت عادی شامل مرحله ارزیابی بایسته نمی‌شوند. برای بسیاری از شرکت‌ها، اگر نگوییم اکثریت آنها، حضور آنلاینشان در واقع به مثابه ویتزینی برای مشتریان‌شان عمل می‌کند.

اگر شما امروز یک ماشین رولزرویس بخرید، در کارخانه‌اش در گودوود انگلستان تولید خواهد شد. اما شما آن را از بی.ام.دبلیو می‌خرید، شرکت اتومبیلی که آلمانی است و در سال ۲۰۰۳ کنترل رولزرویس را به دست گرفته است. تاریخ M&A اگر جور دیگری پیش رفته بود حالا به طرز طعنه‌آمیزی از رقیب بی.ام.دبلیو یعنی فولکس‌واگن ماشین می‌خریدید. معامله شکست‌خورده رولزرویس/فولکس‌واگن همان چیزی را آشکار می‌کند که از آن به عنوان یکی از بدترین اشتباهات IP در تاریخ یاد می‌شود.

سال ۱۹۹۸، ویکرز یک کمپانی صنعتی انگلیسی که از سال ۱۹۰۶ صاحب برندهای رولزرویس و بنتلی بود تلاش فراوانی می‌کرد تا بتواند کسب و کارش را همچنان حفظ کند و به کارش ادامه دهد. بقیه کارخانه‌های اتومبیل‌سازی انگلستان چند دهه قبل‌تر تجارت‌شان را به رقبای آمریکایی و اروپایی فروخته

بودند و زمانی که ویکرز تصمیم گرفت یکی از آخرین بخش‌های تاریخ افتخارآمیز اتومبیل‌سازی انگلستان را بفروشد، واقعا دیگر چیزی از سرمایه‌های ملی هم نمانده بود.

تولید رولزرویس‌ها و بنتلی‌های گرانقیمت در سال ۱۹۹۷ تا سالانه ۱۷ هزار خودرو افت کرده بود و اکثریت‌شان هم بنتلی بودند. به جز کارخانه‌ای در کرو<sup>۴</sup> با ۲۵۰۰ کارمند که به دلیل صنعت اتومبیل دست‌ساز اعتبار ویژه‌ای داشت، بقیه کسب و کار برای فروش گذاشته شد که البته دارایی کمی به غیر از برندهایش داشت.

همیشه این احتمال وجود داشت که مقصد و سرنوشت رولزرویس به آلمان برسد. به نظر می‌رسید بی.ام.دبلیو که در همان زمان هم موتور و بخش‌های دیگری از ماشین‌ها را تامین می‌کرد، همان مقصد نهایی باشد. اما پیشنهاد آخر کارخانه ماشین‌سازی ۳۴۰ میلیون پوند (۵۶۸ میلیون دلار) بود که خیلی راحت توسط پیشنهاد دیگری که از سوی فولکس‌واگن به قیمت ۴۳۰ میلیون پوند (۷۱۸ میلیون دلار) ارائه شده بود، کنار گذاشته شد. اما یک گیر کوچک قانونی این وسط وجود داشت. تجارت رولزرویس کنترل نام برند و مارک تجاری معروف RR را زمانی به دست آورده بود که کارخانه‌های موتورهای هواپیماها و تجارت‌های ماشین‌ها به عنوان بخشی از ناسیونالیسم و ملی‌سازی دولتی در سال ۱۹۷۱ به دو بخش تقسیم شده بودند. برحسب آن توافق رولزرویس مجاز نبود که در هیچ بخش از معاملات حتی اگر مربوط به تجارت تولید ماشین می‌شد، نامش را بفروشد.

متاسفانه کلای فولکس‌واگن از این جریان بی‌خبر بودند. کارخانه ماشین آلمانی همه حقوق IP را برای ماشین‌های خودش گرفت: حق طراحی داخلی تجملاتی ماشین، بدنه و حتی آن آرم تزئینی مشهور وجدآور جلوی کاپوت ماشین. حقیقت ماجرا این بود که فولکس‌واگن می‌توانست ماشین را بسازد اما نمی‌توانست آن را به عنوان رولزرویس بفروشد یا روشی تبلیغی به این نام انجام دهد. در تاریخ ثبت نشده که رییس هیات مدیره جاه‌طلب فولکس‌واگن، فردیناند پیچ، وقتی بالاخره متوجه اشتباهش شده چه واکنشی داشته است.

4. CREW

اما احتمالاً بخشی از قول و قرارهای قرارداد تغییر پیدا کرده. اوضاع بدتر شد چون بی.ام.دبلیو از اهرم‌های قدرت رابطه نزدیکش با رولزرویس استفاده کرد تا درست زیر چشم فولکس‌واگن مجوز اسم برند را فقط به قیمت ۴۰ میلیون پوند (۶۷ میلیون دلار) بگیرد.

به هر حال این پلکان مارییچ رو به زوال همین‌جا متوقف نشد. قرارداد بی.ام.دبلیو برای تامین موتورهای واجب و اساسی و اجزای رولزرویس، که به شیوه تاثیرگذاری در خود انگلستان و دست‌ساز انجام می‌شد، می‌توانست با یک اختطار در عرض ۱۲ ماه کنسل شود. فولکس‌واگن زمان کافی برای دوباره مهندسی کردن موتورهای رولزرویس را در اختیار نداشت، مگر اینکه این اختیار را پیدا می‌کرد که تولید را خارج از مرزهای انگلستان انجام دهد. در نتیجه وقتی بی.ام.دبلیو تهدید کرد که کار تامین قطعات را متوقف می‌کند، فولکس‌واگن مجبور شد با سر وارد جنگ با دو رقیب نزدیک قدیمی‌اش بشود. موضوع آنقدر سخت و حساس بود که روانه دادگاه شدند اما دولت آلمان مداخله کرد و رای به حکمیت میان دو طرف دعوا داد.

طبق این قرارداد بی.ام.دبلیو باید به تامین قطعات برای ماشین‌ها ادامه می‌داد و به فولکس‌واگن هم اجازه می‌داد از سال ۱۹۹۸ تا اول ژانویه سال ۲۰۰۳ از اسم برند استفاده کند. از آن روز به بعد فقط بی.ام.دبلیو قادر بود ماشین‌هایی با نام رولزرویس بسازد و فولکس‌واگن باید ساخت ماشین‌هایی تحت عنوان بنتلی را رها می‌کرد. بی.ام.دبلیو به شکل تاثیرگذاری توانست رولزرویس را به یک دهم قیمت پرداختی توسط فولکس‌واگن برای بنتلی بخرد فقط چون همه سرمشق‌هایش را به صورت قانونی انجام داده بود.

### ارزیابی بایسته در پرونده‌های M&A برون مرزی

مسیر طولانی مدت فعالیت M&A به طرز بی‌رحمانه‌ای، علیرغم یک سری چراغ قرمزهای موقت در چرخه اقتصادی، در حال ترقی و پیشرفت است. پس آیا قراردادهای برون مرزی و فعالیت‌های M&A بین‌المللی حتی سریع‌تر از قراردادهای داخلی در مسیر پیشرفت و رشد هستند؟

پس‌زمینه این فعالیت بین‌المللی رو به پیشرفت در حقیقت از رشد طبقه

متوسط ناشی می‌شود که تشنه محصولات و تولیدات و خدمات جدید بودند. چیزی که در مورد استراتژی دیاگنو برای خرید دو بازار نوشیدنی رو به رشد در بزرگ و ترکیه شاهدش بودیم. (فصل دوم را بخوانید).

انتظار می‌رود که رشد M&A برون مرزی در طولانی مدت ادامه پیدا کند. طبق آمار OECD تخمین زده شده که اندازه طبقه متوسط جهانی از دویلیارد نفر امروز، تا سال ۲۰۳۰ دوبرابر شود و به ۴,۹ میلیارد نفر برسد. این میزان رشد جمعیت در چین، هند، اندونزی و تایلند بیش از بقیه دنیا اتفاق می‌افتد. تا سال ۲۰۳۰ انتظار می‌رود که آسیا میزبان تقریباً دو سوم جمعیت طبقه متوسط جهان باشد و مطابق گزارش رویترز، حدود ۴۰ درصد از مصرف طبقه متوسط جهانی مربوط به این قاره خواهد بود.

در کشورهای آمریکای جنوبی، و در مقیاس کوچکتر در آفریقا، موارد مورد توجه M&A از منابع طبیعی و کالاهای مصرفی خام به سمت خدماتی مانند سلامت و درمان و خدمات مالی و البته به همان اندازه محصولات تجملاتی یا نیمه لاکچری تغییر جهت پیدا می‌کند. شبکه‌های جدید بازرگانی برای ارائه دادن M&A و توسعه در بخش‌هایی از جهان که رشد در آنها سریع‌تر اتفاق می‌افتد، به وجود می‌آیند. بخصوص یک «جاده ابریشم» جدید، جایی که نقطه ثقل بازرگانی غربی در تجارت جهان سومی میان آسیایی‌ها و کشورهای آمریکای جنوبی است و این هم چیزی است که می‌تواند باعث رشد و تقویت M&A شود.

M&A برون‌مرزی، درست شبیه به خیلی دیگر از سوزده‌های این کتاب، خودش می‌تواند به تنهایی موضوع یک کتاب قطور دیگر باشد. اما ارزش‌اش را دارد که تعداد کمی از اصول کلی و پایه‌ای برای تکنیک‌های خوب را مورد توجه قرار دهیم:

— بازاریتان را بشناسید. اگر واقعا درک درستی از بازاریتان داشته باشید، بعد دیگر نمی‌تواند «اروپا» یا «آمریکای جنوبی» به آن اطلاق شود. برای مثال بولیوی و آرژانتین مرز مشترک دارند. اما از لحاظ نژادی، فرهنگی، جغرافیایی و حتی زبان بیشتر از هر دو کشور دیگری در قاره آمریکای جنوبی با هم تفاوت دارند. مراحل معامله و سیستم‌های قانونی هم در این کشورها مشابه

نیستند. این معادله را می‌شود در مورد اروپا هم به کار برد که همین قاعده در آنجا هم وجود دارد. همین را می‌توانید در مورد ایتالیا یا سوئد یا فرانسه و انگلستان بگویید. دانش محلی احتیاج دارد که واقعا محلی باشد، به طور مشخص در سطح ملی و گاهی اوقات حتی در حد یک منطقه از یک کشور باید این اطلاعات وجود داشته باشد.

- سیاستمداران دمدمی مزاج هستند و سیاست می‌تواند یک معامله را به کلی از مسیرش خارج کند. (به فصل هفتم نگاه کنید که درباره نقشی که سیاستمداران و دستورات عمل‌های کلی در انجام یک معامله ایفا می‌کنند، توضیح می‌دهد.) هر کشوری این پتانسیل را دارد که در شرایط درست در معاملات مداخله کند. دولت آمریکا بعد از تاریخچه طولانی که در خوشامدگویی به سرمایه‌گذاران خارجی داشت، حقوق Dubai Ports World<sup>۵</sup> را نسبت به بندرگاه‌های آمریکا مسدود کرد چون وقتی P&O، اپراتور بندرگاه انگلستان را خرید، زیر کنترل این شرکت درآمد. در همان زمان، در سال ۲۰۰۶ امارات متحده عربی یکی از مهم‌ترین متحدان آمریکا در خلیج فارس بود. اما نگرانی‌های عمومی درباره امنیت که بعد از ماجرای حمله تروریستی یازده سپتامبر بیدار شده بود، تمام تجارت‌های قانونی آمریکا و بحث‌های مربوط به روابط بین‌الملل را باطل کرد.
- برای ارزیابی بایسته طولانی‌تر و عمیق‌تر آماده باشید. ممکن است در یک معامله برون مرزی به دو برابر وقت و پول نیاز داشته باشید تا همان نتیجه‌ای را بگیرید که در یک معامله داخلی می‌گرفتید.
- شریک درستی را برای معامله برون‌مرزی انتخاب کنید. انتخاب شریک کوشا می‌تواند یکی از مهم‌ترین فاکتورها در موفقیت یا شکست سرمایه‌گذاری مشترک (JV) یا اتحاد استراتژیک باشد. (فصل اول را بخوانید) اگر شما می‌خواهید این کار را انجام بدهید تا «وارد یک رابطه شوید» قطعاً باید تلاش‌هایتان را چند برابر کنید، اگر قصد دارید گام بعدی را بردارید و پیشنهاد ازدواج مشارکتی بدهید.

۵. شرکت DP که در بخش‌های مختلف مربوط به بندرگاه‌ها و نیروی دریایی فعالیت دارد

فرهنگ مردم را به طرز واقعی درک کنید. معمولاً در M&A آسان است که نقش عامل انسانی را در معامله نادیده گرفت. تعادل‌های فرهنگی امر ضروری و تعیین‌کننده‌ای هستند. هم در تکمیل معامله در فاز برنامه‌ریزی و مراحل مذاکره و هم بعدتر وقتی نیاز است که معامله توسط تیم محلی به مرحله اجرا دربیاید.

### ارزیابی بایسته چقدر باید به طول بیانجامد؟

برای خریداری که در جست‌وجوی اطلاعات درست درباره هدف و بازارش است جواب این سوال می‌شود: هرچقدر زمان لازم باشد تا بتواند پاسخ سوالاتش را درباره هدف و بازارش بگیرد. حتی اگر قرار است یک معامله دوستانه انجام بدهید که معنایش این است که دسترسی کامل به هدف دارید و البته هنوز متن قرارداد اعلام نشده و چیزی از آن به بیرون درز نکرده، باید کشف کنید که اطلاعات صحیح را از کجا می‌شود پیدا کرد و معنای واقعی‌شان چیست. به هر حال شما می‌خواهید این کار را تا آنجا که امکان دارد سریع‌تر انجام دهید، چون زیر فشار معنادار زمان هستید تا از پیشنهاد دهندگان رقیب دوری کنید و اجازه ندهید که کارکنان، مشتریان و فروشندگان بخواهند هدف را رها کنند.

به عنوان یک قانون کلی، شرکت‌های هدف بزرگ یا آنهایی که از لحاظ مالی پیچیده هستند نیاز به بیشترین ارزیابی بایسته دارند. شرکت‌های فهرست شده ممکن است بخواهند آنچه را که آنها را در دسترس قرار می‌دهد محدود کنند برای اینکه آنچه به پیشنهاددهنده دوستانه داده می‌شود باید با هر پیشنهاددهنده رقیب دیگری که ممکن است این وسط سر و کلاهش پیدا شود هم به اشتراک گذاشته شود. اما مهم‌تر و حیاتی‌تر این است که تحقیقات نشان می‌دهد نه تنها نتایج ارزیابی بایسته طولانی‌تر، شانس بیشتری برای موفقیت دارد که علاوه بر آن خریداران هم هر چه مدت زمان بیشتری داشته باشند بهتر عمل می‌کنند برای اینکه درنهایت این کار باعث می‌شود قیمت تملک پایین بیاید.

## وقتی هیچ‌کس نمی‌داند:

### پیش‌خبر فعالیت M&A و تأثیرات آن روی نتایج M&A

پیوندی میان ارزیابی بایسته طولانی‌تر و موفقیت معامله و همچنین قیمت پرداختی پایین‌تر وجود دارد. بخش تحقیق ادغام و مالکیت مدرسه بازرگانی کاس در مورد Intralinks، شرکت تأمین‌کننده جهانی تکنولوژی برای راه‌حل‌های همکاری و مدیریت محتوای موسسات در سال ۲۰۱۳ تحقیقی انجام داد که نتایجش را تنظیم کرد و از آن می‌توان به کشف‌های جالبی رسید. این مطالعه بر مبنای ۵۱۹ نمونه‌ای بود که داد و ستد M&A را آشکارا به اطلاع همگان رسانده بودند و از اتاق داده‌های مجازی (INTRALINKS (VDR)) بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۲ برای ارزیابی بایسته استفاده کرده بودند. اگر چه پیوند میان همه این‌ها همیشه به طرز واضحی آشکار بود اما این اولین باری بود که وجود چنین چیزی اثبات شد. این مطالعه روشن کرد که سهامداران زمانی که ارزیابی بایسته بیشتر طول بکشد، برای دادن پیشنهادهایی که به طرز قابل توجهی بالاتر است، برمی‌گردند. با موسسات پیشنهاددهنده‌ای که وقتی زمان ارزیابی بایسته طولانی‌تر از مدت معمول باشد ۱۸٫۸ درصد در بازار عملکرد بهتری دارند در مقایسه با عملکرد ضعیف ۶٫۷ درصد از پیشنهاد دهندگانی که در معاملاتی شرکت می‌کنند که مدت زمان ارزیابی بایسته‌شان کوتاه‌تر است.

دلایل عمیق و دقیقی برای این موضوع وجود دارد. ارزیابی بایسته طولانی‌تر به خریدار اجازه می‌دهد تا بیشتر کندوکار کند و اطلاعات مفصل‌تری درباره شرکت هدف به دست بیاورد که می‌تواند از آنها برای مذاکره سخت‌تر سر قیمت استفاده کند. به علاوه تحقیق شواهد داستان گونه‌ای از خلال گفت‌وگوها با وکلای ارائه داد که نشان می‌داد برای این منافع محدودیت‌هایی هست: حتی در مورد یک فروش دوستانه، بخصوص فروشی که انتخاب‌های دیگری هم داشته باشد، ممکن است ارزیابی بایسته طولانی مدت به معنای یک توهین تلقی شود یا خسته‌شان کند و در حقیقت تایم اوت یک معامله شود.

فروشنندگان معمولاً تلاش دارند که به این دلیل مدت زمان ارزیابی بایسته را محدود کنند اگر چه توانایی‌شان در این مورد به میزان قدرت‌شان در بازار، و بخصوص وجود پیشنهاد دهندگان رقیب بستگی دارد.

آب معدنی ایرن برو متعلق به برند ای.جی.بار<sup>۶</sup> و آب معدنی ایندین تونیک برند بریتویچ<sup>۷</sup> مزه‌شان خیلی با هم فرق دارد، مگر نه؟

اگر چه ارزیابی بایسته طولانی مدت ممکن است به نفع خریدار تمام شود، و به آنها زمان بیشتری بدهد تا اطلاعات را از هر کجا که می‌توانند بیرون بکشند تا بتوانند از آنها برای رسیدن به قیمت پایین‌تر برای رسیدن به هدف استفاده کنند، زمان‌هایی هم هست که خریدار فرصت‌طلب می‌خواهد اولویتش را در انجام سریع معامله قرار دهد حالا یا به این دلیل که هدف انقدر اضطراری و در خطر است که باید نجات پیدا کند یا چون فرصت‌ها دست به دست هم داده‌اند تا شرکت هدف، بخصوص اگر رقیب بوده، به صورت موقت عقب‌نشینی کرده باشد.

از آنجایی که احتیاج به سریع انجام شدن کارهای فرصت برای ارزیابی بایسته طولانی را کاهش می‌دهد، موسسات که می‌خواهند کنترل را به دست بگیرند و «منجی» شوند تا شرکت‌های در خطر و تنگدست را از بحران خارج کنند، به وضوح هزینه‌های کمتری دارند و گروه متخصصان را حفظ و نگهداری می‌کنند. اما فرصت خرید رقیبی که در دردمس افتاده، از نقطه نظر کسب و کارهای پرتلاش و چالش‌برانگیز، شانس جذب کردن یک شریک صنعتی مفید و کمک حال است که می‌تواند حتی برای محتاط‌ترین کمپانی‌ها هم آنقدر جذاب کننده باشند که نتوانند از آن بگذرند. در مخمصه تعقیب و دنبال کردن هدف، همیشه وسوسه بزرگی است که اصول مرحله ارزیابی بایسته را که در این فصل طرح کلی از آن داده شد، کنار بگذارند، حتی در حوزه‌های مرسوم قانونی و اطلاعات مالی که بیشتر موسسات پیش از اینکه قرارداد بسته شود، روی آن اصرار دارند هم این وسوسه هست و در عجله برای تکمیل قرارداد خیلی ساده است که در مورد طبقه‌بندی مردم، که یکی از سه اشتباه بزرگ معامله کردن بود، خطا صورت بگیرد. اشتباهاتی از قبیل تصمیمات مبتنی بر افکار نادرست درباره تیم‌های اجرایی پیشنهاد داده شده توسط شرکا و فرهنگ شرکت‌های آنها.

6. A. G. Barr's Irn Bru

7. Britvic's Indian Tonic



یکی دیگر از مباحثی که علیه طولانی بودن مرحله ارزیابی بایسته مطرح می‌شود اهمیت نگهداشتن سرعت انجام معامله است. در پرونده پیشنهاد ادغام میان بریتویچ و ای.جی.بار، دو شرکت تولید نوشیدنی در انگلستان، نشان داده می‌شود که اگر می‌خواهید یک معامله انجام شود، حفظ سرعت برابر و هم‌تراز کردن کمپانی‌ها امری ضروری است. همان‌طور که زمان می‌گذرد، حتی اگر کل این زمان در حد چند ماه باشد، پویایی صنعت و نیاز یا خواسته برای خرید یا فروش باید مورد توجه قرار بگیرد. اگر بخواهیم خلاصه کنیم باید گفت ممکن است بتوانید در مورد معامله وقت‌کشی کنید اما بقیه جهان برای شما نمی‌ایستد.

پاسخ همه این موارد البته این است که باید فهرستی از کارها (چک لیست) با ذکر جزئیات و کاملاً واضح و روشن تهیه کنید و همه مراحل را سر جای خودش انجام دهید قبل از اینکه به قسمت ارزیابی بایسته برسید. در موقعیت‌های معامله کردن شما غالباً درباره قانون ۸۰/۲۰ می‌شنوید. جنبه‌های مهمی از ارزیابی بایسته هستند، که حدود ۸۰ درصد از آن را تشکیل می‌دهد که شما باید آنها کاملاً درک کرده باشید و پیش از آنکه بتوان قرارداد را امضا کرد، مورد تاییدتان قرار گرفته باشد. ۲۰ درصد باقی‌مانده غالباً مسائل کوچک‌تر هستند که ممکن است رسیدگی به آنها به اندازه آن ۸۰ درصد طول بکشد تا بتوانید به پایین‌ترین نرخ ممکن برسید. این‌ها مواردی هستند که باعث به هم خوردن معامله نمی‌شوند و وقتی خریداران برای بستن قرارداد عجله دارند می‌توانند آنها را به زمین حریف پرت کنند و به تعویق بیاورند. احتیاط و هوشیاری لازم است اما با برنامه‌ریزی درست و انجام دقیق کارهای پیش از مرحله ارزیابی بایسته، این می‌تواند یک استراتژی معامله تاثیرگذار باشد.

وقتی شرکت بریتویچ که به مشکل برخورد بود در سپتامبر سال ۲۰۱۲ اعلام کرد که با ای.جی.بار درباره ادغامی به مبلغ ۱,۴ میلیارد پوند (۲,۲ میلیارد دلار) صحبت کرده، تحلیلگران طرَحش را برای ایجاد آنچه در متن قرارداد به عنوان «یکی از پیشروترین شرکت‌های اروپایی تولید نوشیدنی بدون الکل» شرح داده بودند، تحسین کردند و به فال نیک گرفتند. برای سهامداران بریتویچ که سال ۲۰۱۱ از اعلان میزان سود کمتر از همیشه صدمه دیده بودند، رقیبی

که در فهرست شرکت‌های ثبت شده کوچکتر از آنها باشد حالا شبیه سوالیه‌ای با شمشیر درخشان ظاهر شده بود که قرار بود از هزینه‌ها بکاهد. مشکلات بریتویچ که البته میان مدت بودند، به طور مشخص ناشی از ضمانت اجباری بود که توسط شرکت فرزند کمپانی، که تمرکزها روی آن بود یعنی نوشیدنی‌های میوه‌ای<sup>۸</sup>، تقاضا شده بود. اتفاقی که باعث شد ۳۵ درصد از قیمت سهام در حال رکود قرار بگیرد. پیوستن به شرکت ای.جی.بار که کارش را خوب انجام می‌داد و درست اداره می‌شد، به نظر شبیه راه‌حلی برای آلام مالی بریتویچ بود. چیزی که نشریه فایننشال تایمز از آن به عنوان «یک اهرم قدرتمند برای تغییر نسبت‌های مالی» در ترازنامه مالی شرکت یاد کرد.

در همین حین، سهامداران ای.جی.بار می‌دیدند که کمپانی‌شان با تولید سریع نوشیدنی‌هایی که روی جوان‌ها تمرکز دارد مثل راک‌استار و ایرن برو، از آن تصویر رخوت‌انگیزی که دارد خارج می‌شود و تکانی به خودش می‌دهد. طبق آنچه دیلی تلگراف نوشت آن چیزی که در ابتدا یک عقب‌نشینی در به دست گرفتن کنترل و مالکیت رقیب بزرگتر به نظر می‌رسید، رقیبی که مشغول دست و پا زدن بود، تبدیل به یک تجارت به موقع و عالی شد.

دو شرکت در بیانیه به هم پیوستن‌شان گفتند:

«این ترکیب و به هم پیوستن هم منطق تجاری دارد و هم از نظر

صنعتی متقاعدکننده است.»

به علاوه آنها قول دادند که ادغام بریتویچ/ای.جی.بار از طریق اشتراک مساعی تا سال ۲۰۱۶ پس‌اندازی ۴۰ میلیون پوندی (۶۴ میلیون دلاری) به ارمغان بیاورد و روابط قوی بریتویچ با بزرگترین فروشگاه زنجیره‌ای انگلستان و شرکای بین‌المللی‌اش و سهامداران اصلی‌اش مانند پپسی را برای ادامه تجارتش گسترش دهد.

در ابتدا تعداد کمی از سرمایه‌گذاران زیر لب غرولند کردند، اما وقتی بازار این ادغام را درک و هضم کردند، برخی شروع به سوال درباره منطق این کار کردند. در نوامبر سال ۲۰۱۲ سرمایه‌گذار فعال و یکی از هشت سهامدار بزرگ بریتویچ در ملاعام این معامله را مورد انتقاد قرار داد و گفت که در زمینه

مذاکره خیلی ضعیف عمل کرده‌اند. کمپ «نه به معامله» خبرهای بدی دریافت کرد وقتی مشخص شد که ای.جی.بار قرار است نیمی از صندلی‌های هیات مدیره ترکیبی را اشغال کند؛ همان‌طور که همه نقش‌های اجرایی مهم را هم برعهده خواهد گرفت که باعث به قدرت رسیدن راجر وایت، مدیرعاملی شد که بسیار مورد تحسین و احترام بود.

این پیوند توانست موافقت مشروط مرجع رقابتی ابتدایی انگلستان را به دست بیاورد. یعنی همان دفتر تجارت‌های عادلانه<sup>۹</sup> که کنترلش به دست مرجع بازارها و رقابت‌ها<sup>۱۰</sup> بود و هر سال شفاف‌سازی درباره اکثریت قراردادهای ادغام را برعهده داشت. همان‌طور که معامله آرام آرام در مسیر مراحل دستورالعمل‌های قانونی انگلستان حرکت می‌کرد، هیچ مفسری پیش‌بینی نمی‌کرد که اولیای امور همکاری تبدیل به موانع جدی برای به هم پیوستن دو شرکت شوند. در نهایت ترکیب نوشیدنی پرتقالی رنگ تانگو محصول بریتویچ و اورنجینا محصول ای.جی.بار احتمالاً از ابتدا وقتی سیاست‌های کلی معامله را طراحی می‌کردند، در ذهن دولت نبود. با این وجود اولیاء امر مربوط به این همکاری وام‌دهندگان مالی حیاتی برای هر معامله‌ای، چه کوچک و چه بزرگ هستند و این تشخیص را نادیده گرفتند که این کار تا چه اندازه خطرناک است.

در نتیجه وقتی در فوریه سال ۲۰۱۳، OFT این قرارداد را به کمیسیون همکاری ارجاع داد (که امروز توسط CMA جایگزین شده است) تا بررسی‌های طولانی‌تری روی آن انجام بگیرد، بریتویچ و ای.جی.بار از خشم دندان روی هم می‌ساییدند و شکایت داشتند که بازیکن حاکم بر بازار یعنی کوکاکولا، همین الان هم دو برابر سهم بازار مشترک آنها را دارد. جرالند کوربت، رییس هیات مدیره بریتویچ، نکته‌ای را گفت که بعدها بارها از آن نقل قول شد:

**«اگر این سیاست صنعت انگلستان است، من ترجیح می‌دهم یک فرانسوی باشم. این ماجرا درباره دو شرکت انگلیسی است که به یکدیگر پیوسته‌اند تا بتوانند بازار را از کوکاکولا بگیرند و برندگان**

9. fair trading-OFT

10. Competition and MarkeT AuthoriTY-CMA

## امروز در دفتر کواکولا در آتلانتای ایالت جورجیا به افتخار هم می‌نوشند.»

نظرات عامه‌پسند و پوپولیستی را کنار بگذارید و ارزیابی بایسته را مورد پرسش قرار دهید. آیا ارجاع به همکاری و ادغام آنقدر غیر جذاب و بعید است که شرکت‌ها و وکلایشان می‌بایست یک معامله را مشروط به موافقت سریع OFT انجام بدهند؟ برای بریتویچ که باید با فشار یادآوری لغو ماجرای نوشیدنی‌های میوه‌ای Fruit Shoot دست و پنجه نرم می‌کرد، واضح بود که چنین اتفاقی بخصوص دلنشین بود، چون فقط یک همکاری سریع می‌توانست شرکت را از مشکلات عدیده فوری که داشت خلاص کند. اما از نقطه نظر ای.جی.بار که خودش را به عنوان فرصتی برای تمام طول زندگی معرفی می‌کرد، سخت بود که ببیند چرا کمپانی باید طرفداری از ادغام را انتخاب کند. مگر اینکه موقعیت اضطراری داشته باشد که چنین چیزی را ایجاب کند. دو طرف قول دادند که به دنبال بررسی و تحقیق که توسط کمیسیون همکاری و رقابت انجام می‌شد، احتمال ادغام را دوباره مورد بازبینی قرار بدهند. پل مودی، مدیر اجرایی بریتویچ که با پا پس کشیدن به عنوان بخشی از پروژه ادغام موافقت کرده بود، فوریه سال ۲۰۱۳ جای خودش را به سایمون لیترنند داد که قابلیت‌هایش را در تیم عالی دیاگنو که در فصل دوم درباره‌اش بحث کردیم، نشان داده بود.

لیترلند پیش از معامله ای.جی.بار به عنوان قائم مقام مودی استخدام شده بود. در نتیجه حالا در موقعیت نامطلوبی قرار داشت. اما به جای اینکه خودش را زیر سایه مخفی کند، شروع به بررسی مالیات‌ها و ارزیابی کرد تا ببیند چطور می‌تواند استراتژی بریتویچ را بدون نیاز به ادغام بهبود ببخشد. او در عرض یک سال با کم کردن هزینه و انحلال بخش‌های زائد توانست ۳۰ میلیون پوند (۴۷ میلیون دلار) به دست بیاورد که باعث شد بریتویچ بتواند کار اجرایی خودش را از سر بگیرد. وقتی مدیر ارشد اجرایی ای.جی.بار قول داد تا از راه تشریک مساعی ۴۰ میلیون پوند (۶۲ میلیون دلار) در تجارت ادغام پیدا کند، متأسفانه این راه حل‌های لیترنند فراموش شد و زیر سایه قرار گرفت. در اعلان برنامه افزایش بازدهی بریتویچ، او بیشتر توجه مالی را صرف معامله کرد.

بریتویچ که حالا از ماجرای fruit shoot خودش را بیرون کشیده و احیا شده بود، سهامش در بازار نزدیک به ۵۰۰ پنس برای هر سهم معامله می‌شد و حالا شرکت می‌توانست در مورد شرایط ادغام مذاکره مجدد کند.

وقتی کمیسیون همکاری و رقابت در جولای سال ۲۰۱۳ معامله را تمیز و درست اعلام کرد، بریتویچ تلاش‌اش را به کار برد تا سهش را در ادغام از ۶۳ درصد به ۷۰ درصد برساند و خیلی قاطع درخواست کرد که باید در هیات مدیره این کسب و کار جدید حضور داشته باشد. بر طبق گزارش‌های دیلی تلگراف، به صورت فرضی و از نظر مردم لیترلند به عنوان مدیرعامل جایگزین وایت شد. اما موقعیت‌های آنها نمی‌توانست با هم تطابق پیدا کند و دو طرف از هم فاصله گرفتند. ای.جی.بار اظهار کرد که «تاامید» شده است و بریتویچ از شریک پیشین‌اش در ادغام به عنوان «آدم‌های خوب» یاد کرد اما روشنی آینده‌اش را در مستقل بودن تعریف کرد.

چند سال بعد به نظر می‌رسید که انگار کسی در OFT سهوا لطفی در حق بریتویچ و سهامدارانش کرده و در انجام معامله وقت‌کشی کرده است و همین به کمپانی اجازه داده تا وقت داشته باشد در مورد پیشنهادش دوباره فکر کند. قیمت سهام ای.جی.بار در بازار گسترده به همان شکل قدیمی باقی ماند و هر چند مختل نشد، اما سهام بریتویچ در سال ۲۰۱۵ به نقطه اوج رسید و هر سهم به قیمت ۷۷۵ پنس خریداری می‌شد؛ یعنی چیزی حدود سه برابر بیشتر از عددی که وقتی پروسه معامله آغاز شد، خرید و فروش می‌شد.

### ارزیابی بایسته موفق اساس محکمی دارد

آجرهای ساختمان ارزیابی بایسته موفق استراتژی‌های سازمانی محکم هستند و اجرای اختصاصی آن استراتژی در تمام طول زمان انتخاب شرکت هدف جزو پایه‌های ارزیابی بایسته است. برای نمونه، ویستا، موسسه سهامی خاص آمریکایی، بیشتر از رقبایش پول پرداخت کرد تا مالکیت Misys را به دست بیاورد که یک کسب و کار شکست‌خورده در حوزه نرم‌افزار کامپیوتر بود. اما سرمشق‌هایش را آنقدر خوب انجام داده بود که بدانند شرکت هدفش به نسبت آنچه بقیه رقبا درباره‌اش فکر می‌کنند ارزش بیشتری دارد. (درباره این

مورد مطالعاتی در فصل چهارم بحث شده است.)

حامیان مالی، مانند موسسات سهامی خاص که سالانه بیش از ۱۰ تا ۲۰ معامله انجام می‌دهند، کسب و کارهایی هستند که باید در زمینه ارزیابی بایسته برتری داشته باشند و همین‌طور هم هستند. یک نمونه‌اش شرکت هولدینگ جب (JAB) است، یک شرکت سرمایه‌گذاری خصوصی که خانواده ریمن صاحبانش هستند که ثروت‌شان به زمان تجارت صنعت شیمیایی مواد شوینده و پاک‌کننده آلمانی برمی‌گردد که در سال‌ها ۱۸۲۰ بنیان گذاشته شده بود. این شرکت سال ۲۰۱۳ در کسب و کار قهوه دووی اگرتز<sup>۱۱</sup> گوهری را کشف کرد که ارزش آن را دست کم گرفته بودند و از آنجایی که جب می‌توانست فرصتی را که این کسب و کار پیشنهاد می‌دهد ببیند، جلوتر از همه پیشنهاد دهندگان رقیبش این شرکت قهوه‌ساز را خرید. سال ۲۰۱۴ دووی اگرتز وارد سرمایه‌گذاری مشترک با موندلز<sup>۱۲</sup>، یک شرکت بزرگ زنجیره‌ای غذا در جهان، شد. در پایان سال ۲۰۱۵ جب، Keurig Green Mountain، شرکت قهوه آمریکایی را هم به مبلغ ۱۳٫۹ میلیارد دلار خرید.

فقط حامیان مالی نیستند که برای ارزیابی‌های بایسته عالی‌شان شناخته می‌شوند. LIBERTY GLOBAL، شرکت تلویزیونی و ارتباطات دوربرد آمریکایی، زیرچشمی حواسش به ITV، پخش‌کننده آگهی‌های بازرگانی انگلیسی بود. در سال ۲۰۱۵ لیبرتی گلوبال به خاطر پیش‌زمینه تحقیقاتی و سرعتش مشهور شده بود و مالکیت در شرکت‌های ویرجین مدیا<sup>۱۳</sup> به قیمت ۲۳٫۳ میلیارد دلار و زیگو<sup>۱۴</sup> به قیمت ۱۳٫۷ میلیارد دلار را کامل کرده بود. لیبرتی گلوبال توانست رکورد زمان را در سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۴ بزند به این معنا که کمترین زمان را از شروع دیالوگ/مکالمه تا کامل کردن قرارداد طی کرد.

### به شیوه چونگ کونگ هولدینگز درست پیش بروید

هولدینگ‌های زیرساخت چونگ کونگ<sup>۱۵</sup> یکی از موفق‌ترین مالکیت‌ها را در

11. Douwe Egberts

12. MONDELEZ

13. VIRGIN MEDIA

14. ZIGGO

15. Cheung Kong Infrastructure/CKI

دهه گذشته تجربه کردند. با اوراق بهاداری که در اروپا، کانادا، استرالیا و نیوزیلند گسترده شده بود. رییس هیات مدیره کمپانی ویکتور لی است، پسر بزرگتر سر لی کا-شینگ، مدیر یک موسسه اقتصادی بزرگ جهانی و ثروتمندترین شهروند هنگ کنگ.

درست مثل دیاگنو، CKI هم برای انتخاب درست هدف، شهرت و اعتبار کسب کرده بود و این انتخاب را هم مدیون نظرات فنی در هر حوزه با بالاترین کیفیت بود. مرور کردن سرمشق‌های قدیمی به کمپانی در مراحل ارزیابی بایسته که اساسی‌ترین بخش در حراج‌های دارایی‌های زیرساخت‌هاست، کمک می‌کند.

یکی از بزرگترین مالکیت‌های اروپایی CKI مربوط به شبکه‌های برق قدرت انگلستان<sup>۱۶</sup> می‌شد. بازوی پخش‌کننده برق EDF، شرکت برق فرانسوی که در آن مستقر هم نبود و با خرید چندین کمپانی الکتریسیته از جمله الکتریسیته لندن در سال ۲۰۰۲ به داخل بازار انگلستان نفوذ کرده بود. EDF در سال ۲۰۱۰ تصمیم گرفت که می‌خواهد بخشی از برنامه جدید انگلستان برای تولید برق از طریق انرژی هسته‌ای باشد اما برای این کار باید بخشی از دارایی‌هایش را واگذار می‌کرد تا بتواند پول این سرمایه‌گذاری را تامین کند. به علاوه بازگشت به صنعت الکتریسیته از زمان رکود سال ۲۰۰۹ تعدیل و کم‌رنگ شده بود و این حوزه با مسائل رگولاتوری و دستورالعمل‌های جدید مواجه بود.

CKI که تجارت توزیع برق محلی را در حراج قبلی از دست داده بود، باسپیل اسکارسلا<sup>۱۷</sup> را وارد بازی کرد. مدیر اجرایی ارشد گروه که سال‌ها سابقه کار داشت و حالا قرار بود پیشنهادی را در ترکیب با اجرای ادغام و مالکیت (M&A) کمپانی CKI جلو ببرد برای دارایی‌هایی که تبدیل به شبکه برق قدرت انگلستان می‌شدند.

اسکارسلا باور داشت که شیوه منحصر به فرد CKI باعث می‌شود نسبت به بقیه پیشنهاد دهندگان برتری‌هایی داشته باشد. او ادعا می‌کرد:

**«CKI خودش را به عنوان اپراتور و عملگر دارایی‌های تحت نظارت**

16. UK Power Networks

17. Basil Scarsella

در نظر می‌گیرد و نه فقط به عنوان یک سرمایه‌گذار... CKI برای مدتی طولانی صاحب دارایی‌های تسهیلاتی مانند آب و برق در هنگ‌کنگ، استرالیا، نیوزیلند، کانادا و انگلستان است و عملیات اجرایی آنها را هم برعهده دارد. وقتی شرکت عهده دار ارزیابی بایسته روی یک مالکیت احتمالی می‌شود، معمولاً ایده‌های خوبی درباره آن حوزه کسب و کار دارد و می‌تواند به ارزش آن بیافزاید.»

این یکی دیگر از نکات کلیدی درباره انجام درست ارزیابی بایسته را نشان می‌دهد: نیاز به دانستن نقاط قوت و ضعف کمپانی تا به این وسیله ارزیابی درستی از آنچه مهارت‌های تکمیلی به حساب می‌آید یا منابعی که در طول ادغام یا مالکیت مورد نیاز هستند داشته باشید.

تجارت مستقر در هنگ‌کنگ اعتبار خوبی در آوردن مدیران حرفه‌ای داشت. سطح بالاترین مدیریت را به کار می‌بست و بعد آنها را رها می‌کرد تا کسب و کار را به شیوه خودشان اداره کنند. در این شیوه گاهی اوقات می‌شد شاهد پیوندی عالی بود. اینکه علاقمندی‌های پشتیبانان مالی شرکت با مدیریت به یک نقطه مشترک برسد اما علاوه بر آن سطحی از خبرگی فنی در حوزه کسب و کار هم می‌شد پیدا کرد.

اسکارسلا می‌گوید که وضعیت CKI را به عنوان یک سرمایه‌گذار طولانی مدت می‌شود اساس موفقیتش هم در نظر گرفت:

«دلیل و برهانی که اینجا برای همه وجود دارد این است که می‌توانند ببینند CKI سرمایه‌گذار طولانی مدت است. اعتبار و آبرو خیلی مهم است در نتیجه CKI کسب و کارش را از نقطه نظر مشارکت طولانی مدت مدیریت می‌کند.»

CKI تا اینجا روی بازارهای پیشرفته و گسترش یافته متمرکز بوده است. جایی که ایالت‌ها بیشتر دارایی‌های زیرساخت‌شان را به قیمت‌های ارزان برای ترغیب خریداران می‌فروشد. دادن اندازه این استخر برای سرمایه‌گذاری بالقوه برای نگهداری اعتبار کمپانی ضروری است، نه اینکه به عنوان یک عامل تجملاتی از آن استفاده شود.

از CKI در آسیا تا رولزرویس و بریتویچ در انگلستان، ارزیابی بایسته کلی نگر



و محتاطانه که شما را به سمت مسائلی هدایت می‌کند که می‌توانند عامل سود و زیان باشند مثل تفاوت‌های فرهنگی، حیاتی است. زمان کافی برای این کار باید در نظر گرفته شود. نمی‌توان و نباید در این مورد عجله کرد. اجرای سطح بالای ارزیابی بایسته آجر ساختمانی است که نه فقط در مورد قیمت‌گذاری مورد استفاده قرار می‌گیرد که اگر معامله پیش برود برای مرحله بعد از قرارداد هم ارزیابی بایسته عالی است که می‌تواند بنیان یک پیوند ممتاز را تأمین کند.

### دانش، قدرت است: باید‌ها و نباید‌ها

- باید سرمشق‌هایتان را انجام دهید: دانش، قدرت است.
- باید زمان لازم را به کار ببرید. این امر ممکن است به کاهش قیمت کمک کند.
- نباید بترسید که مبادا حرکت‌تان به اندازه کافی سریع نیست. اگر نیاز دارید باید تا زمانی که کارهای اساسی و پایه‌ای را انجام ندهاید صبر کنید.
- نباید فراموش کنید که عوامل خطر غیرمرسوم مثل فرهنگ، اخلاقیات و امنیت سایبری را هم باید در مرحله ارزیابی بایسته در نظر بگیرید.
- نباید از رها کردن یک معامله بد وحشت به خودتان راه دهید.
- باید به خاطر داشته باشید که زمان‌تان را صرف مدیریت همه حامیان مالی مهم نکنید، چون تا زمانی که معامله انجام شود با آنها کار خواهید کرد.
- نباید تصور کنید که همه چیز را درباره شرکت هدف می‌دانید. حتی اگر فکر می‌کنید که آن حوزه کسب و کار و آن کمپانی را به خوبی می‌شناسید.
- باید ارزیابی بایسته را بر طبق توانایی‌های شرکت خودتان تنظیم کنید تا معامله از جمله ائتلاف انجام شود.

فصل چهارم

# چرا قیمت همیشه درست نیست

ذهن‌تان را جمع و جور کنید و به انتهای قرن گذشته برگردید. زمانی که خطای هزاره بزرگترین تهدید سایبری تلقی می‌شد.<sup>۱</sup> سال‌های آخر ۱۹۹۰ رشد شرکت‌های اینترنت‌محور هزاره شاهد چرخشی در معادلات کلان بود که هنوز هم بر جدول اتحادیه M&A حکمفرمایی می‌کند. سال ۱۹۹۹، شرکت انگلیسی وودافون ایرتاچ<sup>۲</sup> پیشنهادی به رقیب آلمانی‌اش مانسمان<sup>۳</sup> عرضه کرد که به عنوان خصمانه‌ترین پیشنهاد خرید برون‌مرزی باقی مانده است. این معامله روح حامی رشد ارتباطات بود که ترس از بازار مبتنی بر تکنولوژی را در دوران واتس‌آپ/فیس‌بوک کوچک جلوه می‌داد و تحقیرش می‌کرد.

در همان زمان مخاطبان مجذوب تجارت‌های جهانی، هر پیچش و چرخش از هجوم نادر و کمیاب انگلیسی-آمریکایی به یک کمپانی آلمانی را دنبال می‌کردند تا زمانی که در نهایت وودافون رقم هنگفت ۱۸۳ میلیارد دلار را برای ادغام دوستانه پرداخت کرد و مانسمان وارد مذاکره شد. تا نزدیک به ۲۰ سال بعد از آن، این سومین معامله بزرگ تاریخ M&A بود.

پنج سال بعد از ادغام؛ وودافون مجبور بود به سرمایه‌گذارانش بگوید که ۲۸ میلیارد پوند (۴۵ میلیون دلار) برای مالکیت سرقفلی و در حقیقت خریدی که بیشتر برای به دست آوردن اعتبار بوده، پرداخت کرده که بزرگترین رقم ضبط شده برای تنزل بهای سهام در تاریخ بعد از مالکیت بوده است. این مقدمه‌ای برای پرداخت مالکیت مانسمان بود. تنزل بهای سرقفلی که تا این حد آشکار بود تفاوت میان دارایی خالص یک کسب و کار خریداری شده و قیمت خرید بود که نشان می‌داد وودافون در پیشنهادش برای مانسمان دچار اشتباه در قیمت‌گذاری شده است.

با این وجود هنوز هم وقتی این معامله را مورد بررسی قرار می‌دهند، چه در همان زمان تراکنش مالی و چه عواقب بعد از آن،

۱. خطای هزاره به مشکلی در نرم‌افزارهای کامپیوتری گفته می‌شد که بعد از ورود به قرن بیست و یکم همه تاریخ‌ها و برنامه‌ها با ایراد مواجه می‌شدند و باید برنامه‌ها دوباره نوشته می‌شدند که طبعاً شرکت‌های بزرگ را نگران می‌کرد

2. Vodafone AirTouch

3. Mannesmann

قیمت‌گذاری در فهرست عوامل بحرانی آن جایگاه چندان مهمی ندارد. ممکن است این حرف به نظرتان متعجب‌کننده بیاید، اما واقعیت دارد. قیمت‌گذاری یکی از سه اشتباه بزرگ بنیادین در معامله کردن نیست. امکانش هست که شما بهای زیادی پرداخت کنید و با این حال در نهایت معامله موفق‌تری داشته باشید. ارزش‌گذاری و قیمت‌گذاری، در تضاد با سه اشتباه بزرگ برنامه‌ریزی، ارتباطات و مردم، حوزه‌ای از معامله هستند که شرکت‌کنندگان در آن به طور طبیعی زمان کافی و منابع مناسب‌شان را هزینه می‌کنند تا درست انجامش بدهند. برخی موسسات در موردش اشتباه می‌کنند (مثل وودافون) اما به طور معمول این چیزی است که توجه لازم و کافی به آن مبذول می‌شود.

مکانیزم خریدار برای تصمیم گرفتن در مورد ارزش درست، که در واقع همان قیمت سهل‌الحصول است (قیمتی که خریدار دوست دارد بپردازد)، به روش‌هایی در نظر گرفته می‌شود که توسط گروه وسیعی از پیشنهاد دهندگان مانند حامیان مالی مانند صندوق‌های تامین اعتبار، موسسات سهامی خاص و حتی بنیادهای مالی قوی و مستقل استفاده می‌شود تا به شکل عمومی یا خصوصی به صورت استراتژیک بتوانند شرکت هدف را به دست بیاورند.

بسیاری از شکست‌های واضح و روشن در زمینه ارزش‌گذاری به خاطر اشتباه در شیوه ارزش‌گذاری یا مراحلش نیست که اتفاق می‌افتند، بلکه به خاطر دیدگاه خریدار است که یا پیش‌بینی‌اش نسبت به آینده یا ریسکی که متحمل می‌شود یا هر دوی آنها درست نیستند و در نتیجه وقتی آنها را در مدل مالی‌اش می‌گذارد به صورت ناگزیر خدشه ایجاد می‌کند.

یک نمونه خوب مالکیت سرمایه‌گذاران عربستان سعودی روی گروه Continental Farmers (کشاورزان اقلیمی) است. گروهی که صاحبان زمین‌های کشاورزی بزرگ و حاصل‌خیز ارزشمند در اوکراین هستند. سعودی‌ها کسب و کار کشاورزی ثبت شده در فهرست شرکت‌های انگلیسی را از طریق برنده سرمایه‌گذاری، شرکت هولدینگ یونایتد فارمرز

فخریدند. این بخشی از استراتژی فشار عربستان سعودی برای امنیت غذایی بود. دولت عربستان سعودی، که درآمد حاصل از فروش نفت هنگفتی دارد، زمین‌های مزروع و قابل کشتی در داخل کشورش ندارد. به همین خاطر در سال‌های اخیر چندین شرکت را که با حمایت دولت یا کنترل مستقیم آن اداره می‌شدند، تشویق کرد تا زمین‌های کشاورزی در آفریقا یا نزدیک آسیا را بخرند.

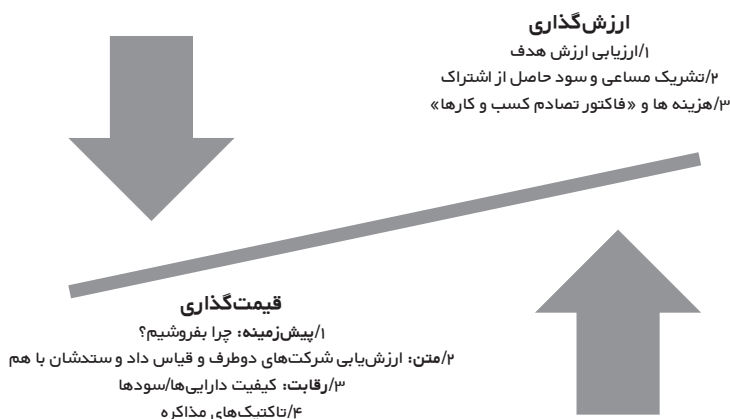
متاسفانه وقتی روسیه در سال ۲۰۱۴ ارتش خود را برای مهار نیروهای تجزیه طلب به بخش‌هایی از اوکراین شرقی فرستاد که نژادشان روس محسوب می‌شد، روند تولید غذا کاهش پیدا کرد و برداشت محصول رسیدن به غذا در خارج از کشور تقریباً غیرممکن شد. اشتیاق عربستان سعودی به سرمایه‌گذاری در مناطقی که از نظر سیاسی متزلزل و بی‌ثبات هستند، با فراتر از اشتیاق آن ۵۸ میلیون پوند (۸۸ میلیون دلاری) که به شرکت انگلیسی پرداخت کرده بود، در اصل یک اشتباه ارزش‌گذاری یا خطا در ارزیابی بایسته محسوب نمی‌شد. به جایش می‌شود گفت که یک قمار استراتژیک روی ریسکی بود که نتیجه خوبی نداشت یا بهتر است بگوییم ارزیابی درستی از میزان ریسک نداشتند.

### ارزش‌گذاری در برابر قیمت‌گذاری

ارزش‌گذاری M&A روی نقطه برخورد میان نگاه‌های خریدار به ارزش هدف و «بازار» متمرکز است یا انتظارات فروشنده از قیمت باید پرداخت شود. (شکل ۴،۱ را ببینید). برای جلوگیری از پرداخت اضافی پیشنهاددهنده همیشه باید پیش از شروع مذاکره و پیگیری شرکت هدف بالقوه، حداقل و حداکثر قیمت خودش را مشخص کند.

به طور خلاصه پنج مرحله برای رسیدن به قیمت سهل‌الحصول خریدار هست که معنایش بالاترین حد قیمتی است که خریدار امکان دارد دلش بخواهد برای هدف بپردازد.

## شکل ۴/۱: ارزش‌گذاری در برابر قیمت‌گذاری



### ۱) ارزش‌گذاری مستقل برای سهامداران دارایی‌های شرکت

روش‌های متفاوتی برای این کار وجود دارد. از جمله میزان کارایی مالی شرکت هدف در نسبت با کارایی بقیه شرکت‌های همتایش در فهرست، سنجش ارزش دارایی خالص یا استفاده از مدل‌های خریدن سهام‌های اصلی مدیریت/ اهرم‌های قدرت که با پیش‌بینی مالی شرکت و هزینه و بدهی‌های در دسترس تعیین می‌شود.

خیلی از روش‌های ارزش‌گذاری، اگر نگوییم همه آنها، توسط بازار یا داد و ستدهای مالی چندگانه تحت‌تاثیر قرار می‌گیرند. یعنی آنچه بقیه سرمایه‌گذاران از محل درآمد یا دخل شرکت یا رقبایشان آماده پرداختش به صورت یک ارز (دلار، یورو، پوند و غیره) هستند. پیشنهاددهندگان هدف آشکار همچنین نیاز دارند که قیمت سهام هدف را به مدت ۵۲ هفته پیش از انجام پیشنهادشان در نظر بگیرند. چون این اعداد نشان می‌دهند که روی سطح حداقل پیشنهاد تاثیر دارند که در این شرایط سهامداران تمایل دارند که پیشنهاد را قبول کنند. به عبارت دیگر، هر سهامداری دیدگاه

خودش را روی ارزش کنترل خواهد داشت. معنایش این است که ارزش بهره‌های آینده سهام و در نظر گرفتن بهای آنها در زمانی نه چندان دور، از جمله چیزهایی هستند که آن مبلغ پرداختی ابتدایی باید بعدتر فراتر برود و به این‌ها هم برسد.

جالب است که متوسط پرداخت اولیه ۲۰ تا ۴۰ درصد بالاتر از قیمت سهام هنوز مختل نشده، در مالکیت هدف‌های آشکار است که به طرز قابل توجهی در طول زمان و بخش‌های مختلف ثابت باقی می‌مانند که همین احتمالاً بازتابی از معیار «ارزش» رها کردن کنترل و سود آینده برای سرمایه‌گذاران است. این پول پرداختی توسط عواملی چون صنعت، کشور و آن نقطه زمانی مشخص در دایره M&A و اقتصاد نوسان پیدا می‌کند.

## ۲) اضافه کنید: بدهی خالص شرکت هدف

برای ارزش‌یابی کسب و کار باید علاوه بر در نظر گرفتن سهامداران، به صاحبان سهام قرضه هم توجه کرد. معمولاً شرطی مبنی بر تغییر کنترل شرکت در قرارداد صاحبان سهام قرضه با کمپانی هدف وجود دارد که معنایش این است شرکت خریدار باید بعد از تمام شدن معامله یا پول نقدی به صاحبان سهام قرضه پرداخت کند یا دوباره با آنها سر میز مذاکره بنشیند و درباره طلب‌هایشان گفت‌وگو کنند و برنامه جدیدی بریزند.

واضح است که هر گونه نقدینگی معوقی که متعلق به شرکت هدف باشد، می‌تواند به عنوان خالص تاثیر بدهی مورد استفاده قرار بگیرد. به همین دلیل است که شرکت‌هایی که نقدینگی‌شان زیاد است هدف‌های جذاب‌تری برای مالکیت هستند.

## ۳) اضافه کنید: کدام قسمت کنترل آن کسب و کار به تجارت خود می‌ارزد؟

این کنترل به مالک جدید اجازه می‌دهد به اشتراک مساعی و سود از طریق همکاری دست پیدا کند. اشتراک مساعی در این مبحث به این مفهوم است که دو کسب و کار کنار یکدیگر ارزش بیشتری پیدا می‌کنند تا

اینکه هر کدام به صورت موسسات مجزا کار کنند. اشتراک مساعی می تواند روی درآمد یا هزینه‌ها تمرکز داشته باشد. معمولا هم فقط تمرکز روی هزینه‌هاست که آن را تبدیل به نمونه‌های مختلف و نقل و انتقال معامله می‌کند. چون در این صورت کنترل، محاسبه و ردیابی آن به نسبت ساده‌تر است. به طریقی اشتراک مساعی می‌تواند دقیقا معکوس اساس مالکیت عمل کند و حداقل در تئوری باید اطمینان حاصل کرد که پیشنهادنده با بیشترین پتانسیل توانایی اشتراک مساعی می‌تواند در حراج بر بقیه رقابیش مسلط شود. به هر حال به دلایل متعدد که تا به حال هم در این کتاب درباره‌شان صحبت کرده‌ایم، غرور، اشتباهات استراتژیک، برنامه‌ریزی ضعیف، فشارهای خارجی و خیلی چیزهای دیگر باعث می‌شوند که روی کاغذ همه چیز خیلی امیدوارکننده‌تر به نظر برسد تا زمانی که قرار است به آن دست پیدا کنیم. ارزش سود ناشی از مشارکت در مالکیت همچنین کلیدی است که هر معامله‌ای را که بر مبنای سهام باشد برای سرمایه‌گذاران شیرین‌تر می‌کند.

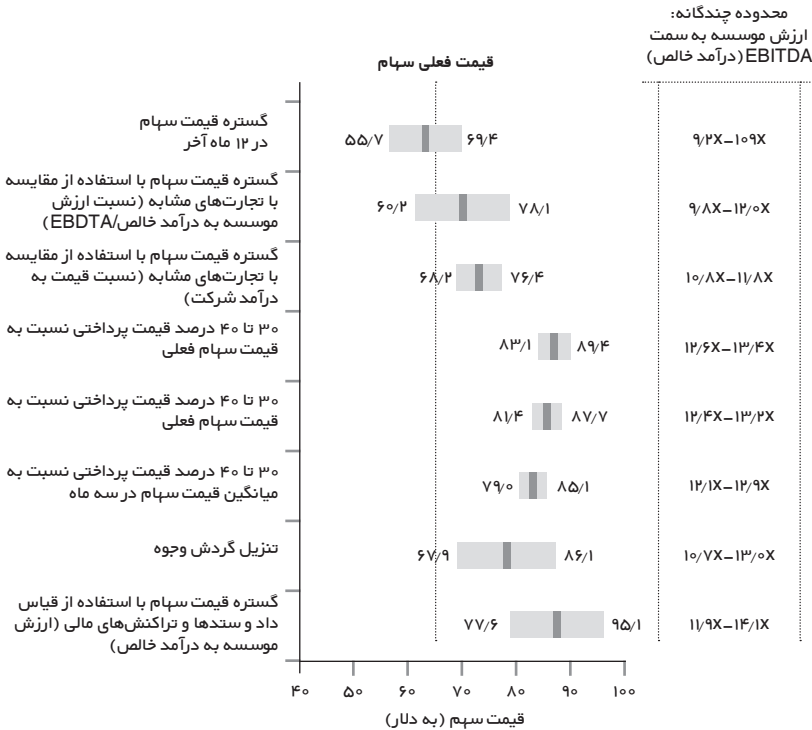
#### ۴) کاری که باید انجام بدهید: تحلیل‌های ارزش‌گذاری

در ارزش‌گذاری M&A هیچ‌وقت جواب دقیق و منحصر به فردی وجود ندارد. سناریوهای مختلف تحلیل می‌شوند و ارزش‌گذاری‌ها بر مبنای خروجی‌های متفاوت محتمل، که فاکتورهای ضروری هستند، محدوده‌شان گسترده می‌شود. با وجود تعداد زیادی داده‌های منطقی و ذهنی و موثر، خیلی ساده می‌توان گفت که چیزی به عنوان ارزش درست M&A وجود ندارد و همه ارزش‌گذاری‌ها باید مدنظر قرار بگیرند. این نکته خیلی خوب توسط قالب زمین فوتبال نشان داده شده که معمولا در هر کتاب راهنمایی برای معاملات و قراردادهای ارائه می‌شود (شکل ۴,۲ را ببینید).

اگر معامله مورد توافق قرار گرفت، قیمت توافقی احتمالا جایی میان پایین‌ترین و بالاترین محدوده است با یک نقطه دقیق که توسط فاکتورهای غیرمالی مثل قدرت مذاکرات مربوطه دو گروه، مشخص و معین می‌شود.



### شکل ۴/۲: زمین فوتبال ارزش‌گذاری



### ۵) این اعداد را کم کنید: هزینه‌ها

هزینه‌ها می‌توانند شامل موارد زیر شوند:

- هزینه‌های مشاوره-سرمایه بانکاران، حسابداران، وکلا، موسسات روابط عمومی، کارگزاران بورس و سهام، دستمزد مشاوران مربوط به بدهی‌ها و غیره (این ارقام می‌توانند تا ۵ درصد قیمت مذاکره شده برای معامله هم بالا برود).
- هزینه فرصت-آن کارهایی که شرکت ممکن است با زمان و منابع در اختیارش انجام دهد و اینکه اگر معامله هنوز انجام نشده آنها را در فاز پیش از اجرا صرف چه چیزهایی می‌کند. (این رقم سختی برای تخمین

زدن است اما نباید آن را به دلایل مختلف نادیده گرفت از جمله اینکه این می‌تواند در میان آیتم‌ها بالاترین رقم هزینه معامله فردی باشد).

— عدم هماهنگی در اشتراک مساعی-وقتی اتفاق می‌افتد که کمپانی تحت فشار قرار می‌گیرد تا به هزینه‌های مشخص اشتراک مساعی ناشی از اندازه و مقیاس در بازار دست پیدا کند. این امر بخصوص وقتی اهمیت پیدا می‌کند که خریدار انتظار داشته باشد به عنوان بخشی از معامله، شرکت دیگر بخش‌های بی‌بهره‌اش را منحل کند. این بی‌بهره بودن می‌تواند از لحاظ مالی باشد یا به دلیل نگرانی‌های رقابتی.

— هزینه‌های به هم پیوستن-این رقم می‌تواند تا ۱۵ درصد قیمت معامله افزایش پیدا کند، حتی اگر شرکت‌ها در طول چند سال از هم فاصله بگیرند.

— هزینه‌های سرمایه (پرداخت سود)-اگر نیاز به وام‌های کوتاه مدت باشد یا اگر میزان قرض برای خرید هدف افزایش پیدا کرده باشد.

روشن است که کل کسب و کار و صنعت و بسیاری از کتاب‌های قطور اقتصادی درباره شیوه‌های ارزش‌گذاری بحث کرده‌اند. اما علیرغم تکنیک‌هایشان و اینکه در ذات خیلی دقیق به نظر می‌رسند، خروجی همیشه باید با پایه‌های منطق و عقلانیت به چالش برخیزد. استفاده از روش‌های قیمت‌گذاری یک هنر است نه علم و در ادامه این فصل از کتاب این قضیه را توضیح خواهیم داد. فقط به این دلیل که روش ارزش‌گذاری پیچیده در نهایت نتیجه و عددی برای ارزش شرکت هدف بیرون می‌دهد، معنایش این نیست که عدد درستی در زمان محاسبه برای خریدار و در آن معامله بخصوص است.

داشتن یک پروسه رسمی برای اینکه درباره قیمت سهل‌الحصول تصمیم بگیریم، که در حقیقت با همه ارزش‌گذاری M&A سر و کار دارد و عدد دقیقی هم نیست و می‌تواند یک بازه گسترده را شامل شود، به صاحبان جدید کمک می‌کند تا نشانه‌های هشدار را تشخیص بدهند و آنها را ارزیابی کنند. این علائم خطر در مرحله‌ای خودشان را نشان می‌دهند که مذاکره با دشواری جلو می‌رود. این باید به مدیران اجرایی کمک کند که دلایل عینی بیشتری برای خرید هیات امنای شرکت داشته باشند و در عین حال

کمک می‌کند که ببینید چرا باید برای رسیدن به قیمت سهل‌الحصول تصمیم گرفت. در نهایت اگر نشانه‌ای از قیمت موردانتظار در حراجی داده شود، باید به پیشنهاد دهندگان بالقوه کمک کند که اگر این همان حراجی است که آنها باید در آن شرکت کنند، خیلی زود تصمیم‌شان را بگیرند.

البته قیمت سهل‌الحصول فقط شامل موقعیت خریدار می‌شود. و به همان اندازه هم نگاه سهامداران فروشنده به ارزش اهمیت دارد که هر دوی این‌ها در قیمت‌گذاری تعیین‌کننده هستند.

پنج پرسش هستند که روی بازار یا دیدگاه فروشنده در قیمت‌گذاری تاثیر می‌گذارند:

- (۱) عقلانی-چرا می‌خواهم یا باید بفروشم؟
- (۲) مفهومی-قیام چه چیزی برای فروش دارند؟
- (۳) کنترل-من یا سهامدارانم برای تغییر و واگذار کردن کنترل چه قیمتی را می‌پذیریم؟

(۴) رقابت-آیا می‌توانم پیشنهاد بهتری از سوی فرد دیگری داشته باشم؟

(۵) مالی-پیشنهاددهنده تا چه حد استطاعت مالی دارد و می‌تواند هزینه‌ها را بپردازد و آیا می‌تواند مبلغ بیشتری قرض کند؟

کارآمدترین خریداران روش‌های ارزش‌گذاری را در کنار فهرست معاملات زنده‌شان پیش می‌برند و غالباً در رسیدن به ارزش‌گذاری سخت‌گیرتر هستند: به این معنا که وقتی نوبت به مذاکره سر بالاترین و پایین‌ترین قیمت می‌رسد آنها باید از قبل نگاه خودشان را داشته باشند یا حداقل در مورد معامله‌ای که می‌خواهند در آن شرکت کنند خیلی گزیده‌کارتر هستند. پیشنهاد RBS برای AbN AMARO که منجر به ائتلاف و تشکیل کنسرسیوم شد، معامله عجولانه‌ای بود که به نظر می‌رسید برنامه‌ریزی برای ارزش‌گذاری و ارزیابی بایسته آن خیلی اندک صورت گرفته. این نمونه می‌تواند نقطه مقابل همان سخت‌گیری باشد که از آن حرف می‌زنیم. مدیران ارشد اجرایی که کارهای پایه‌ای و اساسی اولیه‌شان را درست انجام نداده‌اند بعدها خیلی سخت‌تر می‌توانند خودشان را بیرون بکشند چون در آن زمان آنها و تیم‌شان (از جمله اعضای هیات مدیره) تحت‌تاثیر دیگر

عوامل قرار خواهند گرفت. این‌ها شامل تعهدات و قیود احساسی معامله می‌شود: اغلب اوقات این تمایل وجود دارد که فرض بگیرند شرکت هدف پیروز خواهد شد و هزینه‌های اضافی مربوط به زمان و پول را که تا آن زمان در مرحله قرارداد سرمایه‌گذاری شده، به آن نسبت بدهند.

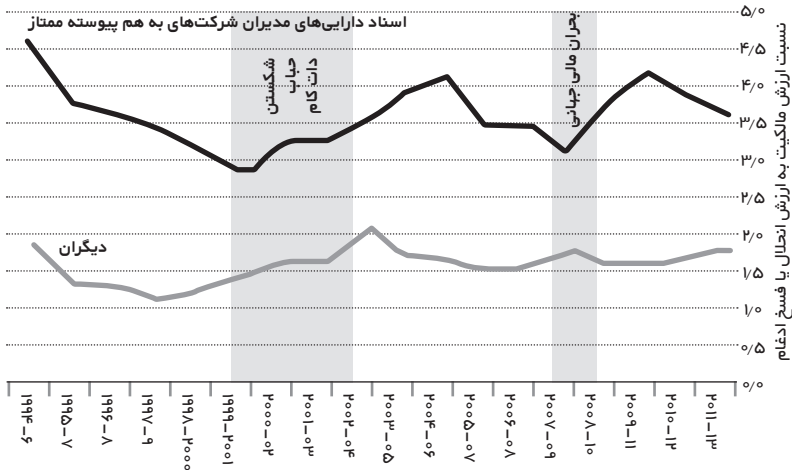
به دلیل این اطمینان بیش از حد، مدیرانی که مسئول معامله M&A شرکت‌هایشان هستند، و در معاملات قبلی‌شان هم سابقه موفق‌تری از خودشان به جا گذاشته‌اند، بیشتر تمایل دارند که با استراتژی‌های خطرناک‌تر و با ریسک بیشتر شروع به پیشبرد معامله کنند. این استراتژی‌ها می‌تواند شامل داد و ستدهای برون مرزی شود که نیازمند به تایید دستورالعمل‌های شرکتی در حوزه‌های قضایی متفاوت است یا به مالکیت‌های خصمانه علاقه نشان می‌دهند.

### اساتید معامله

علیرغم ادعای ما که قیمت بالا لزوماً به معنای معامله خطرناک و بی‌ثمر نیست، شواهدی است که معامله‌گران موفق در فهم قیمت زیرک هستند و در مورد زمان‌بندی بازار حتی بهتر هم عمل می‌کنند. در واقع وقتی بقیه دست و پایشان بسته است آنها بیشتر تمایل به حمله دارند. یعنی دقیقاً زمانی که هدف را می‌شود با قیمت خیلی کمتر خریداری کرد.

طبق تحقیقات جهانی که در سال ۲۰۱۵ توسط مدرسه بازرگانی کاس و IntraLink تحت عنوان اساتید معامله: قسمت دوم تنظیم شد بیشتر شرکت‌های موفق M&A، که میزان موفقیت‌شان هم با محاسبه قیمت تولید شده هر سهم بعد از مالکیت یا فسخ ادغام اندازه‌گیری شده، به طرز مشخصی نسبت ارزش معامله‌شان را در زمان‌هایی که بازار داغ است و ارزش شرکت‌ها به طرز وخیمی بالا رفته‌اند، نسبت انحلال به مالکیت را افزایش داده‌اند. به صورت مشابه وقتی بازار کمتر متورم است، آنها نسبت را به سمت مالکیت بیشتر برده‌اند تا بی‌بهره‌سازی یا انحلال بخش‌های بی‌فایده.

شکل ۳/۴: الگوی خرید و فروش معامله‌کنندگان موفق



در تجربه ما، فایده و بهره برای خریدار موفق علاوه بر چیزهایی که گفته شد شامل فرهنگ اشتراکی قوی و آماده‌سازی خوب هم می‌شود که از طریق هر دوی آنها ارزیابی بایسته کارآمد و اجرای سفت و سخت استراتژی معامله در طولانی مدت صورت می‌گیرد.

### دادن پول اضافه پایان جهان نیست

یکی از کمپانی‌هایی که نشان داد شانس دومی هم وجود دارد، Misys بود. یک تولیدکننده محتوای نرم‌افزاری که از یک شرکت سهامی عام نه چندان محبوب می‌آمد تا کنترل هدف را در داد و ستد یک موسسه سهامی خاص با قیمت بالاتر به دست بگیرد. صاحب شرکت، ویستا، جنگی را که میان پیشنهاددهندگان مختلف در گرفته بود، برد و Misys را به دست آورد اما پرداخت پول بیشتر به خاطر امتیازاتی که هدف داشت، مانعی برای ویستا نبود.

در سال ۲۰۱۲ شرکت Misys در فهرست شرکت‌های اوراق بهادار بورس لندن قرار گرفت. شرکت بیش از اندازه بدهی داشت و در بازار هم ضعیف ظاهر شده بود و سهامدارانش هم شورش کرده بودند. آن زمان شرکت مشتری محور درست مثل الان بیشتر شامل بانک‌های بین‌المللی بزرگ و موسسات مالی می‌شد که با بحران منطقه یورو دست و پنجه نرم می‌کردند و همین باعث شده بود تمایل‌شان برای سرمایه‌گذاری در بخش نرم‌افزار به میزان قابل توجهی کاهش پیدا کند.

به نظر می‌رسید بعد از گزارش Misys مبنی بر اینکه درآمدهایشان ۱۲ درصد سقوط کرده و به عدد ۸۹ میلیون پوند (۱۴۳ میلیون دلار) در سه چهارم سال ۲۰۱۲ رسیده است، همه چیز بدتر هم شد. سهامداران شرکت، سرمایه‌های صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های تامین اعتبار و بقیه فعالیت‌ها، اشتیاقی نداشتند که چند سال صبر کنند تا اوضاع بهتر شود، در نتیجه از فروش شرکت استقبال کردند. در اصل برایشان فرقی هم نمی‌کرد چه کسی آن را بخرد. هر کمپانی که می‌خواست آن را داشته باشد و حاضر بود برایش قیمت منطقی پرداخت کند، ضمن اینکه آنها خیلی هم حریص نبودند.

با سهام‌شان که قیمت هر سهم فقط ۲۶۰ پنس بود، سرمایه‌گذاران بخصوص رنجیده شدند که معامله فروش Misys به خریدار آمریکایی‌اش در سال ۲۰۱۱ با قیمت ۴۵۰ پنس برای هر سهم در این مدت انقدر افت کرده بود. به نظر می‌رسید که اگر آنها حالا مجبور شوند پیشنهاد برای همه سهام را از طرف تمنس<sup>۵</sup> رقیب تجاری سویسی‌شان قبول کنند، آن هم بدون هیچ‌گونه مبلغ اضافی برای هر سهم، که شرایط غیرمعمولی بود، درست مانند بیشتر پیشنهادهایی که به شرکت‌های هدف سهامی عام می‌شد شامل ۲۰ تا ۴۰ درصد کنترل فوق‌الذکر بود. به هر حال Misys و بانکداران سرمایه‌گذارش جویری مدیریت کردند که این جنگ برای پیشنهاد فروش به پیش برود.

CVC، یک موسسه سهامی خاص، و VALUE ACT بزرگترین سرمایه‌گذار

5. temenos

Misys، ۲۱٫۵ درصد شرکت را نگهداشتند و به نظر می‌رسید منتظر روزی هستند که بتوانند آن را هم با قیمت بالاتری بفروشند. اما آن یکی شرکت سهامی خاص که در آمریکا مستقر بود یعنی ویستا، مدیران غیراجرایی Misys را به طرف خودش کشاند و پیشنهاد شگفت‌انگیز ۳۵۰ پنس برای هر سهم را مطرح کرد که ۶ درصد اضافه بر قیمت سهام شرکت بود که طبعاً باعث شد پیشنهاد CVC افزایش پیدا کند.

ویستا، متخصص در امور تکنولوژی، ارزشگذاری Misys را با قیمتی بیش از ۱٫۲ میلیارد پوند (۲ میلیارد دلار) به پایان رساند. حتی با وجود آنکه درآمدش سراشیبی را طی می‌کرد. تحلیلگران قیمت ویستا را با عنوان «ضربه کامل» توصیف کردند و بسیاری از مفسران فکر کردند که موسسه سهامی خاص مبلغ هنگفتی پرداخت کرده تا این جنگ مزایده را به صورت ساختگی داغ کند. اما تا به حال که ویستا موفقیت بزرگی از Misys به دست آورده و آن را با یکی از شرکت‌های اوراق بهادارش به نام توراز<sup>۶</sup> ترکیب کرده است. توراز، کسب و کار سابق تامسون رویترز بود که نرم‌افزارها را برای مدیریت خزانه‌داری و تراکنش‌ها و داد و ستدهای مالی بازار سرمایه تامین می‌کرد. بعدتر با IND، یک شرکت تامین کننده نرم افزار بانکداری موبایل و CUSTOM CREDIT SOLUTIONS چفت شد که این دومی نرم‌افزارها را برای مدیریت مراحل برنامه‌ریزی و ام‌ها طراحی می‌کرد.

ویستا ندیم صیاد<sup>۷</sup>، از مدیران کارکشته شرکت اوراکل<sup>۸</sup> را که پیش از این هم با آنها همکاری کرده بود، وارد کار کرد. ندیم صیاد بخشی به لطف بهبود وضعیت مالی بازارهای اروپایی توانست چرخشی در Misys ایجاد کند. در پایان سال ۲۰۱۴، ویستا با مشاوران بانکی سرمایه‌گذاری‌اش قرار ملاقات ترتیب داد تا شرکت را برای مرحله دو مسیره جدیدی آماده کند. (انتخاب بین فروش یا IPO بود) و طبق آنچه اسکای نیوز گزارش داد بعد با گروه‌های مختلفی از جمله تماسک<sup>۹</sup>، حاکم مطلق سرمایه و ثروت در

6. turaz  
7. Nadeem Syad  
8. ORACLE  
9. Temasek

سنگاپور صحبت‌هایی داشتند.

چیزی که بیشتر از همه محتمل به نظر می‌رسد این است که ویستا پتانسیل‌های Misys را بهتر از هر کس دیگری درک کرده و می‌شناخت. در نتیجه توانایی و استطاعتش را به کار گرفت تا بیشتر از بقیه برایش پول بدهد (دادن پول اضافه آن هم جلوی چشمان همه رقبا) چون قادر بود از آن کسب و کار ارزش بیشتری استخراج کند. ویستا ارزیابی بایسته‌اش را انجام داده بود. چیزی که بعدها بازتابش را در ارزشگذاری معامله دیدیم و با وجود این تمایل داشت که قیمت بالاتری بپردازد.

عجیب نیست که در تحقیق مجله فوربز روی ۵۰۰ مدیر مالی که در ادغام‌های کمپانی‌هایشان شرکت داشتند، پرداخت اضافه در فهرست دلایل شکست‌شان، در سطوح پایین جدول قرار دارد. پرداخت اضافه، زیر فرهنگ‌های غیرقابل تطبیق، ناتوانی در مدیریت هدف و تضاد شدید سبک‌های مدیریتی به عنوان هفتمین دلیل در فهرست اشتباه بزرگ «شکست در توجه درست به مردم» به چشم می‌خورد. همان‌طور که در بخش استخراج معدن جهانی در سال ۲۰۰۷ اتفاق افتاد یا ماجرای سرمایه‌گذاران عربستان سعودی در حوزه کشاورزی در اوکراین. اگر چه در هر دوی این مثال‌ها در همان زمان شواهدی وجود داشت که احتمال تغییر شرایط بازار را نشان می‌داد.

### قیمت‌گذاری در خطر

شکست در جلو افتادن از اتفاقات قابل پیش‌بینی در نهایت شکست در بررسی استراتژی بنیادین است. با معامله زمین‌های کشاورزی اوکراین، قیمت‌گذاری ۴۸ درصد بالاتر از حد معمول برای قیمت هر سهم، آن هم پیش از حذف فاکتورهای هزینه‌بر، علیرغم اینکه میزان دریافتی شرکت هدف سقوط کرده بود، فقط می‌توان این‌طور توجیه کرد که سرمایه‌گذاران عربستان سعودی از اساس دیدگاه کاملاً متفاوتی حتی در بنیان‌ها داشتند (یا اینکه بگوییم افق دیدشان خیلی محدود بوده است). آنها مثل بقیه بازار معنای ریسک متناسب را نمی‌دانستند. نگاهی به آن منطقه نشان



می‌داد که تاریخچه طولانی مدتی در پشتیبانی روس‌ها از جدایی‌طلبان وجود دارد که از نظر قوم‌شناسی اساساً جزو اقوام روس در کشورهای زمان اتحادیه شوروی هستند. در نتیجه آنها باید در محاسبه ارزش‌گذاری‌شان خیلی بهتر از این‌ها در پیش‌بینی وقایعی که اتفاق افتاد، عمل می‌کردند.

گاهی اوقات اتفاقاتی که می‌توانند تأثیرات بزرگی روی مالکان داشته باشند قابل پیش‌بینی نیستند. (به آنها در اصطلاح اتفاقات «قوی سیاه»<sup>۱۰</sup> گفته می‌شود) اما به ندرت چنین اتفاقاتی بدون هیچ‌گونه هشدار رخ می‌دهند. مراحل توسعه یافته‌ای در مدیریت ریسک برای مشخص کردن سناریوهای ممکن (و نه لزوماً محتمل بودنشان) وجود دارد و محاسبه ارزش‌گذاری و قیمت‌گذاری برای یک معامله M&A باید در این سناریوها گذاشته و تست شوند.

نمونه معاملاتی که به صورت بالقوه با تغییرات قابل پیش‌بینی در تکنولوژی مواجه می‌شوند ادغام فوجیع AOL/TIME WARNER است. وقتی آنها در پیش‌بینی تغییر عظیمی که اینترنت پرسرعت می‌توانست در جهان سرگرمی ایجاد کند شکست خوردند. اگرچه نشانه‌های روشنی در زمان ادغام وجود داشت که همه چیز به این سمت خواهد رفت. تعدادی از تحلیلگران مشهور در آن زمان می‌گفتند که نمی‌توانند معنای این قرارداد را بفهمند. تام ولزین<sup>۱۱</sup>، تحلیل‌گر سهام در استانفورد سی. برنستاین مدت کوتاهی بعد از آنکه مفاد این قرارداد اعلام شد به نیویورک تایمز گفت: «زمان واقعا دشواری است وقتی مجرای تنفسی که روز به روز بزرگتر می‌شود تنگ شده و نفس کشیدن را سخت می‌کند.» و درک نه AOL و نه TIME WARNER هیچ کدام آسان نبود چون AOL که درآمدش از وجوه اشتراک، آگهی‌ها و پیام‌های بازرگانی اینترنت بود در حالی که TIME WARNER پنج بخش مجزا داشت که هر کدام از آنها چرخه تجاری مخصوص خودشان را داشتند.

تأثیرات اصلاحات دستورالعمل‌ها هم جزو چیزهایی است که باید در

10. BLACK SWAN

11. Tom WOLZIEN

پیش‌بینی‌ها مد نظر قرار داد. برای نمونه، دستورالعمل‌های مالی که بیمه اعتباری را ممنوع کرده‌اند یا دستورالعمل‌های پزشکی که شرکت‌های دارویی را از ساخت یک سری داروهای بخصوص منع می‌کنند، جزو ریسک‌های قابل پیش‌بینی محسوب می‌شوند. به هر حال نقاط کور اندکی هستند که به آشکاری آن نمونه‌ای که میان مدیران اجرایی در صنعت حفاری و استخراج در سال ۲۰۰۷ پیش آمد، وجود دارند.

با جهانی که با سرعت هر چه تمام‌تر به سمت منحنی صعودی اقتصادی جهش یافته بود، سال‌هایی که منتهی به سقوط مالی ۲۰۰۸ شدند برای بیشتر کالاهای مصرفی، سال‌های خوبی به حساب می‌آمدند. نه تنها آمریکا و اروپا شکوفا شدند که کشورهای BRIC<sup>۱۳</sup> هم با سرعت هر چه تمام‌تر به این گروه پیوستند. چین و هند با سرعتی شروع به شهرسازی کردند که هیچ جای دیگری در جهان به گرد پایشان هم نمی‌رسید و قیمت کالاهای مصرفی هم در حالی که آنها با خریداران آمریکای لاتین بر سر معادن کانی آهن و آلومینیوم دعوا داشتند، روند صعودی پیدا کرد.

شکوفایی بازارهای نوظهور شرکت‌های حفاری بزرگ، از جمله تام آلبانیز مدیر اجرایی ریو تینتو<sup>۱۴</sup> را متقاعد کرد که این صنعت وارد یک چرخه جدید پایان‌ناپذیر شگفت‌انگیز شده است. جایی که هیچ‌وقت، هیچ نقطه فرودی برایش وجود ندارد.

این زره شکست‌ناپذیری به بزرگترین رقبای آلبانیز و ریو تینتو، BHP BILLITON و گلن کور<sup>۱۴</sup> و Xstrata این اعتماد به نفس را داد که با خیال خوش سراغ سرخوشی کردن بروند. عبارت چرخه پایان‌ناپذیر سال ۲۰۰۹ هم مورد استفاده قرار گرفت وقتی بانک‌های آمریکایی و اروپای غربی برای خروج اضطراری مالیات دهندگان‌شان التماس می‌کردند. اما آلبانیز این واقعیت جدید را تشخیص نداد، اینکه نیاز برای آلومینیوم و آهن کاهش یافته چون تولید ماشین، ماشین‌آلات سنگین و کارهای ساختمانی روندشان

۱۲. برزیل، روسیه، هند و چین

13. RIO TINTO

14. GLENORE

تا سال ۲۰۱۳ کند شده بود. یعنی همان سالی که به دلیل آگاهی از افت ۳۸ میلیارد دلاری او را از مقامش برکنار کردند.

آلبانیز سال ۲۰۰۷ به ریو پیوسته بود. وقتی چرخه مصرف در اوج خودش بود و قیمت آلومینیوم در بالاترین سطح ۲۰ سال اخیر ایستاده بود. در همان زمان بزرگترین تولیدکننده آلومینیوم جهان، آلکان، تقاضای محافظت کرد چون یک پیشنهاد دهنده ناخواسته پیدا کرده بود. کمپانی آلبانیز هم توسط پیشنهاددهنده غیردوستانه خودش یعنی BHP BILLITON دائم تعقیب می‌شد. آنها قرارداد را به مبلغ ۳۸,۱ میلیارد دلار نهایی کردند یعنی ۶۵ درصد بیشتر از قیمت سهم خالص آلکان. آلبانیز ادعا کرده بود: «ما چرا قرار گرفتن در مکان درست در زمان درست است.»

مدیر اجرایی سابق آلکان، دیک ایوانز، این ماجرا را به گونه متفاوتی توصیف کرد. او در گفت‌وگو با وال‌استریت ژورنال در سال ۲۰۱۳ با استفاده از افق دیدی که داشت گفت: «این یکی از بدترین تصمیم‌هایی بود که می‌شد گرفت. یکی از بزرگترین اشتباهاتی که بزرگترین معاملات فلزها و استخراج معادن در تاریخ جهان به خود دیده بود در حالی که چرخه کالای مصرفی در نقطه اوج خودش بود.»

خرید آلکان به ریو تینتو کمک کرد که آن نزدیکی غیردوستانه BHP BILLITON را برای مدتی دفع کند. اگر چه در آن زمان رقیبش به صورت رسمی اعلام کرده بود که از تاریخ نوامبر ۲۰۰۸ دیگر تمایلی به تعقیب این شرکت ندارد و دو ماه بعد از سقوط برادران لیمان<sup>۱۵</sup> برای BHP BILLITON سخت بود که بخواهد برای معامله پول قرض کند. رگولاتورها همچنین تهدید کرده بودند که در ماه‌هایی که بوروکراسی زائد در جریان است معامله را فسخ می‌کنند.

در اثباتی که معامله آلکان انجام می‌شد، برای ریو تینتو بدهی بزرگی به جا ماند آن هم درست در زمانی که دنیا در سرایشی یک بحران مالی بود: در عرض یک شب بدهی خالص شرکت تا رقم ۴۶,۳ میلیون دلار افزایش پیدا کرد یا در اصل ۹۴,۵ درصد رقم بازگشتی، از ۲,۴ میلیارد دلار.

15. Lehman Brothers

ریو تینتو تنها شرکت استخراجی نبود که روی نقدینگی حاصل از شکوفایی کالاهای مصرفی حرص و طمع نشان داد. شرکت برزیلی ویل<sup>۱۶</sup> در سال ۲۰۰۶ با رقمی معادل ۱۸ میلیارد دلار Inco را خرید و شرکت آمریکایی کوپر مک‌موران فری پورت و گولد و شرکا<sup>۱۷</sup> به مبلغ ۲۳ میلیارد دلار شرکت فلپس داج<sup>۱۸</sup> را خرید. طبق گزارش سیتی‌بانک در سال ۲۰۱۵، بزرگترین گروه‌های استخراج معدن جهان در معاملات M&A که از سال ۲۰۰۷ اجرایی شده بود، چیزی حدود ۹۰ درصد ارزش آنها نزول کرد. بانک محاسبه کرده بود که روی هم رفته شرکت‌های استخراج معدن در آن هفت سال دارایی‌های به ارزش ۸۵ میلیارد دلار جمع کرده بودند، که نماینده ۱۸ درصد از میانگین پایه دارایی‌هایشان بود و در نهایت به همه آنها خسارت زدند. بیشتر آنها وقتی تحت تاثیر قرار گرفتند که ریو تینتو، ۳۴ درصد سرمایه پایه‌اش را از دست داد و شرکت آمریکایی-انگلیسی با ۲۳ درصد سرمایه پایه‌اش دچار اخلاص شد.

ریو تینتو بزرگترین معامله را در بدترین زمان ممکن انجام داد. یکی از آژانس‌های بزرگ اعتبارسنجی به نام فیچ گفته بود که این نگرانی وجود داشت که ممکن است نیاز پیدا کنند نرخ اعتبار کمپانی را پایین بیاورند. ریو تینتو مجبور شد برای نجات مسائل مربوط به حق و حقوق کلاهش را جلوی سهامدارانش از سر بردارد و ابراز شرمندگی کند. و بعد تلاش کردند که آنچه را از دارایی‌ها مانده بود به ساده‌ترین شکل ممکن بفروشند آن هم در زمانی که برای هر چیز خریدار کمی وجود داشت و بدتر اینکه تعداد کسانی که استطاعت خرید داشتند هم کمتر از این‌ها بود.

همان‌طور که اقتصاد به تدریج رشد کرد، ریو تینتو هم تنش‌هایش را پشت سر گذاشت و امیدوار شد که قیمت آلومینیوم دوباره رشد کند. اما دست چین را نخوانده بود و رشد تولید داخلی آلومینیوم این کشور را دست کم گرفته بود و از طرف دیگر تقاضا را در زمینه فلزات زیادی دست بالا ارزیابی می‌کرد که به خاطر سقوط در فروش ماشین‌های جدید در حقیقت در حالت اضطرار قرار داشت. کمپانی تنزل بهای سهامش را به تعویق

16. VALE

17. Freeport-McMoRan Copper & Gold Inc

18. Phelps Dodge

انداخت و در سال ۲۰۰۹ در قبال خرید آلکان فقط ۱ میلیارد دلار دریافت کرد. اما وقتی امیدهایش برای رسیدن به سود ناامید شد مجبور شد ۱۴ میلیارد دلار بهای اسمی سهام را در دو قرارداد تنزل بدهد: هم در معامله با آلکان و هم ۳٫۹ میلیارد دلار تنزل در مالکیت معدن زغال سنگ موزامبیک که شخصا توسط آلبانیز در سال ۲۰۱۱ خریداری شده بود.

در این برهه جایگاه آلبانیز دیگر قابل دفاع و مذاکره نبود. او در سخنرانی خداحافظی‌اش در ژانویه ۲۰۱۳ گفت: «در حالی که من این کسب و کار را به شکلی خوب و در کمال احترام ترک می‌کنم، کاملاً متوجه شده‌ام که مسئولیت جوابگویی به همه جنبه‌های کار، همیشه یکی از وظایف مدیر ارشد اجرایی باقی می‌ماند.»

### ارزشیابی چیزهای غیر ملموس

همان‌طور که خطاهای استراتژیک در قضاوت خریداران را به سمت ریسک قیمت‌گذاری اشتباه می‌برد، طبقه‌بندی هم برای اشتباهات قیمت‌گذاری «واقعی» وجود دارد. جایی که خریدار ارزشی را به دارایی شرکت هدف الصاق می‌کند اما ارزش را زیادی یا کم در نظر گرفته یا حتی در حالت نگران‌کننده‌تری اصلاً دارایی را درست تشخیص نداده است.

تصور چنین چیزی علیرغم اینکه ارزش در بیشتر کسب و کارها این روزها از منابع ناملموس ناشی می‌شود، کار دشواری است. چیزهایی که در بیانیه‌های مالی نه مشخص می‌شوند و نه مورد بازرسی قرار می‌گیرند. فقط در تراکنش‌های مالی و داد و ستدهای M&A است که این نکات خودشان را در کتاب‌ها نشان می‌دهند. حتی تخصیص قیمت خرید در موقعیت معامله هم، ارزش را به آن چیزهای ناملموسی نسبت می‌دهد که شناسایی هویت‌شان آسان است، از جمله حقوق IP‌های ثبت شده<sup>۱۹</sup>. اما بعد بیشترین

۱۹. Intangible property - حقوق یا مالکیت فکری/به حقوقی گفته می‌شود که به صاحبان آن حق بهره‌وری از فعالیت‌های فکری و ابتکاری انسان را می‌دهد و ارزش اقتصادی و قابلیت دادوستد دارد ولی موضوع آن شیء معین مادی نیست. حقوق پدیدآورندگان آثار ادبی یا هنری یا مالکیت ادبی و هنری معروف به حق مؤلف یا حق تکثیر، حق اختراع، حقوق بر مشتری مانند سرقتی حق تاجران و صنعتگران نسبت به نام، علائم تجارتي و صنعتی و اسرار تجاری معروف به مالکیت تجارتي و صنعتی از انواع مالکیت‌های فکری است

قسمت ارزش‌گذاری را در یک کلمه جمع می‌کند: اعتبار. به دلایلی که باید روشن شوند، ما مرگ اعتبار را، حداقل در معنای عدد و رقم و حساب و کتاب، پیش‌بینی می‌کنیم.

در دنیایی که توسط تکنولوژی افسارگسیخته جلو می‌رود و همین تکنولوژی هم بر آن حکم‌فرماست ارزیابی محتاطانه از ارزش واقعی و دارایی‌هایی که کمتر یا بیشتر قابل شناسایی هستند و IP‌های ناملموس مسئله‌ای است که در M&A اهمیتش روز به روز افزایش پیدا می‌کند. با مدیریت نادرست در یک داد و ستد، IP می‌تواند تبدیل به باتلاقی شود که روی هر معامله M&A تاثیر معکوس بگذارد. مثل وقتی که فولکس‌واگن، رولزرویس را خرید و بعد از مالکیت آن متوجه شد که حقوق استفاده از نام لوکس این برند تولید ماشین را نخریده است (فصل سوم را بخوانید). اشتباه فولکس‌واگن محدود به خودش نیست: به شیوه مشابه شرکت معروف eBay به مبلغ ۳,۲ میلیارد دلار اسکایپ را خرید و به نظر میرسید که متوجه نشده هسته اصلی تکنولوژی اسکایپ تحت لیسانس موسسه‌ای است که خارج از خود اسکایپ و این معامله قرار دارد و بعد از خرید هم این رابطه منقضی می‌شود.

در گذشته، ارزیابی IP محدود به کلمات سیاه و درشت تایپی<sup>۲۰</sup> بود که حقوق IP‌شان را ثبت کرده بودند. به این معنا که شامل طراحی‌ها و الگوها (که بخصوص در صنعت بیوتکنولوژی، داروسازی و هر چیز دیگری که مربوط به سیستم زندگی می‌شود، اهمیت پیدا می‌کردند)، علائم تجاری، حقوق طراحی، اسم دامنه‌ها و قوانین کپی رایت می‌شد.

به همین دلیل، ارزیابی بایسته IP به صورت سنتی توسط موسسات حقوقی انجام می‌گرفت. در طول فاز ارزیابی بایسته، آنها روی IP تمرکز می‌کردند که به آسانی می‌توانست دیده شود و در نتیجه خیلی مرسوم بررسی می‌شد. شیوه ارزیابی هم از این قرار بود:

— اطمینان پیدا کردن از اینکه هدف صاحب یک IP ثبت شده است یا حقوق استفاده از آن را دارد شامل بخشی از معامله بود. (در فروش

20. BLACK-LETTER

دارایی‌ها) یا شرکت هدف صاحب آن است (در فروش سهام) و مشخص کردن و عدد و رقمی که این IP با آن ثبت شده بود.

— تاثیر تغییر کنترل روی این IP ثبت شده باید بررسی می‌شد.

— این مساله باید احراز می‌شد که آیا هیچ چالش قانونی معوقی سر راه این IP ثبت شده در شرکت هدف هست یا نقض حقوق IP ثبت شده توسط شرکت هدف که به هر حال نتیجه هر دو مورد ریسک زیاد بود.

— ضمانت‌های زمان مذاکره از طرف خریدار برای اینکه موارد بالا را تایید کند. گاهی اوقات اصلا این کار به جای ارزیابی بایسته انجام می‌شد نه اینکه علاوه بر آن صورت بگیرد.

خریدار و مشاورانش در جست‌وجوی ارزش دارایی‌های به دست آمده‌شان هستند و ارزش را بین دارایی‌های حاصل شده ملموس و غیرملموس تقسیم می‌کنند.

ارزش‌گذاری IP معمولا بعد از فروش با استفاده از یکی از سه روش اصلی زیر حاصل می‌شود:

**هزینه:** اینکه جایگزین کردن دارایی IP مبتنی بر شمایی که می‌خواهیم از آن الگو بگیریم<sup>۲۱</sup> چقدر هزینه دارد؟ چالشی که اینجا وجود دارد این است که معیار و مینا و سنگ محک همیشه در دسترس نیست و حتی جایی که خریدار یا مشاور، به آنها اشاره می‌کنند در مراحل جلوتر ارزیابی بایسته، دارایی‌های IP غالبا هر کدام به روشی منحصر به فرد هستند. به همین دلیل سخت است که یک الگو یا معیار داشته باشیم تا با آن قیاس انجام بدهیم و ارزش IP را بسنجیم.

**بازار:** خرید یک دارایی مشابه چقدر هزینه در پی خواهد داشت؟ مشابه با مسئله در دسترس بودن الگوها، یکتا بودن دارایی‌های IP و معاملات منحصر به فرد M&A می‌تواند تشخیص یک الگوی مشابه و تعیین ارزش آن را به کاری دشوار بدل کند.

**درآمد:** وقتی صاحب اموال و دارایی‌ها می‌شوید در همان بدو امر تا چه حد برایتان درآمدزایی دارد؟ این محاسبه می‌تواند بر مبنای هزینه‌های

21. BENCHMARK

متفاوت گرفتن جواز IP از گروه سوم باشد یا بر طبق تخمینی از بهره‌های اضافه که توسط تجارت هدف تولید می‌شود، به دست بیاید. این بهره‌های اضافه را باید با بهره ناشی از کسب و کارهای بدون IP مقایسه کنید. این تخمین درآمد بعدتر می‌تواند برایتان مسیر بین ۵ تا ۱۰ سال آینده را با استفاده از تکنیک‌های محاسبه ارزش خالص کنونی، روشن کند. و برای مشخص کردن ارزش فعلی برای جریان درآمد، مدل‌سازی شود.

به هر حال در سال‌های اخیر، توافقی وجود داشته که در چیزهای غیرملموس ارزش مشخصی وجود دارد که می‌تواند ورای سوژه ارزیابی بایسته IP قانونی گسترش پیدا کند.

اندرو واتسون، رییس استراتژی IP در EY، موسسه خدمات حرفه‌ای و حسابداری بین‌المللی می‌گوید:

چالش‌های اصلی با دارایی‌های غیرملموس و IP این است که از هیچ ذره‌بین ثابتی برای ارزیابی آنها نمی‌شود استفاده کرد در حالی که این دارایی‌های غیرملموس مهم‌ترین منابع ارزشی هستند اما هیچ زبان مشترکی برای حرف زدن درباره آنها وجود ندارد. بیشتر مرسوم است که بعد از کسر ارزش دارایی‌های عینی شرکت هدف از قیمت خرید، آن را کشف کنیم. چیزی حدود ۹۵ درصد ارزش مربوط به دارایی‌های غیرملموس است. ارزش حقوق IP ثبت شده را با استفاده از روش‌های گوناگون مثل معافیت از حق امتیاز دربیابورید و هنوز هم مقدار عظیمی از این ارزش‌گذاری باقی‌مانده که معمولاً به «اعتبار» اختصاص داده می‌شود. اگر خریداری قدر همه دارایی‌هایی را که تصاحب کرده نماند و برایشان کوشش قانونی به خرج ندهد، در واقع نمی‌تواند آن دارایی‌ها را مشخص و ارزیابی کند و در این صورت خطر جدی اختلال در اعتبار وجود دارد.

داخل این عنصر اعتبار، دارایی‌های زیادی در اشکال و اندازه‌های گوناگون وجود دارد. افراد اجرایی و کارکنان یک شرکت، مخزن اصلی ارزش‌های غیرملموس هستند. ارزشمندترین دارایی بیشتر کمپانی‌ها دانشی



است که می‌گویند چه کاری باید انجام دهید و در واقع چه کاری نباید انجام شود (حقی که آن را به عنوان فوت و فن منفی می‌شناسند) و از یک طرف درباره اینکه چطور یک محصول تولید شود یا چطور آن را به بازار عرضه کنیم، اظهار نظر فنی می‌کند و از طرف دیگر ارتباطات با تامین‌کننده را ایجاد می‌کند. این دانش نمونه‌ای از چیزی است که درباره دارایی غیرملموس گفتیم. چنین دانشی به ندرت می‌تواند توسط حقوق IP قانونی رسمی مثل الگوها و طراحی‌ها یا محافظت از برند تجاری تایید شود. در واقع فکر درست در طول استراتژی IP عامدانه تصمیم می‌گیرد که برای محافظت ثبت شده از این دارایی‌ها کاری انجام ندهد.

استثنای اصلی این قانون که ارزشمندترین دارایی در حقوق IP ثبت نشده است، در بخش علوم زیستی به چشم می‌خورد. در داروسازی، بیشترین ارزش غیرملموس در فرمول‌هاست. که رقیب را برای ۲۰ سال از استفاده از اختراع مشابهی محروم می‌کند و این حق را به شرکت می‌دهد تا فرمول را برای خودش نگهدارد. درست در انتهای عمر یک فرمول، دیگران می‌توانند از آن استفاده کنند که در آن نقطه ۸۰ درصد از درآمدهای ناشی از آن در عرض دو هفته ناپدید می‌شوند و دیگر هیچ‌وقت بر نمی‌گردند. به هر حال حتی در این بخش هم دارایی‌های غیرملموس ارزشمند دیگری وجود دارند مثل اظهار نظر فنی کردن در اجابت تایید دستورالعمل‌ها و همکاری‌های R & D. (تحقیق و توسعه).

از لحاظ سه اشتباه بزرگ معامله کردن، خطاهای ارزشگذاری غالباً در اشتباهات مربوط به آدم‌ها خلاصه می‌شوند. اگر کارکنان و مقامات اجرایی کلیدهای ارزش غیرملموس را نگهدارند که شامل حقوق IP است که به صورت رسمی تایید نشده، خریدار باید راه‌هایی درون ساختار داد و ستد پیدا کند که هم قفل‌ها را بگشاید و هم بتواند آن ارزش را انتقال دهد و هم صاحبان سهام را برای ماندن تشویق کند. خریداران باید محتاط باشند و اطمینان حاصل کنند جایی که آنها فکر می‌کنند هیچ ارزشی در تیم مدیریتی متصدی امور نمی‌بینند، ارزش غیرملموس کمپانی جای دیگری در شرکت واقع شده است. به عنوان مثال شاید در مدیران پایین رده یا

گروهی از کارکنان مثل بچه‌های تیم تحقیق و توسعه (R&D) یا تیم‌های بازاریابی باشد. اول از همه کلید کار این است که پایه و اساس داریابی را مشخص و محاسبه کنید. اینکه چطور در بستر داد و ستد با این ماجرا دست و پنجه نرم کنید بستگی به طبیعت آن سرمایه بخصوص دارد.

حتی وقتی یک خریدار روی تیم مدیریتی ارشد ارزشگذاری می‌کند، غالباً ممکن است به اندازه کافی در کارش موفق نشد که بتواند آنها را متقاعد کند بعد از انجام معامله و در مرحله تکمیل و اجرا در آن تجارت باقی بماند. یکی از نمونه‌ها مالکیت HP روی اوتونومی در سال ۲۰۱۱ است (بخش معرفی را بخوانید). با ۱۱ میلیارد دلار یا ۲۴ برابر درآمد خالص<sup>۲۲</sup> (EBIDT) ارزشگذاری HP روی اوتونومی با هر تعریف و مفهومی بیش از اندازه بود. در زمان این خرید به صورت گسترده باور همگان بر این بود که HP شرکت اوتونومی را نه فقط برای نرم‌افزارهایش که همچنین برای تیم مدیریتی پویایش می‌خواهد که توسط موسس شرکت یعنی مایک لینچ و تعدادی از پیشگامان تکنولوژی هدایت می‌شدند. تمایل برای نگهداشتن مدیریت پشت سکان هدایت شرکت به باور همه دلیل اصلی تمایل HP برای پرداخت قیمت کامل و بی‌کم و کاست بود.

این فرضیه معنا پیدا می‌کند چون لینچ و سایر اعضای تیم مدیران ارشد اوتونومی مخزن اصلی ارزش غیرملموس شرکت و در نتیجه ارزش کلی آن بودند. به طرز آشکاری روشن بود و از لحاظ استراتژی IP هم منطقی به نظر می‌رسید که تکنولوژی جست‌وجوی IDOL اوتونومی نه فقط توسط طراحی‌ها که با اسرار تجاری هم محافظت بشود. (چرا کسی باید الگویی طراحی کند و سپس این تکنولوژی جست‌وجو را به صورت آشکار در دسترس عموم قرار بدهد وقتی حتی گروه سوم نمی‌تواند متوجه نقض یا تخلفی در قانون بشود؟) به نظر می‌رسد وقتی HP اریابی IP را هدایت می‌کرد فقط الگوها و طراحی‌های اوتونومی و حقوق ثبت‌شده‌اش را تحلیل کرده بود. اما با رشد فزاینده تعداد کسب و کارهای تکنولوژی ارزش IP اوتونومی فقط در الگوهای طراحی‌هایش نبود، بلکه در الگوهای تجاری‌اش

۲۲. درآمد پیش از کسر سود، مالیات، استهلاک و بدهی

هم بود که به نظر می‌رسد چیزی حدود ۶۰۰ الگوی تجارتی هم داشت و چه کسی به الگوهای تجارتی شرکت دسترسی دارد؟ البته که تیم مدیریتی ارشد.

## ارزیابی بایسته IP

تیم‌های متخصص در موسسات مشاوره روند وقایع را مشخص کرده‌اند و شروع کردند تا این شکاف‌های موجود در مسیر را پر کنند. به جای اینکه ارزیابی بایسته موسسات حقوقی سنتی را جایگزین کنند، این مشاوران کنار و کلا کار کردند و با هم ارزیابی بایسته با کیفیتی را روی IP و دارایی‌های غیرملموس انجام دادند تا از ارزیابی بایسته قانونی پشتیبانی کنند. اندرو واتسون از EY که پیش از این به عنوان وکیل در معاملات M&A کار کرده بود چیزی را خلق کرد که خودش اسمش را گذاشته بود: «رده‌بندی جهانی غیرملموس‌ها». این رده‌بندی قرار بود به خریداران کمک کند تا همه دارایی‌های غیرملموس را تشخیص بدهند و بعد با استفاده از روش‌شناسی مشارکتی، تعیین کنند که مهم‌ترین چیزها در پیشبرد ارزش‌ها کدامست.

این تحلیل، تمرینات موردنیاز ارزشگذاری را تغذیه می‌کرد. واتسون می‌گوید:

«ما یک ذره‌بین روی یک تجارت گذاشتیم تا ببینیم که چه چیزهایی واقعا منابع ارزشمندی هستند. به جز علم زیست‌شناسی بیشتر شرکت‌ها می‌توانند الگوهای طراحی‌شان را از دست بدهند و این ممکن است تفاوت کمی در موفقیت‌شان ایجاد کند. ما نیاز داریم بیرون از این حقوق ثبت شده را ببینیم. و برای این کار باید از ذره‌بین‌های جدیدی استفاده کنیم تا آن مورد ارزشمند را کشف کنیم. اغلب اوقات این می‌تواند تیمی از مردانی در کت‌های سفید باشد (به صورت تحت‌اللفظی) که به شدت مورد احترام هستند و توانایی طراحی محصولات را دارند تا با نیازمندی‌های نقشه راه محصولات آینده هم آشنا شوند.»

سیستم با داده‌هایی که در مجموع از ۳۰۰ پروژه گردآوری شده بودند ایجاد شد جایی که ارزش بازرگانی IP محاسبه شده بود. واتسون و تیمش آن را تبدیل به یک سیستم الگو (بنچمارک) برای ارزش‌های غیرملموس کردند و داده مرکزی با یک ضریب ثابت افزایش پیدا می‌کرد. همان‌طور که واتسون می‌گوید:

«این دنیای جدید مبارزه طلبانه است.»

یک مثال دیگر در این مورد مایکروسافت است شرکتی که جهان محاسبات را با نرم‌افزار ویندوز تغییر داد. مایکروسافت در بازار M&A دوران خوشی نداشت. پیش از پیشنهاد ۲۶,۲ میلیارد دلاری‌اش در میانه سال ۲۰۱۶ برای لینکدین<sup>۲۳</sup> که یکی از بزرگترین معاملات مایکروسافت به شمار می‌رفت، و از لحاظ تعداد آدم‌های درگیر و کارخانه‌ها بزرگترین‌شان بود، مالکیت بخش گوشی‌های همراه شرکت نوکیا، کمپانی موبایل مستقر در فنلاند را برعهده داشت. یکی دیگر از شرکت‌هایی که زمانی جزو غول‌های بزرگ تکنولوژی محسوب می‌شد و بعد از مدتی سرنگون شد.

سال ۲۰۱۳ استیو بالمر، همان مدیر ارشد اجرایی که در معامله با YAHOO! تعلق به خرج داده بود، تصمیم گرفت که مایکروسافت باید وارد تجارت تلفن همراه هم بشود. تجارتي که به سرعت داشت تبدیل به اصلی‌ترین تکنولوژی می‌شد که مردم برای دسترسی به اینترنت از آن استفاده می‌کردند. قرارداد برای خرید کسب و کار گوشی‌های همراه نوکیا به مبلغ ۷,۹ میلیارد دلار آوریل سال ۲۰۱۴ بسته شد. اما فقط ۱۵ ماه بعد جانشین بالمر، ساتیا نادلا اعلام کرد که دارایی‌های نوکیا ۷,۶ میلیارد دلار تنزل قیمت داشته و ۷۸۰۰ نفر از کارکنان شرکت را تعدیل کرده‌اند. این یعنی ۷,۳ میلیارد دلار فقط در عرض یک سال از دفتر شرکت خط خورد.

در سال‌هایی که منتهی به انجام معامله شد، نوکیا و مایکروسافت هر دو قربانی بودند، یکی با شدت بیشتر و یکی با شدت کمتر. هر دو از غول‌های بزرگ تکنولوژی یعنی اپل و گوگل که بر همه شرکت‌های تکنولوژی دیگر فائق آمده بودند، شکست خوردند. نوکیا محکم‌تر زمین

---

23. LinkedIn

خورد. با کسب و کاری که میان آیفون‌های اپل و رقبایی که از سیستم عامل اندروید گوگل روی گوشی‌هایشان استفاده می‌کردند، له شده بود. این شرکت فنلاندی وقتی با یک قرارداد به مایکروسافت چسبید تا از سیستم عامل ویندوز آن، که زمانی نرم‌افزار حاکم بود، روی دستگاه‌های تلفن همراهش استفاده کند، پولش را از دست داد. مایکروسافت به لطف نرم‌افزار کامپیوتری ویندوز کارش را بهتر از نوکیا انجام داد. اگر چه در زمینه کامپیوترهای خانگی زمین بازی را به اپل واگذار کرد اما توانست خودش را در کسب و کار نگهدارد. اما مایکروسافت دید که در طولانی مدت آینده‌اش با افزایش درخواست‌های مشتریان برای انطباق و هماهنگی اطلاعات روی همه دستگاه‌هایشان، در معرض خطر است. شرکت می‌دانست که مردم می‌خواهند قادر باشند که ایمیل‌شان را روی لپ‌تاپ‌شان باز کنند و بعد روی تلفن همراهشان کارهای مربوط به پست الکترونیکی‌شان را انجام دهند و مایکروسافت فقط در صورتی می‌توانست در این بازی باقی بماند که مردم گوشی‌های مبتنی بر نرم‌افزارهای ویندوز را خریداری کنند.

با بالا گرفتن شایعات مبنی بر اینکه نوکیا می‌خواهد به نفع سیستم عامل اندروید توسعه یافته گوگل که استفاده گسترده‌تری از آن می‌شود، ویندوز را کنار بزند، بالمر مالکیت خود را روی نوکیا اعلام کرد. مشکل اینجا بود که در زمانی که او تصمیمش را گرفت، کشتی مایکروسافت داشت مسیر خودش را به خوبی طی می‌کرد و وضعیت شرکت روبه‌راه بود. مصرف‌کننده‌های کمی گوشی‌های مبتنی بر ویندوز می‌خواستند، فقط ۳ درصد از موبایل‌های جهان از این سیستم عامل استفاده می‌کردند. مایکروسافت کاملاً درباره ارزش تجارت گوشی‌های همراه نوکیا و تاثیرش روی امپراطوری خودش دچار سوءتفاهم شد و چیزی را خرید که تقریباً هیچ ارزشی نداشت.

این مالکیت برای هر دو طرف خبر بدی بود. مایکروسافت گفت که روی مشتری‌های تجارت مرکزی‌اش تمرکز می‌کند و باعث شد خیلی از تحلیلگران سوال کنند که چرا شرکت به جای نوکیا مثلاً بلک‌بری را نخرید، برندی که در آن زمان گوشی همراه موردعلاقه تاجران و بازرگانان

بود. همچنین کمپانی روی عینک‌های پیشرفته برای ارتباط تصویری سه‌بعدی (هولوپژن) و بقیه ابزار تمرکز کرد به این امید که کاری کند گوشه‌های همراه تبدیل به چیزی زائد در نسل جدید بشوند. در همین اثنا نوکیا که تحت فشار زیادی قرار داشت مقداری پول نقد برای سهامدارانش گرفت اما خیلی از تعدیل نیروها در کارخانه فنلاندی نوکیا اتفاق افتاد که طبق مقاله اکونومیست باعث جنجال زیادی در نروژ شد جایی که زمانی این پیشگام تلفن‌های همراه، قهرمان ملی به حساب می‌آمد و از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ یک چهارم رشد فنلاند به خاطر همکاری شرکت نوکیا بود.

### نشستی‌های قرارداد

تحقیقات نشان می‌دهد که هرچه ارزیابی بایسته طولانی‌تر پیش برود، احتمال اینکه قیمت پیشنهادی کمتر شود، افزایش پیدا می‌کند. (فصل سوم را ببینید). بهترین انتخاب فروشنده این است که ارزیابی بایسته را محدود کند تا از ابتدا پیشنهاد رقبای مختلف را با هم هماهنگ کند. یکی دیگر از تاکتیک‌های قیمت‌گذاری، اگر چه آشکارا درباره‌اش صحبت نمی‌شود، نشئت دادن اخبار قرارداد به بیرون است. «وقتی هیچ‌کس نمی‌داند» عنوان تحقیقی است که مدرسه بازرگانی کاس و INTRALINK نوامبر سال ۲۰۱۳ روی فعالیت‌های M&A در مرحله پیش از اعلام قرارداد، انجام داده بودند. آنها شواهدی پیدا کردند که نشان می‌داد اگر نگوییم همه، بیشتر درز اخبار قراردادهای بیرون عامدانه است. داده‌های این تحقیق اظهار می‌داشتند که هیچ هم‌روندی میان یک اتفاق مشخص مانند افتتاح اتاقی برای بحث درباره قرارداد یا استخدام مشاوران و زمان نشئت اخبار به بیرون وجود ندارد و نمی‌توان ارتباطی میان آنها پیدا کرد. به جایش، به نظر می‌رسد که این اخبار گرایش دارند که بیشتر در نزدیکی پایان مرحله قرارداد پخش شوند و محتمل‌تر است که یکی از گروه‌های شرکت‌کننده در معامله عامل و محرک درز کردن اخبار به بیرون باشد. گروهی که از روند انجام مذاکرات خوشحال نیست. در نتیجه اطلاعات به بیرون درز می‌کند تا مسیر معامله را در جهت دلخواه خودشان تغییر بدهند. در تجربه

ما، حتی اگر خود نشت اطلاعات عمدی نبوده باشد، تصمیم تیم هدف معامله درباره اینکه تایید گفت‌وگوها درباره قرارداد «محرمانه و خصوصی و نه برای انتشار» باشد، می‌تواند روی این درز کردن اطلاعات تاثیر بگذارد.

در یک مطالعه مرتبط سالانه درباره نشت اطلاعات، INTRALINKS و کاس در تعدادی از معاملات نشتی‌هایی دیدند که نشان می‌داد پیش از اعلام قرارداد فعالیت‌های تجاری مشکوکی در تقریباً ۱۴ درصد معاملات آشکار در سال ۲۰۰۸ وجود داشته که در سال ۲۰۱۴ به ۶ درصد رسیده است. نکته جالب توجه این است که در بیشتر طول این مدت زمان، درز اطلاعات در اروپا و خاورمیانه بیشتر از آمریکا اتفاق افتاده است شاید به این دلیل که قوانین لازم‌الاجرای بیشتری درباره ممنوعیت درز اطلاعات در آمریکا در آن بازه زمانی وجود داشته است.

نشت اطلاعات عواقب سودمندان‌های برای ارزش‌گذاری دارد به این دلیل که عقبه‌های ساعت را به کار می‌اندازد تا قوانین رسمی در اختیار گرفتن کنترل عملی شود، و از آن طریق روی خریدار فشار وارد می‌کند. همچنین شبیه یک غربال در مورد پیشنهاددهندگان رقیب بالقوه عمل می‌کند. حتی زمزمه یک پیشنهاد دیگر هم برای تشویق یک خریدار تاییدشده کافی است تا حرکتش را به سوی انجام معامله سریع‌تر انجام دهد. شاید مرحله ارزیابی بایسته را میان‌بر بزند که می‌توانست باعث شود اطلاعات اضافه‌تر درباره شرکت هدف را کشف و آشکار کند.

درک اینکه چرا نشت اطلاعات بخشی از جعبه ابزار و تاکتیک معامله است، کار دشواری نیست. مطالعه سالانه روی نشت اطلاعات نشان داد که درز نکات یک معامله به خارج به طور متوسط باعث افزایش قابل توجهی در به دست گرفتن کنترل و مالکیت با پرداخت ۱۸ درصد بهای اضافه‌تر شده است.

### چطور پرداخت کنیم

بیشتر خریداران ایده‌های گسترده‌ای دارند که چطور زمانی که به فاز ارزش‌گذاری می‌رسند برنامه‌ای بریزند تا از لحاظ مالی بتوانند کنترل

شرکت را به دست بگیرند. اما فقط بعد از اینکه خریدار قیمت نهایی را برای پرداخت نهایی می‌کند می‌توان درباره جزئیات به درستی بحث کرد. در قلمروی خصوصی و در شرکتهایی با اندازه‌های کوچک یا متوسط، بخصوص آنهایی که توسط اعضای یک خانواده اداره می‌شوند، بیشتر حق مالکیت‌ها به صورت نقد پرداخت می‌شود، تهیه وجه از طریق سرمایه‌ای که وجود دارد، قرض‌ها یا ترکیبی از هر دوی این‌ها. در فهرست شرکتهای جهانی بزرگ دنیا این امکان هم وجود دارد که پیشنهاد «تامین اعتبار سهام» بدهند. یعنی خریدار فقط و فقط با سهام خودش پول را پرداخت می‌کند اگر چه در عمل بیشتر مالکیت‌ها با پرداخت پول نقد صورت می‌گیرد.

شرایط منحصر به فرد یک شرکت، تدارکات معامله و میزان تمایلش برای ریسک کردن روی ترکیب نسبی سرمایه و پول تاثیر خواهد گذاشت. بخصوص مدیریت و مشاورانش باید موارد زیر را در نظر بگیرند:

— جزییات داد و ستد شامل تاثیرات مالی روی سهامداران موسسه موجود، درآمدها و قیمت سهام.

— تاثیر معامله روی ثبات مالی و امنیت شرکت، ارزیابی تاثیر طولانی‌مدت تامین بودجه از صورت‌حساب عواید و درآمدها، جریان نقدینگی و ترازنامه، شامل توانایی برای بازپرداخت بدهی‌ها.

— اینکه چقدر اهمیت دارد که معامله سریع‌تر و محرمانه انجام شود، بخصوص که معاملات نقد معمولاً سریع‌تر از سهام یا معاملات پیچیده مرکب پیش می‌روند.

البته همه این‌ها به شدت در مرحله مذاکره تحت تاثیر قرار می‌گیرند به این معنا که فروشنده چه چیزهایی را خواهد پذیرفت یا فکر می‌کند که سهامداران چه چیزهایی را می‌پذیرند.

وقتی یک کمپانی می‌خواهد عنصر نقدینگی هم در قیمت مالکیت به حساب بیاید، و از ذخیره سرمایه موجود که روی ترازنامه شرکت در دسترس است استفاده نمی‌کند، پس انتخاب‌های گسترده زیر را دارد:

— شرکتی که در فهرست قرار گرفته می‌تواند موسسه جدیدی برای



سهامداران موجود افتتاح کند یا سرمایه را با سهامداران جدید جایگزین کند. اگر شرکت خصوصی باشد، ممکن است حتی به منظور افزایش نقدینگی برای مالکیت سهامش را به صورت عام بفروشد. برای مثال فیس‌بوک در سال ۲۰۱۴ به مبلغ ۱۹ میلیارد دلار واتس‌آپ را خرید. این خرید مدت زمان کوتاهی بعد از آنکه خودش را از حالت یک شرکت خصوصی به سهامی عام تبدیل کرد، اتفاق افتاد. در عوض بخش قابل توجهی از پول را به صورت نقد پرداخت کرد.

■ وام‌های اعتباری را بفروشید یا یک وام جدید از بانک یا قرض‌دهنده تازه بگیرید.

■ بخشی از کسب و کار موجود را بفروشید تا به سرمایه بیشتر برای مالکیت کمک شود. یک نمونه این ماجرا دیاگنو است که همه دارایی‌های غذایی غیراصلی‌اش مثل برگر کینگ را فروخت تا با دست و دلبازی بیشتری روی مالکیتش سرمایه‌گذاری کند. اما این فروش‌ها و انحلال‌ها نباید پیش از خریدن شرکت جدید صورت بگیرد. به هر حال خریداران می‌توانند از وام‌های کوتاه مدت برای مالکیت اولیه با طرح و برنامه استفاده کنند (یا حتی یک توافق‌نامه رسمی در آن زمان داشته باشند و اعلامش کنند) تا بعد از انجام کامل قرارداد دارایی‌های غیر مرکزی‌شان را بفروشند. برای نمونه گلن کور شرکت حمل کالای تجاری و مواد اولیه مصرفی مدت زمان کوتاهی بعد از اینکه کنترل Xstrata را به دست گرفت، کسب و کار مربوط به درست کردن پاستایش تحت عنوان داکوتا گراورز پاستا<sup>۲۴</sup> را فروخت.

گاهی اوقات پرداخت می‌تواند محل تردید باشد یا به تعویق بیفتد یا منوط به اجرای یک سری ضوابط و ملاک‌ها شود. این تکنیک متداولی برای تجارت‌هایی با اندازه متوسط یا کوچک است که به سرعت رشد می‌کنند. کسانی که می‌خواهند کنترل را به دست گیرند دنبال قیمت خرید با کمترین ریسک هستند، بنابراین شرایط پرداخت را مشروط به رشد در آینده می‌کنند. قیمت پرداختی همچنین می‌تواند شامل

24. Dakota Growers Pasta

قرارداد انحصاری برای اعضای مدیریت و کارکنان کلیدی باشد که آنها را از طریق ممنوعیت کار برای رقیب برای یک بازه زمانی مثلا چیزی حدود دو سال، تشویق به ماندن در کسب و کار کند. یکی از مشکلات درمورد پرداخت‌های مشروط این است که در حقیقت پیوستگی و اتتلاف دو کمپانی را به نوعی محدود می‌کند. به همین دلیل هم به شکل گسترده‌ای در مالکیت‌های استراتژیکی که تنها برای بالا بردن سود صورت می‌گیرند یا داد و ستدهای شرکت‌های خصوصی در نقش پشتیبان، استفاده می‌شود. (برای اطلاعات بیشتر پرونده مربوط به Mergermarket Group را در فصل نهم بخوانید).

در برخی نمونه‌ها، فروشنده می‌تواند سرمایه خودش را برای خریدار فراهم کند. این مورد بخصوص در سرویس‌های مالی معمول است جایی که بانک‌ها بخش‌های مختلف‌شان را موقع بروز فروپاشی‌های مالی می‌فروشند تا سرمایه‌ای را که به «چفت کردن»<sup>۲۵</sup> مشهور است برای خریداران آینده‌شان تامین کنند. از آنجای که تامین سرمایه و فروش بخشی از یک معامله مشابه هستند در حقیقت «به هم چفت می‌شوند».

علاوه بر این‌ها مالیات، اوضاع اقتصادی و تغییر تکنیک‌های سرمایه‌گذاری تاثیر عظیمی روی سرمایه‌گذاری‌های M&A دارد. در سال‌های ۱۹۸۰ پول نقد پادشاه بود. در سال‌های دهه ۹۰ معاملات عظیم<sup>۲۶</sup> را داشتیم. مثل وقتی که BP، شرکت نفتی مستقر در انگلستان، آموکو،<sup>۲۷</sup> کمپانی نفتی آمریکایی در ایلینویز را با سهامش خرید. با رسیدن به دوره فروپاشی اقتصادی جهانی، معنای دسترسی آسان به قرض با بهره کم این بود که معاملات مبتنی بر سهام کمیاب می‌شوند. و زمانی که پول بعد از سال ۲۰۰۸ در بازار به طرز دراماتیکی به سختی تامین می‌شد، معاملات سرمایه‌گذاری سهام ناگهان دوباره سر و کله‌شان پیدا شد و موجی از آنها را در بازار شاهد بودیم.

پیشنهاد‌های سرمایه‌گذاری سهام می‌توانند به پیشنهاددهنده اجازه

25. stapled

26. MEGA DEAL

27. Amoco

انعطاف بیشتری در موقعیت‌های خصمانه بدهند چون تا زمانی که نسبت خرید و فروش سهام با سود خریدار نامتناسب باشد، چنین روشی از ریسک کمتری برخوردار است. (فصل پنجم را بخوانید).

مالکیت‌هایی که سرمایه‌شان بر اساس سهام تامین می‌شود احتمال وقوع‌شان بیشتر است. به این دلیل که وقتی سهام پیشنهاددهنده عادلانه یا حتی بالاتر از ارزش‌گذاری‌اش در نظر گرفته شود، این مالکیت اعلام می‌شود. باوری میان برخی از متخصصان وجود دارد که پیشنهادهای گرفتن مالکیت با استفاده از حق سهم صاحبان شرکت، ارزش معامله را برای سهامداران نابود می‌کند. این فرضیه در مطالعات متعددی که از اوایل دهه ۹۰ تا اوایل قرن بیست و یکم انجام گرفتند، تایید می‌شود. وارن بوفه<sup>۲۸</sup> سرمایه‌گذار کرافت<sup>۲۹</sup> در ملاعام به مدیر ارشد اجرایی گروه غذایی کرافت، ایرن رزنفلد<sup>۳۰</sup>، هشدار داد که بیش از حد از سهامی برای پیشنهادش به کدبری در سال ۲۰۰۹ استفاده کرده که به نظر بوفه کمتر از ارزش واقعی آن تخمین زده شده بود.

به هر حال تحقیق سال ۲۰۱۵ عقل و خرد مرسوم را که به تاثیر سرمایه‌گذاری بیشتر در موفقیت مالکیت باور دارد به چالش می‌کشد. مهم‌تر اینکه کشف کردند نه فقط مالکیت‌های مبتنی بر سرمایه‌گذاری سهام نابودکننده ارزش سهام نیستند، بلکه این مدل از سرمایه‌گذاری که برای مالکیت استفاده می‌شود، عموماً تفاوتی در موفقیت یا شکست مالی ایجاد نمی‌کند. «آیا مالکیت‌های سرمایه‌گذاری سهام ارزش را نابود می‌کنند؟ شواهد و روش‌های جدید» که توسط سه استاد دانشگاه آندری گولوبف<sup>۳۱</sup>، دیمتری پتمزاس<sup>۳۲</sup> و نیوکولائوس تراولوس<sup>۳۳</sup> نوشته شده نشان می‌دهد که هیچ مدرکی برای فرضیه ارزش‌گذاری بیش از اندازه واقعی برای دارایی خالص شرکاء وجود ندارد:

28. Warren Buffett

29. KRAFT

30. Irene Rosenfeld

31. Andrey Golubov

32. Dimitris Petmezas

33. Nickolaos Travlos

مالکیت‌ها براساس سرمایه‌گذاری سهام نابودکننده ارزش سهام نیستند و روش پرداخت عموماً بیانگر هیچ قدرت ویژه و آشکاری در بخش بازگشت‌های مالکان و سرمایه‌گذاران نیست.

هیچ شکی نیست که موضوع ارزش‌گذاری در M&A ادامه خواهد یافت و نقطه تمرکز حرفه‌ای‌ها می‌شود و حق هم دارند. با تغییر نیروهای فعال و محرک صنعت و مسیر صعودی در معامله کردن، که اینجا صعود هم به معنای بالا رفتن تعداد معاملات و هم ارزش کل است، ابزارهای جدیدی برای ارزش‌گذاری به میدان خواهند آمد و ایده‌های جدید و مبدعانه برای سرمایه‌گذاری معامله خواهیم داشت. ارزش‌گذاری و قیمت‌گذاری در این متن همچنان محل مناقشه خواهد بود. و این همان چیزی است که باعث می‌شود قراردادها اتفاق بیافتند. به عبارت دیگر، فاصله (مثبت) ارزش‌گذاری میان خریدار و فروشنده همان چیزی است که بازار را ایجاد می‌کند و اگر چه آنها از متدها و مدل‌های یکسان یا مشابه برای رسیدن به آنجا، پولی که وسط گذاشته شده، پیش‌بینی‌ها و انتظارات استفاده می‌کنند، با این حال همچنان تفاوت‌هایی با هم دارند و از همین روست که می‌گوییم چیزی به عنوان قیمت درست وجود ندارد.

شکاف‌های ارزش‌گذاری می‌توانند توسط اهرم‌های دیگری مانند زمان تکمیل قرارداد، شرایط معامله و سرمایه‌گذاری پر شوند. به همین دلیل هم پیشنهاددهنده‌ای که بالاترین رقم را بدهد همیشه برنده نمی‌شود. چون شاید اصلاً اسم هدف هم به گوش‌اش نرسد. به نظر می‌رسد که پول همیشه همه چیز نیست و اگر چه خطرات و ریسک‌ها می‌توانند همپای پاداش‌ها باشند، تحلیلگرانی که از آن محاسبات پشتیبانی می‌کنند باید با ارزیابی بایسته جامع و فراگیر جاپایشان را روی زمین محکم کنند. آنها باید هم شرکت هدف و هم عوامل خارجی مانند تکنولوژی افسارگسیخته، مسیر حرکت بازار، پاسخ‌های احتمالی رقبا و جایی که ضروری باشد حتی فاکتورهای اقتصاد اجتماعی را هم در نظر بگیرند.

با همه این بخش‌های انتزاعی و متحرک و پویا، پرداخت قیمتی بالاتر از انتظارات بازار، قرار نیست برای خروجی یک معامله نتیجه‌کشنده‌ای

داشته باشد. البته به شرط آنکه سه اشتباه بزرگ معامله کردن، به دقت مورد بررسی قرار بگیرد. اگرچه با نپرداختن پول بیشتر قطعاً کارها آسان‌تر پیش می‌رود.

### چرا قیمت همیشه درست نیست: باید‌ها و نباید‌ها

- **باید** با دقت قیمت سهل‌الحصول خودتان را (بالاترین و پایین‌ترین قیمتی که می‌خواهید بپردازید) در نظر بگیرید و مشتاق باشید و برای رسیدن به آن خودتان را آماده کنید.
- **باید** ارزش‌گذاری‌تان را به ارزیابی بایسته مربوط کنید شامل ارزش چیزهای غیرملموسی که تخمین آنها دشوار است.
- **نباید** اجازه بدهید که طرف مقابل بهتر از شما خودش را آماده کند.
- **نباید** همه پولی که از اشتراک مساعی به دست می‌آید با پیشنهاد خیلی بالاتر از قیمت اصلی خرج کنید.
- **نباید** فراموش کنید که همه هزینه‌های مرتبط با معامله را در نظر بگیرید.
- **باید** خیلی زود برای سرمایه‌گذاری معامله برنامه‌ریزی کنید و برای بررسی شرایط قابل قبول برای هر دو طرف خریدار و فروشنده هم وقت بگذارید.
- **باید** به خاطر داشته باشید که پرداخت بیشتر لزوماً مانعی نیست که نتوانید از آن عبور کنید اما می‌تواند آن موفقیت‌نهایی در معامله را سخت‌تر کند.
- **نباید** فراموش کنید که ارزش‌گذاری M&A هنر است و نه علم: در هر معامله ارزش و قیمت با هم متفاوت است.

بخش دوم: قرارداد

# فصل پنجم

# تاکتیک‌های مذاکره

اگر شما فیلم «وال استریت» محصول ۱۹۸۷ را تماشا کرده باشید، یا هر فیلم هالیوودی دیگری را که درباره تصرف و مالکیت یک شرکت واقعی یا خیالی باشد، فاز مذاکره درباره قرارداد از همان اوایل کار شروع می‌شود.

در جهان واقعی چهار فصل استراتژی، برنامه‌ریزی، ارزیابی بایسته و قیمت‌گذاری برای رسیدن به این بخش از معامله ضروری هستند. در این فصل پایه و اساس استراتژی طولانی مدت و انتخاب هدف (که در فصل ۱ و ۲ درباره‌اش صحبت شد) با روش‌های پیچیده تحقیق و توسعه ارزیابی بایسته و ارزش‌گذاری (که در فصل ۳ و ۴ آمدند) ترکیب می‌شود و در نهایت هم بخش پرداخت آغاز می‌گردد. از میان سه اشتباه بزرگ معامله کردن طبقه‌بندی‌های مردم و برنامه‌ریزی در این فصل مورد بحث قرار می‌گیرند.

تنها عاملی که بهترین خریدار را از بقیه متمایز می‌کند، تمایلش برای سرمایه‌گذاری و صرف وقت طولانی برای مدیریت، پول و ساماندهی متمرکز بر معامله است. چیزی که آنها می‌خرند، دانش و تخصص و تجربه است. آن ضرب‌المثل قدیمی که می‌گوید: *دانش، قدرت است*؛ در هیچ‌جای دیگری به اندازه M&A و البته این فصل از کتاب صحت و سقمش اثبات نمی‌شود. این واقعیت برای آن طرف فروش و سهامداران و تیم مدیریتی شرکت فروشنده هم صادق است: برای فروختن سهامداران و تیم مدیریتی، بهترین نشانه منحصربه‌فرد برای اینکه جدید خریدار را نشان بدهد، میزان درگیر شدن تیم ارشد مدیریتی از سمت پیشنهاددهنده است.

یک معامله هست که این اصل را خیلی کامل می‌تواند برایتان روشن کند: مالکیت مالکوم گلیزر روی تیم فوتبال منچستر یونایتد در سال ۲۰۰۵. اما شکست مایکروسافت در پیشنهادش برای یاهو در سال ۲۰۰۸ نشان می‌دهد که اگر تاکتیک‌های مذاکره اشتباه باشند، محرمانه‌ترین اطلاعات و بیشترین دانش در مورد آن کسب و کار هم راه به جایی نخواهد برد.

هر قراردادی منحصر به فرد و یکتاست. حتی بهترین تاکتیک‌های مذاکره هم قابل انتقال از یک قرارداد به قرارداد دیگر نیستند: برای مثال آن حمله تند و تیز و تهاجمی سهامدار که با موفقیت توسط شایر<sup>۱</sup> در

1. SHIRE

پیگیری باکسالتا برای خرید و مالکیت با سهام استفاده شد، در مورد خرید منچستر توسط پول نقد گلیرز که اصلا اهرم قدرتش بود، کارآیی ندارد. در واقع استراتژی گلیرز برای خرید منچستریونایتد کاملا متفاوت از شیوه‌ای بود که خود گلیرز در مذاکره و خرید تیم فوتبال US Tampa Bay Buccaneers چند سال قبل‌تر از آن به کار برده بود.

دادن ویژگی‌های مشخص هر معامله، برای داشتن کتاب راهنمای M&A که کامل کارآیی داشته باشد نکته کوچک اما ضروری است. اصول پایه که می‌توان آنها را برای هر معامله منحصر به فردی به کار بست خیلی مهم‌تر هستند اما آگاهی از انتخاب‌های در دسترس یک امر ضروری است که در این فصل درباره‌شان حرف می‌زنیم.

### دوست یا دشمن؟

نقطه شروع برای هر استراتژی مذاکره‌ای این است که تصمیم بگیرید آیا این معامله قرار است دوستانه باشد یا نه. به این دلیل که روش غیردوستانه شرکت‌های سهامی عام در معاملات تیت‌ر یک مجله‌های خبری را به خودشان اختصاص می‌دهند، خیلی ساده ممکن است فراموش کنیم که ۹۷ درصد از قراردادهای M&A با رضایت طرفین آغاز شده است. فرض کنید که شما در مورد قراردادی کار می‌کنید که اکثریت آرا به شدت روی دوستانه بودنش توافق دارد، اسکلت و ساختار شیوه نزدیک شدن شما باید به شرح زیر باشد:

- مشخص کنید که دو گروه شرکت‌کننده در معامله کجا ایستاده‌اند؟
- نقاط مقاومت را تشخیص دهید و روشن کنید.
- حوزه‌های توافق را پیدا کنید.
- تصمیم بگیرید که بهترین راه حل ممکن برای دو گروه چیست؟ راه حل برد-برد را انتخاب کنید.

### مزایده‌ها: آیا پیشنهاد دهنده با قیمت بالاتر همیشه برنده است؟

بسیاری از فروشندگان، بخصوص از زمان رسیدن حامیان مالی دارای اعتبار



مانند موسسات سهامی خاص و صندوق‌های تامین سرمایه، همه دارایی‌هایشان را انتقال می‌دهند یا کل شرکت را در مزایده می‌فروشند. در نتیجه به نظر می‌رسد ارزش آن را دارد که چند نکته کلی درباره مراحل مزایده و اعتبارات پیشنهادی مطرح کنیم:

- معاملات قبلی این خریدار تا چه اندازه موفق بوده‌اند؟
- تاریخچه خریدار در تعامل با مدیریت شرکت هدف چطور بوده است؟
- آیا مسائل متعددی در قرارداد وجود دارد که خریدار و فروشنده احتمالا مواضع متضادی نسبت به آنها داشته باشند؟
- آیا خریدار از قراردادهای قبلی‌اش عقب کشیده است؟ اینکه کلا انصراف بدهد یا درباره یک سری نقاط مشخص بخواهد مجددا مذاکره کند.
- تصمیم‌گیرنده‌های اصلی و مدیران ارشد تا چه حد واضح و روشن خودشان را درگیر قرارداد می‌کنند؟
- آیا خریدار به منابع مالی مکفی دسترسی دارد؟

همان‌طور که این فهرست نشان می‌دهد، فروشنده‌ها روش‌های خریداران و توانایی‌هایشان در معامله را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. در نتیجه کسانی که قرار است کنترل شرکت را به دست بگیرند احتیاج دارند که نسبت به آبرو و اعتبارشان حساس باشند و به آن فکر کنند، بخصوص خریداران موسسات خصوصی که معمولا در مزایده‌ها شرکت می‌کنند. همان‌طور که در حراج mergermarket group خواهید دید، حراجی که در دور اولش ۵۰ گروه و شرکت را به خودش جلب کرد، به دست آوردن مزیت رقابتی در طول مزایده بیش از یک پیشنهاد ثبت و نوشته شده رسمی می‌تواند قاطعیت شرکت را اثبات کند. (فصل نهم را بخوانید).

اگرچه مرحله ارزیابی بایسته طولانی‌تر برای خریداران مثبت است، چون می‌تواند مهمات و مصالح بیشتری برای مذاکره در مورد پایین آوردن قیمت خرید در اختیارشان بگذارد، این سناریو کمتر پیش می‌آید که برای همه ایده‌آل باشد. انتخاب بهتر برای پیشنهاددهندگان این است که تحقیقات مشخصی انجام دهند و پیش از پیشنهاد به آنها دسترسی به اطلاعات کافی داده شود تا بتوانند پیشنهادی را مطرح کنند که در تمام

طول مذاکره با قدرت به آن بچسبند.

برای فروشنده، اگر کسب و کارش روبه‌راه و مرتب باشد، دارایی‌های مالی روی هم جمع شده و هیچ شالوده و سازماندهی مخفی در کار نباشد هیچ دلیلی نباید وجود داشته باشد که در قیمت تخفیف بدهید یا تنزیل شرایط را قبول کنید. در این روش، قیمت نهایی احتمالا و باید که با انتظارات اولیه مطابقت داشته و فروشنده را راضی کنید و احتمال پذیرش پیشنهاد از سوی او محتمل‌تر خواهد بود. به طور مشابه، پیشنهاددهنده هم جایزه‌اش را خواهد برد بدون اینکه سر این کار اعتبار و آبرویش را برای استراتژی مذاکره‌ای خرج کند که آدم‌های بیرون از این جریان به نظرشان برسد که دائما می‌خواهد قیمت را پایین بیاورد.

در درصد کمی از موقعیت‌ها که دوستانه نیستند، که آن ۳ درصدی هستند که ناخواسته آغاز می‌شوند (اگر چه کمتر از یک درصد قراردادها بدون توصیه برای فروش از طرف هیات مدیره شرکت هدف، به پایان می‌رسد) استراتژی مذاکره توسط مسائل متنوعی تعیین می‌شود که شامل موارد زیر است:

- می‌خواهید با شرکت چه کاری انجام بدهید.
- چقدر و چطور می‌خواهد هزینه خریدن شرکت را پردازد
- وضعیت هیات مدیره و سرمایه‌گذارانش به چه صورت است. (ممکن است هیات مدیره و سرمایه‌گذاران با هم فرق داشته باشند).
- اینکه آیا شرکت پیشنهادهای دیگری هم دارد؟ بین اینکه یک فروشنده ناامید باشید که می‌خواهد شرکتش را رد کند با یک فروشنده مصمم تفاوت زیادی است.
- آیا شرکت حالت تدافعی در قبال محافظت‌های مخالف مالکیت دارد که قرار باشد پیشنهاددهندگان را به صورت معلق نگهدارد یا خرید را به صورت خصمانه‌ای انجام بدهد که بی‌منطق و بی‌دلیل گران است. (بعضی از این موارد را قرص‌های زهر خطاب می‌کنیم بخصوص وقتی برای هر پیشنهاددهنده‌ای توهین‌آمیز باشند).
- برای نمونه اگر خریدار نیاز داشته باشد که هیات مدیره هدف را

متقاعد کند تا به پیشنهادش رای بدهند، قاعدتا روش مسالمت‌آمیزی در پیش می‌گیرد. اگر برخوردش خصمانه باشد، مقاومت هیات مدیره را نادیده خواهد گرفت، باید مستقیم اطراف سهامداران بچرخد تا تاییدشان را بگیرد و در نهایت وقتی قرارداد بسته شد می‌تواند آنها را از پست‌شان اخراج کند.

مسئله فقط درباره تایید سهامداران نیست چون به هر حال خریدار نیاز دارد که چگونگی پرداخت برای هدف را در نظر بگیرد. قراردادهای واقعا خصمانه خیلی نادر هستند، منظور آن دسته از قراردادهایی است که از طریق یک پیشنهاد رسمی به سهامداران رو در روی اعضای هیات مدیره‌ای که نظر مخالف دارند انجام می‌شود. دلیلش هم این است که غالبا وام‌دهنده‌ها از آنها پشتیبانی نمی‌کنند. یک شرکت رسمی در بورس که پیشنهادی مبنی بر مالکیت با سهام می‌دهد با توجه به چیزهایی که گفته شد از آزادی عمل بیشتری برخوردار است تا یک حامی مالی یا شرکت خصوصی که فقط پول نقد برای پیشنهاد دادن دارد.

برای شرکت‌های خصوصی کار عجیب و غیرمعمولی نیست که خودشان را برای حراج بگذارند، اما در همان حین برای قرار گرفتن در بورس عمومی آماده شوند. این شیوه را به عنوان پروسه ای با دو مسیر می‌شناسند و دو خروجی متفاوت با یکدیگر به رقابت می‌پردازند. نمونه‌اش آن چیزی است که در فصل چهارم درباره Vista/Misys گفتیم.

در چنین مفهومی، مشهورترین پیشنهادات خصمانه در حقیقت «دوستی خاله خرسه یا آغوش خرس» هستند. مکانیزمی که در آن پیشنهاددهنده ابتدا اعضای هیات مدیره را کنار می‌گذارد و مستقیما سرمایه‌گذاران را با پیشنهادهای فریبنده هدف قرار می‌دهد. معمولا هم رقبای پیشنهادی‌اش بالاتر از متوسط کسب و کار است. هیچ پیشنهاددهنده جدی از این مسیر نمی‌رود، مگر اینکه سرمایه و اراده‌ای داشته باشد که سهامداران را وارد معامله کند. با این وجود ترکیب منطق، فریبندگی و پول نقد به علاوه تهدید و در نهایت رسیدن به پیشنهاد خصمانه باید آخرین حربه‌ای باشد که به آن متوسل می‌شود.

## سخت یا نرم؟

درباره شیوه مذاکرات در مقابل ذات روش غالباً توسط مشاوران، وکلا، حسابداران، موسسات روابط عمومی و بانکداران سرمایه‌گذار تصمیم‌گیری می‌شود که معمولاً هدایت مذاکرات را برعهده دارند.

توصیه خوب کار سختی است. یک سری از مطالعات مستقل بین سال‌های ۲۰۱۳ و ۲۰۱۵ توسط اساتید دانشگاه سوری<sup>۲</sup> و دانشکده بازرگانی دانشگاه استرن نیویورک کشف کرد که شرکت‌هایی که با بزرگترین بانک‌های سرمایه‌گذار چندملیتی جهان و موسسات حسابداری بزرگ معرفی می‌شوند در مالکیت‌شان موفق‌تر عمل می‌کنند تا آنهایی که مشاور ندارند یا مشاوران‌شان در این گروه‌ها نیستند.

برخی از مشاوران ارشد روی حضور چنین بانک‌ها و موسساتی بخصوص به دلیل علاقه یا اعتمادشان به یک شخص بخصوص اصرار می‌ورزند. برای نمونه وقتی کدبری توسط کرافت گیر افتاد، روی استفاده از افراد مشخصی در اعضای ارشد هیات مدیره و شرکاء در بانک‌ها و موسسات خصوصی برای گشایش اعتبار بانکی پافشاری داشتند. مثال دیگر در این مورد Invensys است، یک شرکت مهندسی، که ترجیحش این بود که در هر معامله به مشاوره یکسان اعتماد کند.

علاوه برای آنها ستاره‌های هدایت‌کننده بازار هم در برخی بانک‌های سرمایه‌گذار حضور دارند که هویت‌شان جذاب‌تر از بقیه است چون هیجان‌انگیزتر هستند. چنین آدم‌هایی در میان یک نسل مرده هستند اما آنهایی که هنوز در کارشان ممارست می‌ورزند راهشان را به سمت معاملات بزرگ باز می‌کنند. نمونه‌اش هم معامله کرافت/کدبری که شریک مشاوره کدبری در سال ۲۰۱۰ در معامله Slaughter & May انتخاب شد تا شش سال بعد، در اوایل سال ۲۰۱۶ شریک کل مدیریت مجموعه شود. نمونه دیگری از آن قرارداد بروس واسرستاین است.

2. University of Surrey

## با پیشنهادات زمین‌شان بزنی بروس

بروس واسرستاین، مدیر ارشد لازارد<sup>۳</sup>، موسسه مدیریت دارایی‌ها و مشاور مالی، نمونه درخشانی از سرمایه‌گذاری بانکی است که از هر اهرمی، حتی خصمانه و پرخاشگرانه، در جهت تأمین و به دست آوردن یک معامله برای مشتریانش استفاده می‌کرد. شکی نیست که بروس، مشهور به «بروس حمله‌گر با پیشنهاد» همان‌طور که برای خیلی از کسب و کارها شناخته شده بود، اسطوره وال‌استریت محسوب می‌شد که در دهه ۸۰ بازار معاملات را تکان داد. او کسی است که سال ۲۰۰۹ وسط کار مشاوره به کرافت برای مالکیت کدبری از دنیا رفت.

احتمالا او بیشتر از هر کس دیگری، تصمیم شرکت‌های سهامی خاص برای رسیدن به هدفشان را با نشانه‌های مختلف ارائه داد. به KKR، روی تصمیم پیشگامانه و مبدعانه‌اش برای مالکیت شرکت غذا و تنباکو RJR Nabisco مشاوره داد. یک قرارداد غیرمشهور که منادی و پیشروی خیزش حامیان مالی بود و در کتاب «بربرها پشت دروازه» نوشته برایان بارو و جان هیلر شرح آمده است و بعدها هم فیلمی به همین نام با بازی جیمز گارنر در نقش مدیر ارشد و رئیس RJR Nabisco از روی آن ساخته شد.

به علاوه موفقیت مالی شخصی واسرستاین در معامله کردن به او کمک کرد که روی اعتبار و آبرویش صحنه بگذارد. او در زمانی که اوج شکوفایی حساب قیمتی شرکت‌های اینترنت محور بود، دفتر مشاوره واسرستاین پرلا را به بانک درسدنر با قیمتی نزدیک به ۶۰۰ میلیون دلار فروخت.

طبق آنچه مجله فوربز نوشته، که در یک شماره‌اش عکس واسرستاین را روی جلد گذاشته بود: «واسرستاین بیش از هر کس دیگری به مدرنیزه شدن سرمایه‌گذاری بانکی با به کار بستن تاکتیک‌های هجومی خدمت کرد. آن هم در جهانی که پیش از آن بیشتر با دوره‌می‌های دوستانه کارش می‌چرخید تا با زور بازو.» البته با افراد زیادی هم مشاجره می‌کرد از جمله شرکای خودش. جار و جنجال او با مایکل دیوید ویل<sup>۴</sup> از نوادگان یکی

3. LAZARD

4. Michel David-Weill,

از بنیانگذاران لازارد، بیشترین تعداد تیراژ روزنامه‌ها را در دوران مالکیت‌های او به خودش اختصاص داد.

جای تعجب نیست که واسرستاین از لقبی که به او داده بودند، «بروس حمله‌گر با پیشنهاد» متنفر بود. مالکیت RJR Nabisco را اگر کنار بگذاریم، که با موفقیت مالی همراه بود. اما در نهایت هدف را با قروض زیادی روبه‌رو کرد، مقدار کمی از آن ۲۵۰ میلیارد دلار مالکیت‌هایی که واسرستاین مشاورشان بود تبدیل به فاجعه شدند. یکی از آن فجایع قرارداد Time Warner/AOL بود که پیش‌تر در این کتاب درباره‌اش بحث کردیم.

مرگ واسرستاین با اندوه و مویه زیادی همراه بود. شریک سابق او، جوزف پرلا، او را «یک استعداد نایاب» خواند. قطعاً او باعث تغییر شکل وال استریت شد. پاکت‌های پیشنهاد را با نفوذ و دخالت خلاقانه قانونی می‌فرستاد، شیوه نزدیک شدن به سهامداران را رهبری و از روابط عمومی فعالش استفاده می‌کرد.

البته که همه روش‌های بروس را دوست نداشتند. به دنبال خرد شدن اعتبار جهانی، انتظاراتی از طرف شرکت‌های ساده و ریاضت‌کش مطرح شد که همراه با ناراضی‌هایی از مطبوعات و عموم کسانی بود که از طریق سرمایه‌گذاری بانکی دستمزدهای نجومی می‌گرفتند: به نظر می‌رسید که حالا بانکداری آرام‌تری موردنیاز است. بخصوص در اروپا.

## کارگاه آموزشی فوتبال

مالکیت مالکوم گلیزر روی منچستریونایتد، که در فهرست کمپانی‌های قرار گرفته در بورس لندن قرار داشت، کلاس درس پیشرفته‌ای است برای اینکه ببینید چگونه یک هدف ناراضی را می‌شود به دست آورد؟

سال ۲۰۰۳ منچستریونایتد یکی از موفق‌ترین تیم‌های باشگاهی در اروپا بود با تاریخچه‌ای که به باشگاه محبوبیت منحصر به فردی میان طرفدارانش می‌داد. BSKyB شرکت پخش ماهواره‌ای، پتانسیل ادغام باشگاه را با کمپانی خودش دو سال قبل‌تر کشف کرده بود. اما رگولاتورها روی پیشنهادشان مهر مخالفت زدند چون طرفداران کمپین عمومی تشکیل داده بودند تا

روپرت مرداک صاحب BSKYB، نتواند خرید موفقیت‌آمیزی داشته باشد و صاحب باشگاه منچستر شود.

در آن زمان بسیاری از سرمایه‌گذاران خارجی بازار فوتبال انگلستان را محلی برای سرمایه‌گذاری جذاب می‌دیدند. این جذابیت یا به خاطر پول بود یا پرستیژ و اعتبار. تشین نیانی<sup>۵</sup> در کتابش به نام «دروازه‌بان گلیرز»<sup>۶</sup> می‌گوید دیگران از جمله رومن آبراموویچ<sup>۷</sup> عضو حزب روسیه (که باشگاه فوتبال چلسی را خرید) همان موقع خرید منچستریونایتد را رها کرده بود. چون اعتقاد داشت باشگاهی است که خریدش هم کار بسیار دشواری است و هم خیلی هزینه‌بر خواهد بود. اما گلیرز، که همان زمان صاحب Tampa Buccaneers بود، به دانش خود روی صنعت ورزش اعتماد کرد تا ارزش افزوده در منچستریونایتد را مشخص کند.

همان‌طور که در مالکیت ویستا روی Misys دیدیم، گلیرز باور داشت که این صنعت را بهتر از همه رقبایش می‌شناسد. خانواده گلیرز احساس کردند که بازار جهانی بالقوه منچستر یونایتد و حتی گسترده‌تر از آن لیگ برتر انگلستان، به مقدار زیادی مورد اجحاف قرار گرفته و ارزش واقعی آن را دست کم گرفته‌اند.

هواداران منچستریونایتد آشکارا و با جار و جنجال تنفرشان را از این مالکیت ابراز کردند. در مسیر رسیدن به بحران مالی جهانی، استفاده از قرض برای خریدن سهام تبدیل به داستان هشداردهنده‌ای شده است: گلیرزها ۸۱۲ میلیون پوند (یک میلیارد و ۴۷۱ میلیون دلار) پرداخت کردند که شامل هزینه‌های داد و ستد برای خرید باشگاه می‌شد و با این وجود ۲۴۰ میلیون پوند (۴۳۵ میلیون دلار) از نقدینگی آنها را درخواست کردند. با این وجود به خاطر شانس یا قوه تشخیص خوب گلیرزها در پایان سال ۲۰۱۵ منچستریونایتد نزدیک به ۲ میلیارد پوند (۳ میلیارد دلار) ارزش پیدا کرد و فرزندان گلیرز سالیانه ۱۵ میلیون پوند (۲۲ میلیون دلار) به عنوان سود سهام از محل سرمایه‌گذاری‌شان دریافت می‌کردند. بازگشت سرمایه بدی نبود!

5. Teshin Neyani  
6. The Glazer Gatekeeper  
7. (Roman Abramovich)

خب! حالا می‌خواهیم ببینیم آنها چطور مذاکره کردند و مسیرشان به سمت چنین سرمایه‌گذاری بزرگی گشوده شد؟ دانش درست از این کسب و کار و انتخاب خوب هدف باعث شد که نیمی از راه را بروند، اما این تاکتیک‌های مذاکره‌شان بود که تفاوت را ایجاد کرد. این خانواده و مشاوران‌شان می‌دانستند که با یک هدف غیردوستانه دست و پنجه نرم می‌کنند. هدفی که هیچ علاقه‌ای به فروش ندارد. از همه این‌ها گذشته، چرا هیات مدیره منچستریونایتد باید بخواهد راه خریدن یک تجارت موفق را برای دیگران آسان کند، در حالی که آنها در طول این پروسه شغل‌هایشان را از دست می‌دادند؟ از آنجایی که شرایط مالی گلیرز به او اجازه پیشنهاد خصمانه به کمپانی را به صورت رسمی نمی‌داد، آنها منچستریونایتد را در شرایط دوستی خاله خرسه گذاشتند.

در چنین موقعیتی، جست‌وجوی بازار برای سهام‌های در دسترس و ساختن یک شرکت کوچک ابتدایی برای سرمایه‌گذاری در سهام (که به گیره انگشتی معروف است-از آن جهت که جا پایی برای خریدار محکم می‌کند) تاکتیک‌هایی است که غالباً مورد استفاده قرار می‌گیرد، که با استفاده موثر خانواده گلیرز از قانون شرکتی انگلستان ترکیب شد. گلیرز در ماه مارس سال ۲۰۰۳ شروع به خرید سهام در شرکت با شرط سود افزایشی کرد. درست شش ماه بعد، در سپتامبر سال ۲۰۰۳، وقتی آنها بالاخره به آستانه تنظیم سهام‌شان رسیدند، خانواده گلیرز همان‌طور که می‌بایست سهام‌شان را اعلان عمومی کردند.

تا انتهای سال، آنها بالای ۱۴ درصد از سهام‌های عرضه شده در بازار و متعلق به سهامداران کوچکتر را خریده بودند. اما تا فوریه سال ۲۰۱۴ یعنی وقتی کاملاً آماده شده بودند، صبر کردند. در آن زمان گلیرز اعلام کرد که پیشنهادی برای باشگاه منچستریونایتد در نظر دارد.

تا نوامبر آن سال خانواده گلیرز ۲۸ درصد سهام را در اختیار داشت و بعد از آن برای حضور در هیات مدیره درخواست داد و در نهایت سه صندلی اعضای هیات مدیره را دریافت کرد. در این برهه از زمان، گلیرز کاملاً به باشگاه نزدیک شده بود و قادر بود که از طریق اعمال فشار معامله را انجام دهد.



اما گلیرز یک کارت برنده نهایی در استراتژی مذاکره‌اش نگه‌داشته بود. دومین سرمایه‌گذار بزرگ باشگاه با ۲۹ درصد سهام، شرکت Cubic Expression بود. یک کمپانی با دو سرمایه‌گذار ایرلندی به نام‌های جی. پی مک‌مانوس<sup>۸</sup> و جان مانیر<sup>۹</sup> که هر دو در مسابقات اسب‌دوانی حرفه‌ای بودند و از سهام‌شان برای برگشت سرمایه به صورت امن استفاده می‌کردند. به علاوه آنها در میان اعضای هیات مدیره هم صندلی داشتند. ترکیب سهام گلیرز با سهام Cubic Expression باعث می‌شد که او بیش از ۵۰ درصد باشگاه را در اختیار داشته باشد، که قطعاً برای به دست گرفتن کنترل کافی بود و به اندازه‌ای هم بود که با آن بتواند سرمایه‌گذاران کوچکتر را تحت فشار بگذارد.

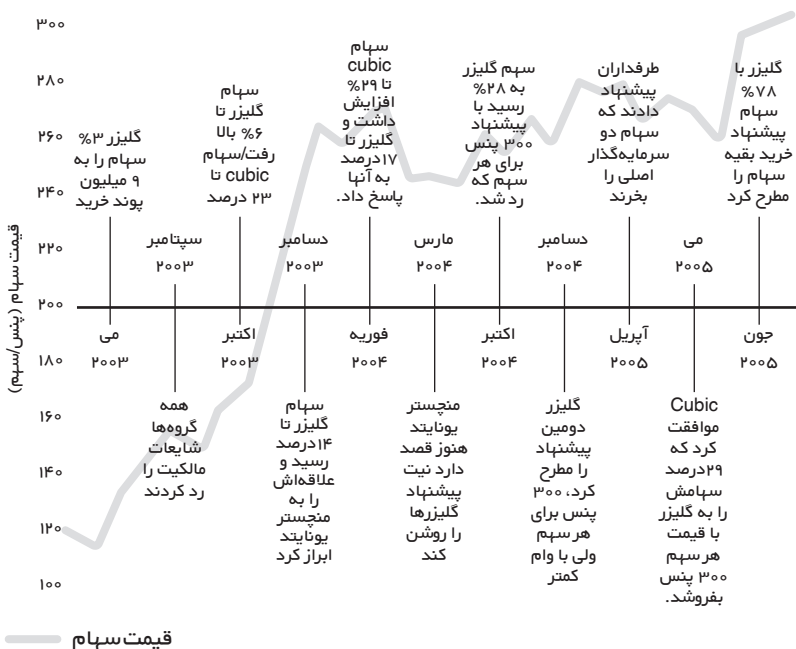
با شناسی که گلیرز داشت، دو مرد ایرلندی با سر الکس فرگوسن، مدیر باسابقه باشگاه که مدت زیادی بود این سمت را داشت و مهم‌ترین مرد منچستر یونایتد، مشاجره کردند. ماجرا از این قرار بود که سرمایه‌گذاران ایرلندی به سر الکس بخشی از مالکیت Rock of Gibraltar، یک اسب مسابقه قهرمان را هدیه دادند. اما وقتی مرد فوتبال علاوه بر آن ادعا کرد که حق اصلاح نژاد و پرورش حیوان را هم می‌خواهد، یک نزاع بزرگ به دنبالش آمد. سر الکس از آنها شکایت کرد و دو سرمایه‌گذار ایرلندی هم به صورت عمومی سوال‌هایی مطرح کردند که در آنها درباره سلامت مالی معاملات نقل و انتقالی که فرگوسن برای باشگاه انجام می‌داد، حرف زدند.

بین اکتبر ۲۰۰۴ و ماه مه ۲۰۰۵، گلیرزها حرکتشان را شروع کردند. آنها یک سری پیشنهاد با صعود قیمت افزایشی شاخص برای منچستریونایتد مطرح کردند. اما علاوه بر اینکه تهدیدهایی از سوی طرفداران دریافت کردند (که تصمیم داشتند خودشان موقعیت سرمایه‌گذاری در سهام را ساماندهی کنند تا مانع از عملیات گلیرز برای مالکیت باشگاه شوند)، هنوز هم نتوانسته بودند تایید رضایت اعضای هیات مدیره را به صورت محکم دریافت کنند. چیزی که برای به دست گرفتن کنترل باشگاه به آن نیاز داشتند.

8. J.P McManus  
9. John Magnier

در ماه می سال ۲۰۰۵ بالاخره آنها توانستند سهام cubic را به دست آورند یعنی اکثریت سهام کمپانی را از آن خودشان کردند. حتی آن موقع هم، در حالی که اعضای هیات مدیره منچستریونایتد به سهامداران توصیه می‌کردند که پیشنهاد ارزش پایه را قبول کنند، از سفارش کردن پیشنهاد گلینزر سر باز می‌زدند و در این باره بحث می‌کردند که اهرم قدرت قوی گلینزر در مالکیت باشگاه، امکان دارد برای گروه گسترده‌تری از سهامداران مانند کارمندان و عوامل باشگاه و طرفدارانش خطرناک و مضر باشد.

فقط در این مرحله بود که بالاخره خانواده گلینزر یک پیشنهاد رسمی برای منچستریونایتد ارائه دادند. اگرچه مطمئن بودند که می‌توانند به بقیه سهامداران هم تحت لوای دستورالعمل‌های مالکیت انگلستان فشار وارد کنند. (تایم‌لاین (خط زمانی) مالکیت در شکل ۵،۱ نشان داده شده است). با توجه به سودی که از باشگاه به دست آوردند، این انتظار واقعا ارزش آن را داشت.



### پیشنهاد مونور جست‌وجوی مایکروسافت

اگر چیزی باشد که رسانه‌ها بیشتر از خرید مالکیت یک تیم فوتبال از آن لذت ببرند، ادغام در سیلیکون ولی است. درست مثل پیشنهاد گلینزر برای منجستریونایتد، پیشنهاد سال ۲۰۰۸ مایکروسافت برای یاهو هم در مرکز توجه رسانه‌ها قرار گرفت و تا آخر معامله تیترا یک بود. اما اگرچه گلینزر به وضوح قیمت بالایی برای منجستر یونایتد پرداخت کرد، پیشنهاد مایکروسافت درباره حجم هنگامی از پول بود. آنچه که در بازار آن را به عنوان ابرمعامله<sup>۱۰</sup> می‌خوانند: ارزش قرارداد تا ۵۰ میلیارد دلار هم تخمین زده شد. این بازی‌های ادغام در مقیاس مالی کلان بود.

درست مثل کاری که گلینزر در نهایت انجام داد، مایکروسافت هم انتخابش این بود که یاهو را در موقعیت دوستی خاله خرسه قرار بدهد. اما در این مورد، علیرغم پیشنهاد برای پرداخت ۶۱ درصد بیش از ارزش بازار مختل نشده یاهو، مایکروسافت در کنار آمدن با این غنیمت شکست خورد.

ذکر این نکته ارزشمند است که از همان ابتدا مایکروسافت در نهایت خوش‌شانسی جلو می‌رفت: یاهو فقط یک سال بعد قرارداد تشریک مساعی با شرکت را امضا کرد و این بار جست‌وجو و تجسس خیلی کمتری هم انجام داد. تقریباً یک دهه بعد از آن، قیمت سهام آن به نسبت قیمت پیشنهادی مایکروسافت تا حد زیادی بدون تغییر باقی مانده است.

مایکروسافت دل خوشی از تجمیع با برخی شرکت‌هایی که می‌توانست آنها را بخرد، نداشت. یاهو احتمالاً از این بابت به طرز ویژه‌ای مورد دشواری هم بود و امکان داشت هر ارزشی را که در معامله با آن می‌توانست باشد، نابود کند. برای نمونه پیش از آنکه در سال ۲۰۱۳ مایکروسافت کمپانی اسکایپ را بخرد، بزرگترین قراردادی که بسته بود مالکیت aQuantive، گروه خدمات دهی بازار دیجیتال، به شمار می‌رفت که ۶٫۳ میلیارد دلار برای آن هزینه کرد. بعد از آن همه ارزش این خرید را به جز ۱۰۰ میلیون دلارش از بین برد.

این شکست‌ها، استراتژی M&A و شراکت‌های بی حد و مرز مایکروسافت

10. mega deal

را بازتاب می‌دهد. در معنای تاکتیک‌های مذاکره، شرکت همیشه فرصت برنده شدن در آن قراردادی را که محاسبه کرده بود ارزش پرداخت دارد، از دست می‌داد. شاید مثل مورد گلیزر با منچستر یونایتد، مایکروسافت هم چیزی در یاهو دیده بود که تعداد کمی از افراد می‌توانستند ببینند.

کارل ایکان<sup>۱۱</sup> سهامدار فعال و تاثیرگذار که تلاش می‌کرد این معامله را برای مایکروسافت به پیش برد، پیشرو در گروه سهامداران موثر یاهو بود. در واقع یاهو به این روند که سوژه مورد توجه برای مالکیت باشد ادامه داد همان‌طور که تا آن زمان شرکت هدف برای سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت پرمفعت در صندوق‌های تامین اعتبار بود.

فعالیت‌های ایکان برای قرارداد مایکروسافت حکم نقطه مرکزی داشت و اگر چه برای پیش بردنش به حد کفایت نبود، اما نشان‌دهنده ظهور سرمایه‌گذاران موثر در معاملات بود. از نقطه نظر سهامداران یاهو، که می‌دیدند شرکت‌شان از پس سال‌های آشفتگی بعد از سقوط قرارداد برآمده و می‌دیدند که از آن زمان استراتژی ثابتی نداشته، شکست این معامله به منزله یک فاجعه بود. اما با در نظر گرفتن شرایط مذاکره که ادغام می‌تواند برای هر دو کمپانی سودمند باشد، اجازه بدهید بررسی کنیم تا ببینیم چه چیزی در طول فاز مذاکره سرنوشت‌ساز اشتباه پیش رفت.

### دوستان را نزدیک نگهدار و دشمنان را نزدیکتر!

صنعت و کسب و کار تکنولوژی ممکن است بین‌المللی به نظر برسد، اما در عین حال می‌تواند خیلی هم محلی باشد.

مرکز فعالیت سیلیکون‌ولی که یاهو، مایکروسافت، گوگل و اپل را تولید کرده است یک جامعه کوچک متشکل از گروه‌های نزدیک به هم است، مدیرعامل‌ها معمولاً با یکدیگر کار می‌کنند و تقریباً همیشه یکدیگر را به طور شخصی می‌شناسند و در افتتاحیه‌ها و همایش‌ها مربوط به کسب و کار که به صورت منظم برگزار می‌شود با یکدیگر ملاقات می‌کنند. اوایل سال ۲۰۰۸، مدیر ارشد اجرایی مایکروسافت، استیو بالمر، هنوز زیر سایه

11. Carl Icahn

موسس تاثیرگذار و قدرتمند شرکت یعنی بیل گیتس کار می‌کرد که تا قبل از حماسه یاهو! هنوز هم به عنوان یکی از کارمندان مایکروسافت مشغول بود و کمپانی را ترک نکرد. بالمر با دنیای تغییر یافته‌ای روبه‌رو شد که گوگل بر آن حکم‌فرمایی می‌کرد. شرکتی که حکم‌لیدر و رهبر پیشرو برای محاسبات مبتنی بر اینترنت داشت. برای اینکه به دوران سلطنت گوگل پایان بدهند، او مجبور بود حملات سریعی را ترتیب بدهد تا به یک رشد درآمدی فوری در زمینه تبلیغات در موتورهای جست‌وجو و ویتترین‌های آگهی برسد. همچنین در یک مدت زمان معین نه‌چندان طولانی، مایکروسافت نیاز داشت که خودش را در برابر تهدیدهای احتمالی آینده از سمت گوگل نسبت به محصولات مرکزی و هسته‌ای ویندوز، محافظت کند.

در این اثنا یاهو در مسیر سراسیبی حرکت می‌کرد. اما همچنان شرکت منطقی و مناسبی برای به دست آوردن محسوب می‌شد. این به هم پیوستن به نظر می‌رسید راه حل روشنی برای هر دو کمپانی باشد. سهامداران یاهو توسط ایکان، که سهم کوچکی در کسب و کار موتورهای جست‌وجو داشت، همصدا شدند، البته نه اینکه این تنها دلیل رفتن به سمت قرارداد پیوستن دو شرکت باشد ولی به هر حال باعث شد سرمایه‌داران مشتاق شوند که مایکروسافت شرکت‌شان را ضبط کند.

با توجه به داده‌هایی که مبنی بر نزدیک بودن کسب و کارها در سیلیکون‌ولی دادیم، احتمالاً از بالمر انتظار دارید که هدفش و ویژگی‌های اجرایی‌اش را به اندازه کافی شناخته باشد تا بتواند یک قرارداد خوب ببندد. اگر از این‌ها مطمئن نبود منطقی به نظر می‌رسد که توقع داشته باشیم قبل از اینکه بخواهد دیدگاهش را در مورد معامله آشکار کند چند دیده‌بان در سطح هیات مدیره بگمارد.

به هر حال اول فوریه سال ۲۰۰۸ بالمر با یک پیشنهاد ۴۴٫۶ میلیارد دلاری داوطلبانه برای یاهو قدم جلو گذاشت. گزارش‌های منتشر شده در مطبوعات ادعا می‌کردند که صحبت‌های پشت پرده مابین دوطرف برای چیزی بیش از یک سال در جریان بوده و با پیشنهاد اولیه‌ای که خیلی منصفانه با

قیمت کامل جلو آمده، همه انتظار داشتند که این معامله به سرانجام برسد. به جایش بعد از ده روز جلسه و مشاوره اعضای هیات مدیره یاهو پیشنهاد را رد کردند.

پاسخ ده روز بعد یاهو به این پیشنهاد اولیه شاخص این بود که در استانداردهای اولیه «از اساس ارزش کمپانی را پایین تر گرفته‌اند» اگرچه باید این نکته را ذکر کنیم که بازار با این استدلال موافق نبود. این پیشنهاد حتی بالاتر از قیمت سهام یاهو بود و وقتی مایکروسافت عقب کشید قیمت هر سهم شرکت تا یک سوم سقوط کرد. گزارش‌های رسانه‌ها حاکی از این بود که کار یاهو خیلی ساده شروع یک بازی شطرنج با حریف بود و مایکروسافت آماده بود تا پیشنهادش را تا ۵۰ میلیارد دلار هم بالا ببرد. اما مایکروسافت دیگر هیچ‌وقت پیشنهاد ثانویه و بالاتری ارائه نداد.

به علاوه یاهو ادعا کرد که این پیشنهاد یک «تله انحرافی مشخص» بوده با این وجود ظرف چند روز آینده‌اش شروع کرد به جست‌وجو تا شوالیه سوار بر اسب سفیدی پیدا کند. این شوالیه قرار بود با نزدیک شدن به رقیب بزرگ مایکروسافت، یعنی گوگل و همین‌طور شرکت خبری روپرت مرداک سراغشان برود. تلاش برای به چنگ آوردن پیشنهاد از سوی رقبای درگیر در کسب و کار تاکتیک استاندارد برای شرکت‌های هدف است تا به قیمت بالاتر دست پیدا کنند یا پیشنهاددهندگان بیشتری را به سمت خودشان هدایت کنند اما در این مورد، در کسب و کاری که در حقیقت مثل کوزه عسل می‌ماند، این کار باعث یک سری تلاطم‌های جدی برای تفکر دوباره در مایکروسافت شد. به هر حال در یازدهم مارس، در طول یک ماه، شرکت خبری هم کنار رفت.

مایکروسافت اگر کمی مصمم‌تر بود می‌توانست دوباره سرپایش بایستد و صبر کند تا طوفانی که به دنبال استراتژی طولانی مدتش به پا شده بود، آرام شود. قطعاً یک سری منابع از جمله پول نقد هم برای انجام این کار داشت. به جای این‌ها، علیرغم این حقیقت که تحلیلگران از به هم پیوستن دو کمپانی حمایت کرده بودند، خروج سریعش از موقعیت به نظر

شبهه به قهرهای کودکانه می‌رسید. طبق گزارش فایننشال تایمز، درست چند روز بعد از آنکه موسسان یاهو، جری یانگ و دیوید فیلو قرار بود برای آخرین جلسه مذاکره و وا کردن سنگ‌هایشان با بالمر و کوین جانسون، که این دومی فعالیت‌های اینترنتی میکروسافت را پیش‌بینی کرده بود، به سیاتل بروند، این اتفاق افتاد.

این موقعیت توسط دستورالعمل‌های شرکتی یاهو که طبق قوانین خودشان را بی‌اشتیاق به پیشنهاددهنده نشان می‌دادند، پیچیده‌تر هم شد. در ماه می سال ۲۰۰۱، کمپانی طرح حقوق سهامداران را پذیرفته بود که در آن قید می‌شد به جز اینکه قرارداد باید توسط اعضای هیات مدیره پیشنهاد شود، سهامداران هم باید حق خریدن سهام اضافه‌تر را داشته باشند که در نتیجه این شرط به طرز موثری جلوی پیشنهادهای خصمانه گرفته می‌شد.

برای موفق شدن با یک پیشنهاد خصمانه، میکروسافت اول مجبور بود سهامداران را متقاعد کند که از شر اعضای هیات مدیره یاهو خلاص شوند و جای آنها را مدیران اجرایی موافق با مالکیت بگیرند. کسانی که می‌توانستند آن قانون مقاومت در برابر پیشنهاد را فسخ کنند یا پیشنهاد میکروسافت را تایید و از آن حمایت کنند. میکروسافت در بیانیه انصرافش به تاریخ ۵ ماه مه سال ۲۰۰۵ به این شرایط ارجاع داده بود. بالمر در یک نامه به سرمایه‌گذاران گفت که تصمیم دارد خلاف این روش عمل کند چون «الزاما شامل اعتراض طولانی و کلا و صاحبان سهم می‌شود» و این جدل طولانی چه برای گرفتن رای سهامداران و چه تغییر اعضای هیات مدیره ناگزیر است.

به هر حال بالمر و تیم مشاورانش، وقتی همان اول به یاهو نزدیک شدند، می‌بایست به خوبی از این بند قانونی یاهو اطلاع می‌داشتند (به فصل سوم قسمت ارزیابی بایسته نگاه کنید). این باعث می‌شود دو سوال پیش بیاید: چرا باید یک پیشنهاد دوستانه ارائه داد مگر اینکه بدانید به گرمی از آن استقبال می‌شود؟ و چرا باید شیوه غیردوستانه‌ای در پیش گرفت اگر به اندازه کافی آماده نیستید که پیشنهاد خصمانه ارائه بدهید و

مستقیم پیش سهامداران بروید یا یک بازی طولانی را شروع کنید و سرمایه‌گذاران را به سمت خودتان بکشانید؟ صرف‌نظر از قضاوت تاریخی درباره یاهو در آن زمان بالمر شبیه یک مدیر اجرایی ضعیف به نظر می‌رسید که فقط یک مشت زد و سپس از صحنه دعوا فرار کرد.

برای مایکروسافت این پایان حماسه ادغام با یاهو بود اما شرکت هدف را هم در موقعیت دشواری قرار داد. چندین سهامدار صندوق بازنشستگی شکایت‌های قانونی علیه مدیریت یاهو تنظیم کردند. ایکان که به خرید سهامش ادامه می‌داد، کم‌کم کمک کرد تا مدیر ارشد اجرایی یاهو در نهایت یک سال بعد در ماه جولای ۲۰۰۹، قرارداد شراکتی با درآمد خیلی کمتر برای جست‌وجو در اینترنت و تبلیغات امضا کند، جیب سهامداران را در این داد و ستد کاملاً خالی کند و برای کمپانی هم یک ضرب‌المثل در زمینه کسب و کار تکنولوژی به جا بگذارد: «خوب می‌شد اگر...»

### شروع بازی شطرنج: زمین تو یا من؟

اولین ملاقات‌ها در سطح میان اعضای هیات مدیره دو شرکت پیشنهاددهنده و هدف غالباً برای موفقیت یا شکست یک قرارداد تعیین کننده است. چه از آنها برای برداشتن نخستین قدم‌ها در مورد مالکیت استفاده شود و چه قرار باشد آنها را به نتیجه برساند.

متاسفانه برای رومانتیک‌ها، قرار ملاقات‌های از قبل تعیین شده میان مدیران اجرایی غالباً در ساختمان‌های کسل‌کننده اتفاق می‌افتد. باز هم باید گفت متاسفانه روزهای قرارهای صبحانه و نهار میان سطوح مدیران ارشد اجرایی با قدرت زیاد در نقاط کلاسیکی مانند ریور روم در هتل ساوی در لندن یا رین‌بو روم بالای مرکز راکفلر نیویورک خیلی وقت است که گذشته. این روزها بخصوص دفترهای و کلا مکان‌های محبوب هستند: آن راهروهای خاکستری نه چندان دوستانه در محدوده جادویی مشهور موسسات حقوقی سطح بالا در لندن یا نمونه‌های مشابهشان در فرانکفورت، توکیو، نیویورک و شانگهای، سرپناهی برای مدیران فراهم می‌کند تا با هم ملاقات کنند و درباره بزرگترین معاملات یک دهه گذشته حرف بزنند.



چرایی اینکه مشاوران حقوقی مکان‌های بی‌اثر و خنثی را برای اتفاق افتادن معاملات در نظر می‌گیرند نامعلوم است. آنها از مشاوران سرمایه‌گذاری بانکی یا حتی موسسات حسابداری استفاده نمی‌کنند. اتاق‌های ملاقات هتل‌ها در مرکز تجاری شهر هم معمولاً مورد استفاده قرار می‌گیرند: گمنام بودن هتل‌ها به عنوان یک مزیت محسوب می‌شود. چون یک روزنامه‌نگار کنجکاو کمتر احتمال می‌دهد که دو مدیر ارشد در یک اتاق کنفرانس خصوصی با هم ملاقات داشته باشند. یکی دیگر از مکان‌هایی که به گونه‌ای مشابه به خوبی از آن جهت قرار ملاقات‌های مدیران ارشد اجرایی استفاده می‌شود، اتاق‌های اختصاصی در فرودگاه‌های بین‌المللی مانند فرودگاه جی. اف. کی نیویورک یا هیتروری لندن است. بخصوص که غالباً مدیران ارشد اجرایی ساکن یک شهر نیستند و یکی از آنها باید پرواز کند تا با دیگری ملاقات رو در رو داشته باشد.

وقتی نوبت به تعلیق احتمال ادغام با یک رقیب یا بحث درباره شیوه ارتباط دو شرکت با یک سرمایه‌گذار کلیدی می‌رسد، کنفرانس‌های تجاری می‌توانند فرصت غیررسمی‌تر و البته خیال‌پردازانه‌تری را پیشنهاد بدهند. در واقع خوشبختی غیرمترقبه ملاقات با یک مدیر اجرایی در چنین کنفرانس‌هایی می‌تواند مسیر را به سمت بحثی ببرد که ایده مالکیت یا ادغام را ایجاد کند تا بعدتر در دفتر حسابداران یا وکلای چند روز یا چند هفته بعد از کنفرانس دنباله‌اش گرفته شود. این محل‌های اجتماع تجاری حتی برای خریداران و فروشندگان کمپانی‌های کوچک از اهمیت بیشتری هم برخوردار هستند. کسانی که شاید به کنفرانس‌های جهانی مثل داووس<sup>۱۲</sup> دعوت نشوند.

## روابط بازرگانی

مجمع جهانی اقتصاد، که ژانویه هر سال در داووس سوییس برگزار می‌شود، سلطان کنفرانس‌های بین‌المللی تجاری است که سیاستمداران، بانکداران، متخصصان مالی و روسای اجرایی و موسسات جهانی در آن شرکت

12. davos

می‌کنند. این مجمع شامل نفرات زیادی از جمعیت میلیاردرها و تصمیم‌گیرانی است که می‌توانند در این سیاره یک‌جا جمع شوند.

هرچند تعداد محدودی از روزنامه‌نگاران معتبر دعوت شده‌اند، ولی شرکت‌کنندگان طوری رفتار می‌کنند که انگار کسی نظاره‌گر آنها نیست. اتاق‌های عمومی فرصت بزرگی برای ملاقات‌ها فراهم می‌کنند. برای مثال در سال ۲۰۱۰ هر شرکت‌کننده‌ای می‌توانست رزفولد را که در آن زمان رییس کرافت بود در حال مذاکره پرشور با سرمایه‌گذار موثر و فعال، کریس هان<sup>۱۳</sup> ببیند. رزفولد توانسته بود مالکیت کامل کدبری را با قیمت بالاتر نسبت به سهامدار کلیدی‌اش وارن بافت، به دست بگیرد. و مشاهده‌گران متحیر مانده بودند که آیا او انتظار داشت سرمایه‌گذار شورش‌ناگرایان را به او نشان بدهد؟!

خیلی دورتر از چشمان کنجکاو مردم، در جشن‌های خصوصی که توسط امثال گوگل، Standard Chartered و مک‌کینسی<sup>۱۴</sup> حمایت می‌شدند، مدیر اجرایی می‌تواند در آرامش نسبی یک قرارداد ادغام را معلق نگه‌دارد. کوه‌های پشت مرکز کنفرانس و آنهایی که در کلاسترز، مجاور پاتوق اسکی، شامل دوجین از کلبه‌های بیلاقی مجلل جایی هستند که روابط تجارت خصوصی می‌تواند در آن شکل بگیرد، ادغام شکست‌خورده شرکت خبری و کمپانی انگلیسی BSKYB که در فهرست شرکت‌های سهامی ثبت شده بود، در یکی از همین کلبه‌ها مطرح شدند.

داووس شاید سلطان کنفرانس‌ها باشد ولی در واقع مجموعه عظیمی از سیاستمداران و سران مالی شرکت‌های ارشد اجرایی است. اما دیگرانی هم هستند که بیشتر در رویدادهای صنعتی متمرکز شده‌اند. جایی که به صورت تصادفی معاملات می‌توانند ارزش‌شان را بالا ببرند. کنفرانس سالپانه صنعت تکنولوژی را یک موسسه خصوصی آمریکایی به نام آلن و شرکا<sup>۱۵</sup> برگزار می‌کند که در سان ولی برخی از پیشرفته‌ترین بخش‌های تکنولوژی را که اهمیت زیادی هم دارند، تولید می‌کنند.

13. chris hohn

14. McKinsey

15. Allen & Company

این کنفرانس، که از سال ۱۹۸۳ برگزار می‌شود، بخش‌های مختلفی مثل قایق‌سواری روی رودخانه، تنیس، دوره‌های پیاده‌روی و یوگا دارد. اما درست مانند داووس، اینجا هم بیشتر کارها در اتاق‌های خصوصی یا کافه‌ها انجام می‌شوند. برای نمونه موارد زیر را بخوانید:

- سال ۲۰۰۸، بازیکنان کلیدی در ادغام مایکروسافت-ياهو، شامل رییس ياهو، سو دکر<sup>۱۶</sup>، بنیانگذار گوگل سرگئی برین<sup>۱۷</sup>، مدیر ارشد اجرایی سابق ياهو تری سمل<sup>۱۸</sup> و برخی از سهامداران کلیدی ياهو برای گپ و گفت دور هم جمع شدند.
- سال ۱۹۹۶ وقتی مایکل آیزنر<sup>۱۹</sup>، مدیر اجرایی سابق دیزنی، برای خریدن شبکه تلویزیونی ABC طرحی ارائه داد، این مکان به عنوان یک مرکز معاملاتی اعتبار و شهرت زیادی کسب کرد.
- سال ۲۰۱۴، ادغام AOL و VERIZON در اینجا متولد شد. اگر چه معامله تا سال ۲۰۱۵ اعلام نشد، مدیران اجرایی هر دو شرکت یک سال پیش‌تر در کنفرانس با هم ملاقات کرده بودند تا فرصت‌های تجاری ممکن را کشف کنند.

## سریع یا آرام؟

برخی از مدیران اجرایی یکدیگر را در اتاق ملاقات نمی‌کنند تا زمانی که معامله در خطر سقوط قرار بگیرد. در مورد قضیه مایکروسافت و ياهو، جایی که علاقمندی از هر دو طرف برای انجام ادغام وجود داشت، این یک اشتباه وحشتناک بود و باعث شد که مایکروسافت دور شود. در موارد دیگر، این یک استراتژی عامدانه و موفق است تا مدیران اجرایی را از هم دور نگهدارد تا زمانی که قرارداد در شرف وقوع باشد. کرافت سال ۲۰۱۰ اشتباهات بدی در مالکیت کدبری مرتکب شد اما تصمیمش برای اینکه تاد استیتزر<sup>۲۰</sup>، مدیر اجرایی کدبری و سر راجر کار، رییس هیات مدیره را حتی

16. Sue Decker

17. Sergey Brin

18. Terry Semel

19. Michael Elsner

20. Todd Stitzer

الامکان تا پایان قرارداد از هم دورنگهدارد، قطعاً جزو این اشتباهات محسوب نمی‌شد.

رییس هیات مدیره و مدیرعامل کرافت، ایرن رزنفلد، می‌دانست که نمی‌خواهد اعضای هیات مدیره کدبری را نگهدارد یا به طور اخص اصلا قصد نداشت از مدیران ارشد شرکت استفاده کند، او فقط نام تجاری و برندهای کدبری و کسب و کار بازارهای نوظهورش را می‌خواست. به علاوه او چالش‌هایی هم با قیمت سهام خودش داشت بخصوص که پیشنهاد بخشی نقد و بخشی مبتنی بر سهام بود و مسائل دیگری هم بود که باعث جدلهایی با سرمایه‌گذاران و بخش‌های مالی می‌شد. نیازی برای صحبت با اعضای هیات مدیره شرکت هدف احساس نمی‌شد تا زمانی که رزنفلد در موقعیتی قرار گرفت که می‌توانست پیشنهاد مناسب را بدهد.

### **آغوش محکم (دوستی خاله خر سه) باکسالتا**

تعهد اولیه و متمرکز با اعضای هیات مدیره هدف و سرمایه‌گذاران در استراتژی دوستی خاله خر سه می‌تواند مفید باشد که در مورد مالکیت شایر روی باکسالتا می‌توان نشان داد.

شرکت‌هایی که کارهایشان را درست انجام داده باشند می‌توانند مسائل فرمالیته‌ای را که پشت هر مالکیت وجود دارد، سریعتر به انجام برسانند. به علاوه سرعت و غافلگیری می‌توانند تاکتیک‌های سودمندی باشند وقتی میزان پیشنهادهای مالکیت ناخواسته روند افزایشی پیدا می‌کند. یکی از نمونه‌ها تعقیب کردن باکسالتا توسط شایر در نیمه دوم سال ۲۰۱۵ است. باکسالتا شرکت کوچک رقیب در کار داروسازی بود. شایر، شرکت انگلیسی-ایرلندی در جولای ۲۰۱۵ با عمومی کردن همه سهامش برای فروش به مبلغ ۳۰ میلیارد دلار برای پیشنهاد مالکیت به باکسالتا بازار را شگفت‌زده کرد. قیمت پیشنهادی شایر ۳۵ درصد بیشتر از ارزش واقعی قیمت سهام مختل نشده باکسالتا بود.

این پیشنهاد کمتر از یک سال بعد از آن ارائه شد که شایر در نتیجه مخالفت دولت آمریکا با آنچه انحراف از خط قرارداد توافق شده خواندند،

توسط رقیب بزرگش، کمپانی AbbVie که در آمریکا مستقر بود، در قربانگاه رها شد. یکی از جذابیت‌های اصلی شایر برای خریداران آمریکایی پتانسیل آن برای پس‌انداز مالیاتی بود که به لطف مالیات خانگی در ایرلند میسر می‌شد. جایی که نرخ مالیات شرکت‌ها به نسبت آمریکا به مراتب پایین‌تر بود. وقتی قرارداد AbbVie سقوط کرد، شایر آزاد بود تا شریک انتخابی‌اش را خودش از دریای شرکت‌های داروسازی پیگیری کند. شرکت‌هایی که در مقایسه باید تحت دستورالعمل مالیاتی آمریکا با رقم بالا فعالیت می‌کردند و شایر برای این شرکت‌ها به عنوان شریک ادغام چیزهای زیادی برای پیشنهاد دادن داشت و خیلی سریع هم وارد عمل شد تا از این شرایط بهره ببرد.

حرکت شایر به سمت باکسالتا به این دلیل بود که این دو کمپانی با هم می‌توانستند تبدیل به رهبران جهان در درمان دارویی بیماری‌های خاص بشوند. حوزه پرمفعتی که روز به روز هم تعداد بیماری‌های نادر این گروه افزایش پیدا می‌کرد. جای تعجب نداشت که پیشنهاددهنده انگلیسی-ایرلندی، با پشتوانه چندین تحلیلگر، استدلال کرد که مالکیت باید برای مجموعه سهامداران هر دو طرف سود به دنبال داشته باشد. نه اینکه به خاطر بهره‌گیری شایر از قوانین مالیاتی سهم حداقلی نصیبش شود.

وقتی شایر پیشنهادش را اعلام کرد، تازه یک ماه بود که باکسالتا به صورت رسمی توسط شرکت والدش، صنایع باکستر، مستقل شده بود. شرکت انگلیسی-ایرلندی بنا به گزارش‌های غیررسمی درست ۹ روز بعد از اینکه باکسالتا هویت یک شرکت مجزا را پیدا کرده بود، به آن نزدیک شد. با توجه به این زمان‌بندی می‌شود به این نتیجه رسید که شایر هم احتمالاً مثل خیلی دیگر از شرکت‌های به دست آورنده خوب، از مدت‌ها پیش هدفش را زیر نظر داشته و رصدش می‌کرده است.

پیشنهاد توسط لودیگ هانتسون<sup>۲۱</sup>، مدیر اجرایی باکسالتا با قاطعیت رد شد چون آن را «گیج‌کننده» می‌دانست. حرکت بعدی شایر این بود که

21. Ludwig Hantson

باکسالتا را در موقعیت آغوش محکم (دوستی خاله خرسه) قرار بدهد. ساختار شرکتی باکسالتا هم درست مثل یاهو شامل تاکتیک‌های دفاعی مشروط در برابر پیشنهاددهندگان بود که برای دور کردن مالکیت‌های خصمانه طراحی شده بود. این ماده قید کرده بود که پیشنهاددهنده باید تلاش‌اش را برای خرید سهام باکسالتا در بازار آزاد آغاز کند، باکسالتا می‌توانست وقتی پیشنهاددهنده به ۱۰ درصد سهام کل شرکت رسید، سهام بیشتری در اختیار سرمایه‌گذاران متصدی قرار بدهد.

تنها راه برای کنار آمدن با این تاکتیک دفاعی این بود که تاییدیه اعضای هیات مدیره تضمین شود یا کل اعضای هیات مدیره برکنار شوند. در مورد پرونده باکسالتا برکنار کل اعضای هیات مدیره به دلیل ابزار دفاعی تقویت‌کننده کمپانی کار سخت‌تری بود به این معنا که شرایط اعضای هیات مدیره طوری بود که باید به تناوب برایشان جایگزین پیدا می‌شد در نتیجه مدت زمان زیادی لازم بود تا اکثریت آنها برکنار شوند و در یک زمان مشخص فقط تعداد مشخصی از آنها می‌توانستند جایگزین شوند. با تشخیص این قدرت دفاعی که باکسالتا درون سازمانش گذاشته بود، شایر روی تلاش‌اش برای متقاعد کردن سهامداران متمرکز شد تا آنها را برای گرفتن تاییدیه از اعضای هیات مدیره به جلو براند. کاری که میکروسافت می‌توانست خیلی موثرتر از آنچه در پیشنهادش برای یاهو انجام داده بود، به مرحله عمل درآورد. از آنجایی که شایر به آن تاییدیه نیاز داشت، ساختار قرارداد را به گونه‌ای تنظیم کرد که برای اعضای هیات مدیره باکسالتا جذاب باشد و آنها را با پرداخت‌های چندین میلیون دلاری مخاطب قرار داد.

مدیر اجرایی و رییس هیات مدیره شایر، چند ماه بعدی را با رفت و آمدهای متناوب روی اقیانوس اطلس سپری کردند تا برای قرارداد پیشنهاد شده با سرمایه‌گذاران مقیم آمریکای باکسالتا پرونده را توضیح بدهند. شیوه جسورانه آنها در نهایت جواب داد وقتی که اعضای هیات مدیره باکسالتا پیشنهاد شیرین بخشی نقد، بخشی سهام را پذیرفتند و شرکت را ۳۲ میلیارد دلار ارزش‌گذاری کردند. سرمایه‌گذاران این موضوع را

روشن کردند که آنها پول نقد را به عنوان نشانه‌ای در جبران پیش‌تیبانی‌شان می‌دانند و شایر هم پیشنهادش را به ۴۰ درصد نقد و ۶۰ درصد سهام تغییر داد. در این زمان، سرمایه‌گذاران باکسالتا به شدت برای سفارش‌نامه تحت فشار قرار گرفته بودند و اعضای هیات مدیره هدف با موافقت با پیشنهاد بالاخره به آنها پاسخ دادند.

متن قرارداد سال ۲۰۱۶ اعلام شد. فلمینگ اورنسکوف<sup>۲۲</sup> مدیر اجرایی شایر، ابراز داشت که درآمد تشریک مساعی از ادغام دو شرکت می‌تواند درآمد ترکیبی را تا سال ۲۰۲۰ به ۲۰ میلیارد دلار برساند. که در مقایسه با ۱۲ میلیارد دلار سال ۲۰۱۴ عدد بزرگی به حساب می‌آید. خیلی زود است تا قول اورنسکوف را مورد ارزیابی قرار بدهیم یا بخواهیم بگوییم که باکسالتا هدف درستی برای سهامداران شایر بوده یا نه. اما آنچه که شایر انجام داد انتخاب محتاطانه هدفی بود که ترجیحش می‌داد و بعد با سرعت و البته سرسختی و چسبندگی به سمت آن حرکت کرد. در معنای تاکتیک‌های مذاکره، این یکی در حد یک بلاک‌باستر بود.<sup>۲۳</sup>

## هنوز نشتی دارد؟

نشتی‌ها، می‌توانند توسط فروشندگان به عنوان یکی از تاکتیک‌های مذاکره برای بالا بردن نسبت پیشنهاد و به عنوان اهرم قدرت روی خریداران استفاده شوند. برای نمونه پیشنهاددهندگان را مجبور کنند که قیمت‌های مزایده را آشکار اعلام کنند. افسانه نشت تصادفی، داستان پوشه قراردادی که به صورت سهوی توسط یک تحلیلگر روی صندلی عقب یک تاکسی جا ماند، خب فقط یک قصه و افسانه است. بیشتر نشت اطلاعات عمدی به نظر می‌رسند. و همان‌طور که شکل ۵،۲ هم نشان می‌دهد تعدادشان خیلی هم زیاد است.

تحقیقات مشاوران M&A نشان می‌دهد که نیمی از معامله‌گران فکر می‌کنند که نشت اطلاعات می‌تواند برای قراردادشان خوب باشد، اگرچه

22. Flemming Ornskov

۲۳. (بلاک‌باستر اصطلاحی است که برای فیلم‌های عظیم پر هزینه هالیوودی استفاده می‌شود که در نهایت فروش خوبی هم می‌کنند)

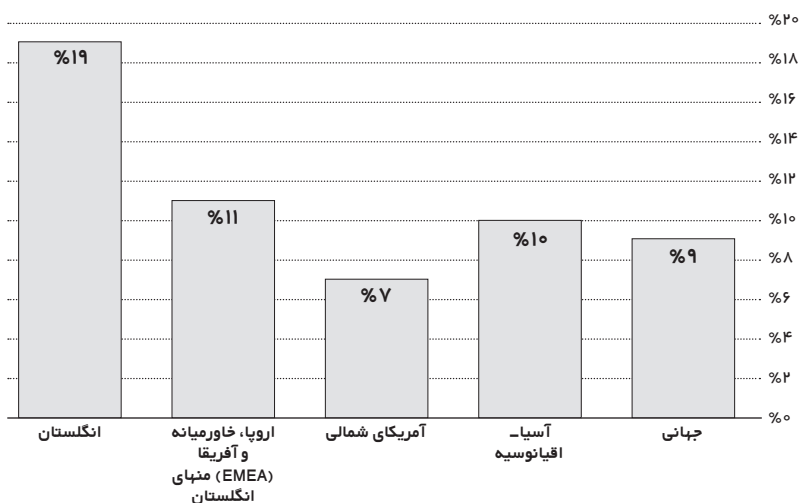
از هر ۱۰ نفر ۹ نفر تصدیق می‌کنند که ممکن است این ماجرا نتیجه معکوس هم بدهد. مهم است توجه کنیم که قانون‌گذاران و رگولاتورها به موسسات و قراردادهایی که در آنها نشت اطلاعات وجود داشته باشد نگاه تاریکی دارند و ممکن است این سوال را پیش بکشند که آیا آنها تمامیت و امانت بازار را نگه خواهند داشت.

نوع اشتباهی از نشت اطلاعات می‌تواند مشاور یا موسسه را در رابطه با رگولاتورها به دردسر بیندازد.

نشت اطلاعات فقط هم منحصر به فاز ارزیابی بایسته نیست. آنها کاربردها و موارد استفاده گوناگون گسترده‌تری دارند و نشستی‌های عامدانه در زمان مذاکرات مورد استفاده قرار می‌گیرند. شواهدی است که فروشنده‌ها از آنها برای پیش کشیدن پیشنهاددهنده‌های رقیب استفاده می‌کنند و برای خریداران هم نقش مجرای را دارد که در صورت سرد شدن نسبت به قرارداد از آن فرار کنند.

اگر چه نشستی‌های اطلاعات تاکتیکی در حوزه پیشنهادهای غیردوستانه

شکل ۵/۲: درصد معاملاتی که در آنها اطلاعات به بیرون نشت کرده است.





است، در بستر دوستانه خطرناک‌تر و آسیب‌زننده‌تر هستند. قراردادهای دوستانه غالباً در میان هیاهوی بسیار اعلام می‌شوند. با برنامه‌های کامل برای انجام قرارداد، تیم‌های مدیریت ارشد برای بعد از بستن قرارداد و حتی برنامه‌های ادغام هم آماده هستند تا پیشاپیش اعلام شوند.

به هر حال اگر قراردادی به دلیل نشت اطلاعات به صورت نابه هنگام اعلام شود، این برنامه‌ها ممکن است به صورت کامل بسط و گسترش پیدا نکرده باشند. از سهامداران کلیدی یا رگولاتورها آن تایید اولیه را هنوز نگرفته باشند و طرح‌های مربوط به پیوستن دو شرکت در مرحله بستن حساب‌ها کامل نشده باشد. نشت اطلاعات زود هنگام می‌تواند به معنای تفاوت میان موفقیت و شکست باشد. همان‌طور که در مورد شکست پیشنهاد ۳۰ میلیارد دلاری Prudential برای AIA که در فصل آینده درباره‌اش حرف می‌زنیم، می‌توان این تفاوت را دید.

### تاکتیک‌های مذاکره: بایدها و نبایدها

- **باید** آگاه باشید که اولین شیوه‌ای که برای نزدیک شدن اتخاذ می‌کنید معمولاً تعیین‌کننده است.
- **نباید** شیوه خاصی را انتخاب کنید تا زمانی که مطمئن شده باشید که شرکت هدف به آن چطور واکنش نشان خواهد داد.
- **باید** وظایف‌تان را در قبال تاکتیک‌های دفاعی که هدف ممکن است داشته باشد، دنبال کنید.
- **نباید** انتظار داشته باشید که با فرستادن یک نماینده به مذاکرات می‌توانید قرارداد را ببندید: مدیر ارشد اجرایی و رییس هیات مدیره لازم است که در قراردادهای بزرگ مشارکت داشته باشند.
- **نباید** از نشت اطلاعات عامدانه برای پیش بردن کارها بترسید، اما آگاه باشید که چنین تاکتیکی ممکن است نتیجه معکوس بدهد.

فصل ششم

**تعهدات**

**ارتباطات** - این دومین خطا از میان سه اشتباه بزرگ در معامله کردن است و فقط مربوط به زمانی نیست که قرارداد اعلام می‌شود یا اگر بدشناسی بیاورید وقتی که اطلاعاتش به بیرون درز پیدا می‌کند. از زمانی که مدیر ارشد اجرایی شروع به تفکر درباره استراتژی مالکیت از طریق اعلام قرارداد برای پیوستن شرکت‌ها بعد از ادغام می‌کند، طرح و برنامه ارتباطات با کیفیت بالا که شامل سهامداران، کارمندان و همه سهامداران خارجی حساس می‌شود، فقط یک گزینه اضافه نیست که «بهتر است داشته باشید». برای انجام معامله موفق و تکمیل آن امری ضروری و تعیین‌کننده است.

شرکت‌هایی که در بازار سهام ثبت می‌شوند، تقریباً همیشه مشاوران روابط عمومی داخلی و خارجی دارند. اما در کسب و کارهای خصوصی یا کوچکتر، برای نیاز به ارتباطات خوب استخدام آژانس‌های روابط عمومی گران‌قیمت ضروری نیست، چون این کارها می‌تواند به صورت داخلی هم انجام شود. تنها نکته مهم این است که یک نفر باید کار روابط عمومی را انجام بدهد.

بیشتر قراردادهای بدون دانش و آگاهی از اکثریت کارمندان هر دو موسسه بسته می‌شوند. البته به شکل واضحی کسب و کارهای استارت‌آپ استثنا هستند. احتمال اینکه یک قرارداد روی کاغذ بیاید می‌تواند نگرانی‌هایی میان کارمندان ایجاد کند چون اغلب اوقات معنایش این است که کارشان را از دست می‌دهند. حتی اگر قضیه این نباشد، قراردادهای معمولاً کاتالیزورهایی برای تغییرات سازمانی هستند و تصور تغییرات در افق فکری کارمندان احتمالاً به معنای تغییر مسیر البته در جهت ناخوشایند است. در نتیجه روز اعلام قرارداد برای کارمندان هر دو شرکت به مثابه روز اولی است که تازه باید تغییرات معنادار محیط کارشان را کشف کنند. بیشتر مردم از تغییرات خوش‌شان نمی‌آید و چیزی که حتی بیشتر از آن ناراحت‌شان می‌کند غافلگیری است. در نتیجه ساختن یک داستان در مورد دلایل معامله، اینکه چرا یک موقعیت برد-برد است و چه معنایی برای کارمندان هر دو طرف

خواهد داشت باید در دستور کار جزو اولویت‌ها قرار بگیرد که باعث گیجی، ترس و درنهایت فقدان افراد کلیدی نشود. همچنین این فرصتی برای مدیریت ترکیبی است که خط مقدم مشترک را در ویتترین به نمایش بگذارند. این بخصوص برای کارمندان شرکت هدف اهمیت زیادی دارد، کسانی که احتمالاً هیجان و اشتیاق کمتری نسبت به رفتن جزو زیرمجموعه یک شرکت دیگر دارند.

این فصل درباره دلایل برای داشتن استراتژی روابط عمومی بحث می‌کند و برنامه‌ای که لازم است تا استراتژی PR (روابط عمومی) اجرایی شود. حالا چه از موسسات خارجی PR استفاده کنید و چه نه. همچنین قرار است به ارتباطات با سهامداران هم نگاهی داشته باشیم، چه سهامداران سازمانی و چه سهامداران موثر فعال، که غالباً یا توسط مدیریت یا مشاوران سرمایه‌گذاری بانکی‌شان وارد بازی می‌شوند. و درنهایت مثال پیشنهاد سال ۲۰۱۰ شرکت Prudential برای AIA، بازوی آسیایی AIG را داریم که یک فاجعه را در زمینه ارتباطات نشان می‌دهد. جایی که برنامه‌ریزی و ارتباطات ضعیف آنچه را که می‌توانست برای بیمه‌گر معتبر انگلیسی ادغامی در راستای دگردیسی باشد، نابود می‌کند.

## داستان‌های چرخشی

در روزهای قدیم، توصیه‌های PR روی قراردادهای M&A یک گزینه اضافی اختیاری بود. از آن روزها زمان زیادی گذشته و همه چیز تغییر کرده است. در طول دو دهه گذشته مشاوران PR، که گاهی اوقات مشاوران ارتباطات مالی یا ارتباطات شرکتی نامیده می‌شوند، در فهرست شماره‌های ضروری مدیران ارشد اجرایی جزء اولین نفرات هستند.

تحقیقات توسط مرکز تحقیقاتی ادغام و مالکیت مدرسه بازرگانی کاس نشان می‌دهد که چرا یک دلیل مالی منطقی برای اهمیت PR وجود دارد. «فروش داستان» آشکار می‌کند که مخارج روابط عمومی همیشه بازگشت دارد. در این تحقیق، که ۱۹۸ قرارداد بزرگ بین

شرکت‌های سهامی عام انگلیسی را از سال ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۰ مورد مطالعه قرار داد مشخص شد که قراردادهای با حضور موسسات PR در صحنه معامله به طور مشخصی از شانس بالاتری برای به هدف رسیدن برخوردارند تا آنهایی که از داشتن روابط عمومی بی‌بهره‌اند. وقتی موسسات PR هم به پیشنهاد دهنده و هم شرکت هدف توصیه‌هایی می‌کنند، بالای ۹۰ درصد قراردادهای با موفقیت جلو می‌روند و به سرانجام می‌رسند. در حالی که آنهایی که مشاور روابط عمومی ندارند فقط در دو سوم موارد می‌توانند کارشان را درست انجام بدهند. (شکل ۶،۱ را ببینید).

دادن هزینه‌های مشاوره روابط عمومی بخش کوچکی از هزینه‌های کلی مربوط به قرارداد را دربرمی‌گیرد و استخدام تیم ارتباطات حرفه‌ای در معاملات بزرگ هم منطقی و هم مقرون به صرفه است. برای کمپانی‌های کوچکتر، حتی ممکن است حضورشان ضرورت داشته باشد، چون آنها قراردادهای پشتیبان دیگری ندارند.

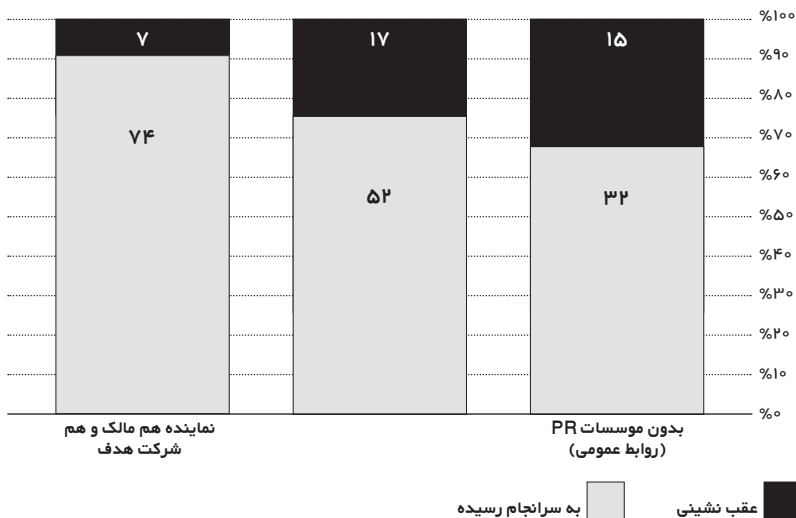
آنتونی کاردو<sup>۱</sup> از موسسه PR گروه کاردو است که مشتریانی مانند اسمیت<sup>۲</sup>، تورنتون<sup>۳</sup> و لانمین<sup>۴</sup> دارند در این رابطه می‌گوید:

«مشاوران روابط عمومی نقش بسیار مهمی بازی می‌کنند. بخصوص در قراردادهای بزرگ و افسانه‌ای M&A که پروسه طولانی تا زمان بسته شدن قرارداد وجود دارد. آنها در تمام این مدت باید به اندازه کافی به تیم مدیریتی نزدیک باشند تا بتوانند کارشان را درست انجام بدهند. اگر یک آژانس روابط عمومی ارتباط و لینک‌های مناسب با تیم مدیریتی نداشته باشد نمی‌تواند کارش را به شیوه درست به سرانجام برساند.»

کار روابط عمومی قطعاً فقط حرف زدن با روزنامه‌نگاران در روز اعلام قرارداد نیست. شما نیاز دارید که وقت صرف کنید تا به شرکت در

1. Anthony Cardew  
2. Smiths  
3. Thorntons  
4. Lonmin

شکل ۶/۱: تاثیر موسسات روابط عمومی روی موفقیت‌های قرارداد



ارتباط برقرار کردن استراتژی طولانی مدت‌شان با گستره وسیعی از سهامداران یاری رسانید. حالا اسمش را می‌توانید روابط عمومی بگذارید یا هر چیز دیگری که دوست دارید.

یکی دیگر از متخصصان PR که در لندن مستقر است و از پیشگامان روابط عمومی به شمار می‌رود، کریس سالت<sup>۵</sup> است: از شرکای دفتر مشاوره هدلند<sup>۶</sup> که برخی از مشتریانش که برای مشاوره سراغش رفته‌اند شامل دانون، AA، Legal & General و جانسون متی<sup>۷</sup> می‌شوند. او درباره نقش PR اضافه می‌کند:

بسیاری از مشاوران PR خیلی قبل‌تر از آنکه قرارداد در افق دید بقیه قرار بگیرد در جایگاهشان مستقر می‌شوند. در نتیجه یکی از کلیدی‌ترین وظایف آنها این است که با

5. Chris Salt

6. Headland Consultancy

7. Johnson Matthey

کمپانی کار کنند تا داستان شرکت را به شیوه‌ای بگویند که هر پیشنهاد یا فعالیت M&A در بستر وسیع‌تر استراتژی‌های طولانی مدت منطقی و عاقلانه به نظر برسد. و در مرحله بعد، جایی که خیلی از مشاوران ممکن است فقط برای قرارداد حاضر باشند، در جهانی که بعد از قرارداد برای شرکت درست می‌شود، اینکه چطور یک نفر در طول پروسه قرارداد ارتباط برقرار کرده، باعث اتصال قوی‌تر می‌شود.

زمان‌بندی اعلام عمومی قرارداد شرکت هم جزء مسائلی است که اهمیت زیادی دارد. قراردادهایی که پیش از شروع دادوستد اعلام می‌شوند کمتر به نتیجه می‌رسند تا آنهایی که بعد از باز شدن بازار به اطلاع عموم می‌رسند. قراردادهایی که ساعت اعلام‌شان معمولاً بین ساعت ۷:۱۵ تا ۹ صبح است تا ۸۷ درصد نرخ اجایشان بالاتر است. این عدد از ۹ صبح به بعد به ۶۴ درصد سقوط می‌کند. دوباره این قضیه هم اشاره به برنامه‌ریزی خوب و تیم محکم قرارداد دارد که دارای قابلیت‌های اعتماد و نظم و ترتیب هم باشند. چرا؟ چون احتمال زیادی وجود دارد که اعلام قرارداد بعد از اینکه بازار گشوده شد در واکنش نسبت به نشت اطلاعات یا یک شایعه باشد در نتیجه ممکن است قراردادی به نظر برسد که از پیش‌تر برایش برنامه‌ریزی و طراحی صورت نگرفته باشد.

محتوای اولین خروجی قرارداد که در مطبوعات منتشر می‌شود تعیین‌کننده و مهم است. چون برای هر نوع پوشش رسانه‌ای که متعاقباً صورت می‌گیرد لحن این قرارداد را تعیین می‌کند. درست مثل هر چیز دیگری در زندگی اولین تأثیری که گذاشته می‌شود اهمیت دارد. حتی برای سهامداران امیدوار خونسرد که در نهایت تصمیم می‌گیرند آیا قرارداد را قبول کنند یا نه.

حتی بعد از اولین بیانیه عمومی درباره قرارداد، شرکت‌های ادغام شونده نیاز دارند تا جایی که برایشان امکان دارد کنترل اوضاع را در مورد ارتباطات داخلی و خارجی در دست نگهدارند. سر راجر کار، رییس

هیات مدیره کدبری در مدت زمانی که این شرکت تحت مالکیت کرافت بود، درباره جلساتی می‌گوید که هر جمعه برگزار می‌شد تا در مورد استراتژی PR برای آخر هفته در جهت کنترل اخباری که در روزنامه‌های یکشنبه منتشر می‌شد، تصمیم‌گیری شود. می‌گفت که لحن این داستان‌ها غالباً مشخص می‌کرد که مطبوعات در طول هفته بعدش نسبت به معامله و شرکت‌ها چطور باید واکنش نشان می‌دادند. این امر بخصوص اهمیت دارد چون ممکن است نشستی اطلاعات از طریق روزنامه‌ها اتفاق بیفتد. (فصل پنجم را بخوانید). کار دو در این رابطه می‌گوید:

«فقط بخشی از غالب گزارش‌هایی که بعد از نشست اطلاعات منتشر می‌شوند، صحت دارد. در نتیجه اگر شما در تلاش هستید که یک پرونده سرمایه‌گذاری را قضاوت و توجیه کنید واقعا سخت است با وجود انبوه مدیوم‌های خبری و طبیعت خبررسانی‌شان، داستان را به قلمروی خودتان برگردانید. این کار دانایی و درکی می‌طلبد که هفته‌ها زمان می‌برد تا همه چیز را وارونه جلو بدهد... وقتی نشست اطلاعات اتفاق می‌افتد مجبورید با اصالت حقیقت آن دست و پنجه نرم کنید.»

سالت اضافه می‌کند:

«نشست اطلاعات می‌تواند به طرز وحشتناکی آزاردهنده باشد بخصوص وقتی شما در آستانه رسیدن به مرحله پایانی هستید. آنها غالباً موقعیتی را که شما و مشتری‌هایتان می‌خواهید داشته باشید، در هم می‌شکنند. این می‌تواند به معنای آن باشد که برای دوباره به دست آوردن دستور جلسه باید زمان زیادی را از دست بدهید. این را هم باید گفت که اگر در مقابل نشست اطلاعات استراتژی حمله متقابل در نظر نگرفته باشید و برایش برنامه‌ریزی نکرده‌اید، اصلاً قراردادی در کار نخواهد بود.»



البته بیشتر شرکت‌ها روی صفحه اول اخبار روزنامه‌ها نخواهند بود (البته برای کدبری در طول قرارداد کرافت اتفاق افتاد و تیتراژ یک شد) و در نتیجه بیشتر قراردادهای سوژه‌هایی برای نشت اطلاعات نخواهند بود. برای این شرکت‌ها، کنترل اخبار داخلی و شایعات ضروری‌تر است. استراتژی ارتباطات داخلی باید از همان اوایل قرارداد و در مرحله‌های نخست طرح‌ریزی شود. همان‌طور که کار دو گفته است:

**«قراردادی که درک شده باشد خوب هم تحویل گرفته می‌شود و از آن استقبال می‌کنند. کاری که شما باید انجام بدهید این است که یک داستان متقاعدکننده بگویید.»**

یکی از عناصری که تقریباً در همه بیانیه‌های مربوط به قراردادها دیده می‌شود بحث پتانسیل‌های تشریح مساعی است. این بحث نه تنها به صورت کامل یا حداقل بخشی از قیمت برآورد شده‌ای که خریدار باید پردازد را تعیین می‌کند که علاوه بر آن به بازار هم علامت می‌دهد که خریدار قصد دارد با هدفش چه کاری انجام بدهد. سالت این ماجرا را شرح می‌دهد:

هر چیزی که ممکن است از طرف شما مورد نزاع یا بحث قرار بگیرد قابل احترام است به جز مسئله تشریح مساعی. در این مورد باید کاملاً روشن باشید. به روشنی کریستال. در غیر این صورت به این خطر تن می‌دهید که استدلال‌های سرمایه‌گذاری‌تان را از دست بدهید.

سوالات تشریح مساعی شامل موارد زیر است:

— آیا هدف به صورت کامل حاضر به پیوستن و مشارکت هست که به سمت تشریح مساعی بزرگتری بروند؟ یا می‌خواهد در اصل به عنوان یک بخش مجزا فقط زیر نظر صاحب جدید به کارش ادامه بدهد؟

— تایم‌لاین (جدول زمانی)‌تان برای دست یافتن به این همکاری‌های به چه صورت است و بر طبق آن تغییرات در هر دو شرکت، بخصوص شرکت هدف، قرار است به سرعت اجرایی شود؟

— مدل کسب و کار چطور تغییر می‌کند؟  
 — هزینه‌ها برای دست یافتن به آن تشریح مساعی چقدر خواهد بود  
 و چقدر زمان می‌برد؟

اشتراک مساعی غالباً حوزه‌ای است که انتخاب مدیریت، دست کم آنچه در شمایل عمومی عرضه می‌کند، بر این است که کمتر از چیزی که بقیه انتظار دارند درباره‌اش قول بدهد و بیشتر دریافت کند. به هر حال وقتی بعد از اعلام قرارداد مقاومتی نسبت به آن وجود داشته باشد، ضروری است که میزان مشارکت هدفها به سمت بالا و پیش‌بینی‌های مخارج به سمت پایین، بازبینی شود و مورد تجدیدنظر قرار بگیرد.

### سرمایه‌گذاران سازمانی: آیا مدیر اجرایی بهترین متحد است؟

برای شرکت‌های سهامی عام که وارد بورس می‌شوند، سرمایه‌گذاران سازمانی می‌توانند عامل سرگرفتن یا فسخ یک قرارداد M&A باشند. ارتباطات با سهامداران سازمانی، و وقتی گروه بزرگی از سهامداران جزء وجود داشته باشد ارتباط با سهامداران خرد، باید در صورت امکان در فاز استراتژیک آغاز شود. هر حرکت مهمی مثل مالکیت یا انحلال یک بخش، باید به درستی از پیش‌تر به سرمایه‌گذاران اطلاع داده شود و هم بخشی از استراتژی شرکت ادغام شده باشد و هم ارتباطات گسترده‌تری برنامه‌ریزی شود تا برای رسانه‌ها، سایر سهامداران و به ویژه کارمندان مورد استفاده قرار بگیرد.

اطلاع دادن زودهنگام که تنها وقتی امکان‌پذیر است که شرکت استراتژی خودش را با ترتیب انجام وظایف درست داشته باشد، برای موفقیت قرارداد M&A ضروری است. شکست پیشنهاد سال ۲۰۱۰ شرکت PRUDENTIAL برای AIA، بازوی آسیایی AIG، شرکت چند ملیتی بیمه آمریکایی، نشان می‌دهد که وقتی یک مدیر ارشد اجرایی به صورت ناگهانی و بدون هشدار شرکتش را در یک مسیر استراتژیک کاملاً متفاوت بیاندازد، چه اتفاقی رخ می‌دهد.

## گوش دادن به سرمایه‌گذاران

در تحقیقات بیشتر، «از سرمایه‌گذاران تان یاد بگیرید: پیش‌تیبانی سهامداران از داد و ستدهای M&A» که در سال ۲۰۱۱ توسط مرکز تحقیقات مدرسه بازرگانی کاس منتشر شد، پیشنهاد می‌داد که شرکت‌ها می‌توانند از سرمایه‌گذاران متخصص‌شان بیاموزند و بهره ببرند.

این تحقیق به صورت مشخص روی سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی متمرکز شده بود که در بورس وارد شده بودند و سرمایه‌گذارانشان یا سازمانی بودند (مثل صندوق بازنشستگی یا شرکت‌های بیمه) که به صورت مشخص تخصص جغرافیایی داشتند یا سرمایه‌های هنگفت شخصی با دسترسی‌های خوب محلی. همه آنها می‌توانند در طول پروسه قرارداد M&A توسط تیم‌های مدیریتی زیرک و باهوش کنترل شوند. این اصل همچنین برای شرکت‌هایی که به صورت خصوصی اداره می‌شوند هم صدق می‌کند برای مثال موسسات سهامی خاص که در شرکت‌های مادرشان سهم دارند یکی از شرکایشان را روی صندلی هیات مدیره آن شرکت‌ها خواهند نشاند نه فقط برای اینکه حواسش به کسب و کار باشد بلکه بیشتر برای اینکه تخصص و توصیه‌های تازه پیشنهاد بدهند.

شرکت‌هایی که چنین سرمایه‌گذارانی دارند که همه چیز را رصد می‌کنند (آنهایی که به صورت فعال سهام‌شان را مدیریت می‌کنند) با متخصصان ارشد محلی، می‌توانند انتظار داشته باشند که در طولانی مدت در آن ناحیه موفقیت‌هایی در زمینه قراردادهای M&A خارج از مرزها هم کسب کنند.

به نمونه‌ای از سرمایه‌هایی که وارد انگلستان شدند نگاه کنید. تحقیقات روشن کرد مالکانی که قراردادهایشان توسط سرمایه‌گذاران سازمانی مورد پشتیبانی قرار گرفته است که دانش کامل نسبت به آن ناحیه جغرافیایی دارند به روشنی بدون وجود این حمایت و پشتیبانی

نمی‌توانستند عملکرد به این خوبی داشته باشند. خریداران با چنین حمایتی در بازار ۵۵,۷ درصد کارشان را بهتر از شرکت‌هایی انجام دادند که از چنین پشتیبانی بی‌بهره بودند. آنهایی که حمایت سرمایه‌گذاران سازمانی را نداشتند فقط ۶,۳ درصد به شاخص مورد نظر رسیدند.

یکی از جنبه‌های اصلی تحقیق این است که چه وقتی قطب‌های مخالف هم در استراتژی‌های برون‌مرزی M&A را باید با هم مقایسه کرد:

— **Blitzkrieg**: وقتی یک ورود سریع از طریق مالکیت به بازار جدید خارجی داشته باشند که خیلی گسترده برایش برنامه‌ریزی شده و خیلی محرمانه مسیرش را طی می‌کند.

— **بازی کردن به مدت طولانی**: جایی که شرکت به تدریج در طول زمان میان مدیریت و سرمایه‌گذاران سازمانی متخصص پیش از ورود به بازارهای هدف خارجی، دیالوگ ایجاد می‌کند.

استراتژی دوم ممکن است در اجرای شرکت‌های ارشد و بزرگ نتیجه‌بخش باشد و روی این جریان تاکید دارد که اطلاعات فقط نباید از مدیریت به بازار منتقل شود بلکه باید در جهت عکس هم این اتفاق بیفتد. شرکت نیاز به برنامه روشنی دارد تا از بازار اطلاعات بگیرد، اینجا برای قراردادهای بین مرزی طبق این تحقیق، باید شرکت شامل سرمایه‌گذاران سازمانی با دانش زیاد باشد.

ارتباطات بین مدیریت و شرکت‌کنندگان در بازار سهامی عام مانند سرمایه‌گذاران سازمانی باید خیلی محتاطانه مدیریت شود. چون هر مکالمه‌ای ممکن است حاوی اطلاعاتی باشد که برای بازار حساس است. تبادل اطلاعات حساس و ویژه هدف بین دو طرف در بسیاری از کشورها می‌تواند به سمت تحمیل یک سری محدودیت‌ها روی توانایی‌های سرمایه‌گذار برای تجارت سهام برود. چون اطلاعات داخلی را برایشان افشا کرده که در دسترس بقیه سرمایه‌گذاران نیست.

رگولاتورها روی هرگونه دستکاری در بازار یا تجارت داخلی نظارت خواهند داشت. در نتیجه شرکت‌هایی که در فکر مالکیت هستند، لازم

است خیلی زود دست به کار شوند. اگر سرمایه‌گذاران سازمانی کاملاً در ماه‌ها و سال‌هایی که منجر به پیشنهاد مالکیت می‌شود درباره استراتژی‌های کلی شرکت و برنامه‌های M&A عمومی توجیه باشند، بعدتر درباره اطلاعات حساس بازار که ممکن است آنها را در معرض توجه قرار بدهد و عواقبش هم ممنوعیت داد و ستد است، هیچ نیازی به مکالمه نخواهند داشت.

### خیزش فعالان

علاوه بر آشنا کردن همه با اتفاقاتی که داخل یک مالکیت خصمانه می‌افتد، فیلم «وال استریت» محصول ۱۹۸۷ به سرمایه‌گذاری فعال گوردون گکو<sup>۸</sup>، ضدقهرمانش، روی اشخاص شهرتی جاودانه می‌بخشد. در روزهایی که «طمع خوب بود» و «نهار برای افراد ترسو و غیرماجراجو بود»<sup>۹</sup>. گکو و تیمش با اسمی جلو رفتند که خیلی مودبانه به نظر نمی‌رسید: مهاجمان شرکت‌ها. این مردها (در آن روزها هیچ زنی جزو مهاجمان شرکت‌ها نبود) به عنوان شغال‌های سرمایه‌داری تیپ‌سازی شده بودند. شرکت‌های ضعیف فراموش‌شده را زیر نظر می‌گرفتند و برای سود دنبال‌شان می‌رفتند بدون اینکه برای عواقب این کار و هزاران شغلی که کارمندان از دست می‌دهند اهمیتی قائل باشند. در نتیجه در دهه ۸۰ چنین مردانی را با نام «پوست‌کن سرمایه‌ها» هم می‌شناختند.

از آن زمان تکنیک سرمایه‌گذاری فعال به چیزی کاملاً قابل احترام تغییر شکل داد. اول از همه نقطه تکیه‌گاه وال استریت و حالا بقیه پایتخت‌های مالی جهان شده است. برخی از مهاجمان اریجینال شرکت‌ها، که میان‌شان می‌توان به نلسون پلتز<sup>۱۰</sup>، صندوق‌تأمین اعتبار تراپان<sup>۱۱</sup> و کارل ایکان که در هشتاد سالگی هنوز فعال هستند

8. Gordon Gekko

۹. هر دو جمله از دیالوگ‌های گوردون گکو در فیلم «وال استریت» الیور استون هستند.

10. Nelson Peltz

11. TRIAN

اشاره کرد، هنوز هم دوروبر شرکت‌ها هستند. این روزها آنها بخشی از یک موسسه هستند اما با این وجود هنوز هیات مدیره شرکت‌ها از آنها وحشت دارند.

در اولین دهه هزاره جدید آنها به گروه‌های جاه‌طلب و ظالمی پیوستند و تصمیم داشتند شرکت‌هایی را که در آنها سرمایه‌گذاری کرده‌اند بلرزانند. از تاکتیک‌های گسترده‌ای هم استفاده کردند: از پیشنهاد منصفانه تا نسبتاً دوستانه، همه طراحی شده بودند تا مدیریت را متقاعد کنند کاری را انجام بدهد که از نظر آنها بهترین بود.

طبق گزارشی که سال ۲۰۱۵ توسط جی.پی. مورگان، موسسه خدمات مالی جهانی، با عنوان «انقلاب فعالان» منتشر شد، سرمایه‌های زیر نظر مدیریت توسط سرمایه‌های سرمایه‌گذاران فعال و موثر از ۱۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳ به ۱۱۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۱۵ پرش داشت. بیشتر این افزایش سرمایه بعد از سال ۲۰۰۹ اتفاق افتاده بود. به علاوه سرمایه‌های استراتژی‌های چندگانه (سرمایه‌هایی که از روش‌های متعدد سرمایه‌گذاری به صورت موازی استفاده می‌کنند) روی استراتژی‌های سرمایه‌گذاران فعال به میزان مشخصی دوباره تمرکز کردند. گزارش این‌طور اعلام کرد:

برای اضافه کردن پویایی این سطح از دارایی‌ها، سرمایه‌های جدید با سرعت زیاد وارد حوزه فعالیت سهامداران شدند و سرمایه‌گذاران سازمانی سنتی، که مستقیم یا غیرمستقیم، از کمپین‌های فعال سهامداران حمایت می‌کنند.

سرمایه‌گذاران فعال می‌توانند از عهده مسائل مختلفی برآیند: از عملکرد بهتر از حد انتظار گرفته تا نظارت ضعیف. اما آنها اغلب خواستار این هستند که مدیریت را متقاعد کنند جایی که آنها احساس می‌کنند ارزش شرکت دست کم گرفته شده از خیر مالکیت می‌گذرند. این اتفاق وقتی می‌افتد که ارزش شرکت فراتر از سرمایه فعلی بازار است. یا از مدیریت می‌خواهند که دارایی‌های غیرهسته‌ای شرکت را که بازار کمتر از ارزش واقعی‌شان تخمین شده، بفروشد. در برخی نمونه‌ها

آنها ممکن است تلاش کنند که با اعضای هیات مدیره وارد یک دیالوگ خصوصی بشوند. و برخی اوقات هم به صورت آشکار با پرونده‌شان جلو می‌روند به این امید که پایه‌های سرمایه‌گذاری گسترده‌تر شرکت را تجمیع کنند. یا اول کار با دیالوگ شروع می‌کنند و اگر مکالمه خصوصی آنها را به جایی که می‌خواستند نرساند آخر کار دست به تهدید می‌زنند.

Elliott Management برای مثال یکی از آن سرمایه‌گذاران فعال است که مالکیت سال ۲۰۱۵ شرکت کامپیوتری دل<sup>۱۲</sup> را روی EMC، تامین‌کننده سیستم‌های ذخیره داده، تحسین کرد. چون انتظار می‌رفت که DELL بعد از آن تعدادی از بخش‌هایش را بفروشد. پیش از معامله، الیوت EMC را تحت فشار گذاشته بود. مالکیت یک کمپانی می‌تواند به بنیانی تبدیل شود که پتانسیلی برای قراردادهای M&A در آینده باشد. درباره این سوژه در فصل نهم بحث خواهیم کرد.

در گذشته شرکت‌ها سرمایه‌گذاران فعال را وارد بازی نمی‌کردند یا تلاش می‌کردند که آنها را نادیده بگیرند. اما امروز بیشترشان پذیرفته‌اند که بهترین انتخاب این است به آنها به عنوان بخشی از استراتژی روابط عمومی به هم پیوسته گسترده‌تری نگاه کنند که شامل سهامداران، سرمایه‌گذاران و رسانه‌ها می‌شود. مشاوران شرکت بخصوص مشاوران روابط عمومی و سرمایه‌گذاری‌های بانکی اینجا نقش تعیین‌کننده‌ای را بازی می‌کنند. گزارش جی.پی مورگان می‌گوید:

**«امروز کمپین‌های سرمایه‌گذاران فعال، در واقع رقابت پیچیده میان روابط عمومی‌هاست. آنها برای گرفتن حمایت از سمت بنیان سهام‌گذاران شرکت می‌جنگند. شرکت‌ها باید به تدارکات و واکنش‌های آنها نزدیک شوند و در عین حال آنها را به عنوان یک واقعیت جدید در ذهن‌شان نگهدارند.»**

اگرچه برای اعضای هیات مدیره امر معمولی بود که سهامداران فعالی را که سهمی کمتر از پنج درصد داشتند، نادیده بگیرند،

12. Dell

هیات‌مدیره‌های باهوش متوجه توانایی سرمایه‌گذاران فعال قوی در به هیجان آوردن سهامداران گسترده‌تر و وادار کردن آنها به فعالیت شدند. معنایش این بود که آنها چنین سرمایه‌گذاری را در روزهای مسئولیت و خطرهای جدی هم نادیده گرفته بودند.

درواقع کمپانی‌ها آیین‌نامه‌های شرکتی‌شان را تغییر دادند تا به این اقلیت سرمایه‌گذاران اجازه بدهند کنترل بیشتری اعمال کنند. در دسامبر ۲۰۱۵ شرکت اپل آیین‌نامه‌اش را تغییر داد تا به گروهی از سهامدارانش که نزدیک به ۲۰ نفر بودند اجازه بدهد برای ۲۰ درصد از جایگاه اعضای هیات مدیره نامزد شوند و به این ترتیب به بقیه شرکت‌های بزرگ بین‌المللی آمریکایی مثل مایکروسافت، کوکاکولا و فیلپ موریس پیوست که در همان سال تغییرات مشابهی را اعلام کرده بودند.

عمل‌گرایی در آمریکا متولد شد ولی سرمایه‌گذاران فعال در اروپا و آسیا به صورت افزایشی تاثیرگذار هستند. جی‌پی مورگان در میانه سال ۲۰۱۴ گزارش داد که ۴۰ درصد از صندوق‌های تامین اعتبار جهانی سرمایه‌گذاران فعال روی اروپا یا سرمایه‌گذاری جهانی تمرکز کرده‌اند. اگر چه آبروی آنها در ابتدای کار از دست رفته بود اما سهامداران فعال تا حدی مدیریت شدند که نظر رگولاتورها و قانون‌گذاران را به خودشان جلب نکنند. اما این چیزی است که احتمالا تغییر می‌کند.

مری جو وایت<sup>۱۳</sup> رییس کمیسیون بورس و اوراق بهادار آمریکا، گفت که سرمایه‌گذاران فعال باید وقتی درخواست تغییرات شرکتی می‌دهند مراقب آنچه می‌گویند باشند. اوایل سال ۲۰۱۴ مجله فورچون<sup>۱۴</sup> از او گزارشی تهیه کرد که گفته بود:

**«فکر می‌کنم وقتش رسیده از لفاظی‌هایی که باعث جنجال می‌شوند و همچنین بردن بازی با استفاده از تاکتیک‌های مختلف و بهره‌برداری روانی دست بکشیم که می‌تواند**

13. Mary Jo White

14. FORTUNE



## باعث آسیب رسیدن به شرکت‌ها و به طور مشابه سهامداران بشود.»

نظرات او به دنبال حرکت ساختمان سهام<sup>۱۵</sup> توسط بیل آکمن<sup>۱۶</sup>، فعال صندوق اعتباری آمریکا بیان شد. آکمن در والتانت<sup>۱۷</sup>، یک شرکت دارویی این کار را انجام داده بود که به همراه این شرکت پیشنهادی برای اشتراک مساعی با کمپانی رقیب، آلرگن<sup>۱۸</sup> مطرح کرده بود. برای اینکه آکمن زودتر از موعد درباره پیشنهاد می‌دانست، قاضی آمریکا پرونده را بررسی کرد و گفت سوال‌های جدی در مورد این قضیه وجود دارد که آیا سرمایه آکمن قوانین داخلی تجاری را می‌شکند یا نه. به دلیل ویژگی کارهایی که فعالان برای گرفتن سهام در کسب و کار انجام می‌دهند و مدیریت متعهد به استراتژی ممکن است آنها را در مقابل بازجویی‌ها درباره دستکاری بازار آسیب‌پذیر کند.

با این وجود تا این لحظه که فعالان با سرعت به جلو می‌تازند. در طول سال‌ها مایکروسافت، کدبری، پپسی، موندلز (که پیش از این بخشی از صنایع غذایی کرافت بود)، تایم وارنر، GDF Suez، بریتویچ، گروه بانکی لویدز<sup>۱۹</sup>، آمک<sup>۲۰</sup>، بانک بارکلیز و حتی بورس‌های اوراق بهادار مثل بورس آلمان<sup>۲۱</sup> و بورس بهادار لندن دیده‌اند که چطور مالکیت‌هایشان، واقعی یا با برنامه، تحت تاثیر سهامداران فعال بوده است. هیچ شرکتی برای آنها زیاد از حد بزرگ نیست و همه شرکت‌ها را می‌توانند هدف قرار دهند. آنها اینجا هستند تا بمانند.

## بی‌تدبیری شرکت Prudential

در اروپا بخش بیمه بهتر از بانک‌ها توانست از دل بحران اقتصادی بیرون بیاید. آنها یک دهه پیش‌تر از بحران نقدینگی‌شان فرار کرده

۱۵. تقویت دارایی‌های مربوط به سهام در شرکت‌ها

16. Bill Ackman  
17. Valeant  
18. Allergen  
19. Lloyds Banking Group  
20. Amec  
21. Deutsche Börse

بودند و جان سالم به در بردند. در فوریه سال ۲۰۱۰ یکی از قدرتمندترین و جاه‌طلب‌ترین بیمه‌گذاران، شرکت پرودنشال، ثبت شده در فهرست بورس انگلستان بود، کمپانی بیمه‌گذار جهانی با علاقه به جهش اقتصادی در بازارهای نوظهور.

مدیریت پرودنشال با رهبر کاریزماتیکی به نام تیجان تیام<sup>۲۲</sup> بود که هدایت شرکت را برعهده داشت. پرودنشال نقشه کشیده بود که ۳۵٫۵ میلیارد دلار (۲۴ میلیارد پوند) کنار بگذارد تا AIA، بازوی آسیایی شرکت بیمه‌گذار آمریکایی AIG را که با کمبود نقدینگی روبه‌رو بود، بخرد. تجارتی که خیلی‌ها آن را به عنوان جواهر یک تاج در نظر داشتند. مشکل اما فقط این نبود که بازارها مخالف تیام بودند. به جز آنها دولت، رگولاتورها و سرمایه‌گذاران هم هنوز از تاثیر کمک‌های بانکی انگلستان برای جلوگیری از ورشکستگی‌شان گیج بودند و منطقه یورو هم به نظر می‌رسید در آستانه سقوط قرار دارد. تیام و تیمش هم البته در انتقال سودهای قراردادهای سهامداران چندین اشتباه مرتکب شده بودند.

رابین گفن<sup>۲۳</sup>، مدیر صندوق ذخیره نپتون<sup>۲۴</sup>، مستقر در لندن که مسئول جمع‌آوری مردم و گروه‌ها در کمپین «نه» علیه این قرارداد بود بعدتر درباره این ماجرا چنین توضیح داد:

از ابتدا هم این تلاش جاه‌طلبانه مذبوحانه و بیهوده‌ای از سمت پرودنشال بود که یک شرکت آسیایی خیلی بزرگ را با قیمت خیلی بالا و با استراتژی نامشخص بخرد.

اولین اشتباه پرودنشال در ارتباطات درباره سهامدارانش بود. این قرارداد از دل یک شرایط افسرده بیرون آمده بود. همان‌طور که کار دو درباره‌اش اشاره کرد: «هر چیزی که مردم را شگفت‌زده کند لزوماً خوب نیست. بازار سهام از غافلگیرشدن خوشش نمی‌آید.» بقیه سهامداران هم احتمالاً از ابتدا با این حرف کار دو موافق بودند. چون در

22. Tidjane Thiam

23. Robin Geffen

24. Neptune

طول هشت روز بعد از اعلام پیشنهاد قیمت هر سهم پرودانشال ۸ درصد سقوط کرد که دلیلش نگرانی‌هایی بود که یکی از آنها شامل مقدار پولی می‌شد که برای پرداخت پول قرارداد نیاز داشت.

با درنظر گرفتن این حقیقت که این مالکیت می‌توانست سرمایه پرودانشال را در بازار دو برابر کند و به طرز دراماتیکی مرکز جاذبه‌اش را از بازارهای خانگی در اروپا به بازارهای آسیایی که سریع در حال رشد بودند تغییر می‌داد، مدیریت پرودانشال می‌بایست از اول می‌دانست که این قرارداد بحث برانگیز خواهد شد.

اگر چه بیشتر پولی که برای قیمت سهام باید پرداخت می‌شد یعنی حدود ۱۴٫۵ میلیارد پوند (۱۲ میلیارد دلار) قرار بود از صندوق‌های تامین اعتبار آسیایی بیاید و خود قرارداد هم در آسیا بود، به نظر می‌رسید مدیریت فراموش کردند که هنوز نیاز به آرای سرمایه‌گذاران سازمانی دراز مدت انگلیسی‌شان دارند تا از این مرحله بتوانند عبور کنند.

طبق آنچه در روزنامه دیلی تلگراف نوشته شد: همان‌طور که یکی از شاهدان متخصص گفت: تیجان می‌خواست سرمایه‌گذاران فعلی‌اش را اخراج کند و آدم‌های جدید به جای آنها بیاورد. فقط گویا مسئله حق رای‌شان را فراموش کرده بود.

در این مورد قرارداد پیش از آنکه پرودانشال آماده اعلامش باشد، لو رفته بود که همین تقریباً آن وحشتی را که متعاقباً در دل مشاوران و اعضای هیات مدیره بیمه‌گذار به وجود آمد، توضیح می‌دهد. اما به هر حال عموماً امن‌تر است که اگر امکانش وجود دارد سهامداران در طول سال‌ها با این ایده گرم شوند، وقتی که برنامه‌ریزی یکی از کارهای اصلی اولیه است نه در عرض چند ماه یا چند هفته یا چند روز.

مشکلات تیم اینجا تمام نشد. او سپس با طوفان رسانه‌ها مواجه شد که درباره قرارش با ریاست غیراجرایی و بنظر بی‌ضرر Société Générale می‌نوشتند. بانک فرانسوی که چالش‌های مشخص

خودش را داشت. رسانه‌ها از این قرار ملاقات به عنوان یک مسیر انحرافی یاد می‌کردند و تیمام زیر فشار مجبور شد که پیشنهاد را رد کند.

اما احتمالاً جدی‌تر از همه این‌ها، مسائل قانونی بود که شرکت ملزم به رعایت آنها بود و پرودنشال در دادن اطلاعات به رگولاتور مالی انگلستان، مرجع خدمات مالی<sup>۲۵</sup> در موعد مناسب شکست خورد. یعنی باید از همان ابتدا گزارش می‌داد که برای خرید AIA برنامه‌ریزی کرده است. همه این‌ها یعنی نه تنها بیمه‌گذار در اعلام مسئله قیمت سهام تاخیر داشته است که علاوه بر آن از نظر رگولاتور مالکیت AIA باعث می‌شد سرمایه کمپانی برای رسیدن به اهدافش کافی نباشد. به این دلیل که این اتفاقات در زمانی رخ می‌داد که بانک‌ها در سرتاسر اروپا سقوط کرده بودند و خیلی از آنها هنوز به عنوان نیازهای احتمالی دولت برای پرداخت کمک به شرکت‌ها در جهت جلوگیری از ورشکستگی‌شان در نظر گرفته می‌شدند، حکمرانی FSA در نهایت زیان‌آور بود. هرچند AIG بعدتر توانست درباره راه‌حلی مذاکره کند اما تاوان PR تا آن زمان داده شده بود.

علاوه بر این‌ها در سال ۲۰۱۳ پرودنشال ۳۰ میلیون پوند (۴۵ میلیون دلار) جریمه شد، یکی از بزرگترین جریمه‌هایی که FSA در طول تاریخ برای یک شرکت صادر کرده بود. جزای نقدی برای شکست در نگهداشتن رگولاتور در حلقه قرارداد بود. تیمام به صورت شخصی برای نقشی که در این شکست داشت، توبیخ شد. FSA گفت:

شکست در اطلاع‌رسانی به FSA مشخص و محرز است. برای اینکه در نتیجه این اطلاع‌رسانی نادرست FSA مجبور شد که مسائل به شدت پیچیده‌ای را در مدت زمان فشرده‌ای در نظر بگیرد تا در نتیجه آن بتواند برای تعلیق یا عدم تعلیق سهام پرودنشال تصمیم‌گیری کند. این باعث محدود شدن انتخاب‌های FSA در بررسی فنی این داد و ستد شد. تاخیر در انتشار اطلاعیه متعاقب پرودنشال در مورد قیمت سهام و مختل

25. FSA

کردن توانایی‌های FSA برای همکاری با رگولاتورهای کشورهای خارجی و پرسش و استفسار از آنها در رابطه با این معامله خطرهایی بود که بخاطر مشکل اطلاع‌رسانی ایجاد شد.

تیم مدیریت کرده بود تا سرمایه‌گذاران اصلی‌اش را به سمت خودش بیاورد تا از او پشتیبانی کنند. سه تا از بزرگترین‌هایشان، Legal & General، مدیریت سرمایه یانوس<sup>۲۶</sup> و گروه کاپیتال<sup>۲۷</sup> تنها به دنبال جذابیت تهاجمی او و رییس هیات مدیره‌اش از پیشنهادش پشتیبانی کردند. به هر حال حالا پرودنشال با مشکل دیگری روبه‌رو شده بود: شرکت روی قیمت نهایی با AIA توافق کرده بود اما به دنبال این توافق، در نهایت بازارهای مالی سرتاسر جهان، بخصوص در محدوده یورو دچار آشفتگی شدند.

پرودنشال سعی کرد دوباره روی قیمت مذاکره کند اما در نهایت AIG، که حالا دیگر به طرز قابل درکی نگران شده بود که آیا اصلاً پرودنشال توانایی این را دارد که این قرارداد را به سرانجام برساند یا نه، پیشنهاد جدید آنها را رد کرد. به دلیل اینکه اعتبار و آبروی پرودنشال تا این حد خرد شد، دیگر حتی سعی نکرد که قرارداد اولیه خودش را احیاء کند. AIA به دنبال این ماجراها به حالت تعلیق درآمد و در پنج سال نخست که شرکت سهامی عام شد، قیمت سهامش بیش از دو برابر افزایش پیدا کرد. آیا می‌شود چنین نتیجه گرفت که بهتر بود سهامداران پرودنشال بهتر از این قرارداد حمایت می‌کردند؟ قطعاً تیم این‌طور فکر می‌کند.

سال ۲۰۱۴ او به سرمایه‌گذاران گفت که شرکت «شانسی را که یک‌بار ممکن است در زندگی بیاورد» از دست داده است. او اضافه کرد:

**«هن هنوز آن را در خیالم زنده می‌کنم. از اینکه موفق نشدم**

**عذرخواهی می‌کنم.»**

قرارداد پرودنشال مثال خوبی برای روش حمله رعدآسا<sup>۲۸</sup> است که در

26. Janus Capital Management

27. CAPITAL GROUP

28. Blitzkrieg

مقایسه با استراتژی تدریجی و امن تر «بازی طولانی مدت» قرار می‌گیرد. اگر چه اینجا بحث مفصلی وجود دارد که آیا اصلا مالکیت AIA می‌توانست بازگشت خوبی داشته باشد یا نه؟ جواب هر چه باشد سوال فعلی این است که روشن نیست آیا سهامداران در پروندشال، شرکت محافظه کاری که در سال ۱۸۴۸ تاسیس شده بود، این افشاگری را می‌خواستند یا نه؟ و برای آنهایی که تمایل به این افشاگری داشتند، وقتی AIA معلق شد در نهایت توانستند سهامش را بخرند.

مشاوران روابط عمومی در این حوزه به عنوان بهترین عمل چه چیزی را پیشنهاد می‌دهند؟ کار دو می‌گوید:

«کار روابط عمومی قطعا فقط حرف زدن با روزنامه‌نگاران در روز اعلام قرارداد نیست. شما نیاز دارید که وقت صرف کنید تا به شرکت در ارتباط برقرار کردن استراتژی طولانی مدت‌شان با گستره وسیعی از سهامداران یاری رسانید. حالا اسمش را می‌توانید روابط عمومی بگذارید یا هر چیز دیگری که دوست دارید.»

او همچنین پیشنهاد می‌کند:

«قراردادی که درک شده باشد خوب هم تحویل گرفته می‌شود و از آن استقبال می‌شود. کاری که شما باید انجام بدهید این است که یک داستان متقاعدکننده بگویید. این کاملا ضروری و تعیین‌کننده است که مفاد قرارداد را طوری تنظیم کنید که با آن بتوانید هر چیزی را در آینده طولانی پیش رو اعلام کنید. داستان تان باید فراگیر باشد.»

اگر بخواهیم خلاصه کنیم تله‌های زیادی برای معامله‌گران وجود دارد. و فروش داستان یکی از مهم‌ترین کارهایی است که باید درست انجام شود. یعنی مدیریت خریدار و فروشنده لازم است که همان اول به یک سوال اشاره کند: «داستان قرارداد ما چیست؟» و در سریع‌ترین زمان ممکن در پروسه قرارداد یک استراتژی ارتباطات تعریف کند. برای هر نوع از سهامداران، چه داخلی و چه خارجی، ارتباطات خوب برای قراردادهای بزرگ یا کوچک، خصوصی یا عمومی، تعیین‌کننده است.

ارتباطات ضعیف می‌تواند به یک قرارداد آشکار شده لطمه بزند مانند اتفاقی که در مورد پروندشال افتاد. اما حتی فراتر از آن می‌تواند تأثیرات مخرب‌تری برای دادوستدهای خصوصی داشته باشد: ممکن است قرارداد پیش برود اما به دلیل ارتباطات ضعیف خریدار در نگهداشتن افراد کلیدی در شرکت هدف شکست بخورد و به این ترتیب شرکت هدف بیشتر ارزش و حتی ساختار و سازماندهی‌اش را از دست بدهد.

### تعهدات: باید‌ها و نباید‌ها

- **باید** با سهامداران خود با احترام برخورد کنید: آنها این قدرت را دارند که قرارداد را از مسیرش خارج کنند.
- **نباید** ناگهان سهامداران خود را با شگفتی روبه‌رو کنید: آنها باید کاملاً در جریان استراتژی‌های عینی شما باشند.
- **باید** اطمینان حاصل کنید که تیم ارتباطات‌تان، چه داخلی باشد و چه از خارج شرکت مشاوره می‌دهد، در جای درست خودش است.
- **باید** ارتباط برقرار کنید، ارتباط برقرار کنید، ارتباط برقرار کنید، و بعد وقتی کار ارتباط و انتقال اطلاعات تمام شد باز هم بیشتر در بخش ارتباطات تلاش کنید.
- **نباید** فراموش کنید که کارمندان داخلی برای استراتژی ارتباطات درست به اندازه گروه هدف و رسانه‌های خارجی و سهامداران اهمیت دارند.
- **باید** با سرمایه‌گذاران فعال در تعامل باشید: این کار در دوران طولانی‌مدت راحت‌تر انجام می‌گیرد.
- **باید** اطمینان حاصل کنید که قبل از اعلام قرارداد همه جزییات سر جای خودشان باشند.
- **نباید** رگولاتورها و قانون‌گذاران و بقیه سهامداران خارجی را نادیده بگیرید. باید به صورت جداگانه برای آنها هم یک برنامه ارتباطی برای انتقال اطلاعات داشته باشید.

فصل هفتم

# از رگولاتورها دور شوید



یک نگرانی افزایش‌دهنده برای هر شرکت جاه‌طلبی، بخصوص آنهایی که مالکیت هدف‌های برون مرزی را در سر دارند، ازدیاد رگولاتورها (قانون‌گذاران) و دولت‌هایی است که می‌توانند و مایل هستند بیشتر مالکیت‌ها و انتقال کنترل‌های حریصانه را مسدود کنند.

از زمانی که بازارها در سطح جهانی بیش از هر زمان دیگری فعال شدند، همپایشان حکومت‌هایی با روش کنترل ادغام در سرتاسر جهان توسعه پیدا کردند. حکومت‌هایی که می‌خواهند روی سیاست‌های رقابت ملی خودشان تکیه داشته باشند. این موضوع فقط هم درباره دو بلوک تجاری اصلی جهان یعنی آمریکای شمالی و اتحادیه اروپا صدق نمی‌کند، دولت چین هم امروزه در استفاده از قوانین برای تعدیل کردن فعالیت‌های ضدرقابتی فعال‌تر از همیشه شده است.

همچنین تعداد رگولاتورهای متخصص داخلی هم رو به افزایش است که ادغام‌ها را در صنایع بخصوصی کنترل می‌کنند مثل Ofcom، رگولاتور رسانه در انگلستان، یا وزارت دارو و غذا (FDA) که رگولاتور مربوط به صنایع داروسازی و سلامت در آمریکاست.

در آمریکا کنترل ادغام توسط کمیسیون تجارت فدرال اداره می‌شود، بخش آنتی‌تراست سازمان دادگستری و در نهایت دیوان عالی کشور. در اتحادیه اروپا واسطه رقابتی، از اعضای کمیسیون اروپا، مسئولیت کنترل ادغام را برعهده دارد. احتمالاً به این دلیل که تصمیم‌ها برای جلوگیری از ادغام در آن سوی اقیانوس اطلس میان جنرال الکتریک و هانی‌ول<sup>۱</sup> در سال ۲۰۰۱ کمیسیون اروپا را روی نقشه جهانی قرار داد، بسیاری از تصمیم‌های اتحادیه اروپا تا امروز بیشترین جار و جنجال‌ها را در دنیای تجارت به راه انداخته‌اند.

این مسیر در سال‌های اخیر هم ادامه پیدا کرده است. حرکت رگولاتور در اوایل سال ۲۰۱۲ برای جلوگیری از به هم پیوستن دو بازار بزرگ مبادلات سهام، NYSE Euronext و بورس آلمان، علیرغم اینکه آمریکا یک ماه قبل‌تر از آن شرایط موافقت را تأمین کرده بود، نشان داد که تایید اتحادیه اروپا تا

1. Honeywell

چه حد تعیین کننده باقی مانده است. فرض‌های اولیه مبنی بر اینکه تصمیمات برپایه روابط سیاسی است، به طرز گسترده‌ای نشانه‌های خودش را داشت. بخصوص که رگولاتور اتحادیه اروپا به ساخت قوانین موردی‌اش هم ادامه داد. اینجا، همان‌طور که در دو مورد مطالعاتی در این فصل نشان خواهیم داد، شکست ارتباطات و برنامه‌ریزی به احتمال بیشتر برای ایجاد کردن مشکلاتی سر راه پیشنهاددهنده‌ها هستند که با سوالات اساسی در زمینه رگولاتوری مواجه شده بودند.

شرکت‌های کوچک خصوصی هم می‌توانند درست مثل شرکت‌های ثبت شده در بورس خیلی ساده با رگولاتورها دچار مشکل شوند. آزمایشات گسترده‌تر نشان می‌دهد که آیا شرکت‌هایی که به تازگی با هم ترکیب شده‌اند حتی در یک حوزه جغرافیایی خیلی محدود روی بخش خودشان تسلط و حکمرانی دارند یا نه؟

یکی دیگر از مهم‌ترین مسائل برای همه پیشنهاددهندگان، به ویژه آنهایی که در کشورهای متفاوتی از شرکت هدفشان مستقر هستند، قوانین محلی است به ویژه آنهایی که مربوط به «رفتار درست» در حین به دست گرفتن کنترل شرکت است: قانون شرکتی برای مالکیت که ممکن است با قوانین صریح تشریح شده باشد یا یک پرونده قانونی در طول تاریخ با آن مقتضیات وجود داشته باشد که باید به آن رجوع کرد. برای نمونه طبق دستورالعمل مالکیت انگلستان، که تمامی دادوستدهای مربوط به کمپانی‌های انگلستان را که سهامی عام هستند و در بورس ثبت شده‌اند تحت پوشش خودش دارد، همه پیشنهادها برای این شرکت‌های ثبت شده، چه خارجی باشند و چه داخلی ملزم به رعایت دستورالعمل‌های آن هستند. سر فیلیپ گرین، آدم بانفوذ حوزه املاک و مستغلات و خرده فروش در سرتاسر جهان، توسط کنترل پنل مالکیت<sup>۲</sup> مجبور شد به قولی که بعد از پیشنهاد محکوم به شکستش برای مارک و اسپنسر<sup>۳</sup> داده بود، عمل کند و این آخرین پیشنهادش باشد. او در ماه جولای سال ۲۰۰۵ در یک بیانیه سرگشاده اعلام

---

۲. Takeover Panel رگولاتوری مستقر در لندن که سال ۱۹۶۸ تاسیس شد

3. Marks & Spencer

کرد که: «این آخرین پیشنهاد من بود.» و اضافه کرد که اگر مارک و اسپنسر پیشنهادش را رد کنند: «من به خانه خواهم رفت.» این بیانیه او را برای مدتی مجبور کرد که نتواند بدون اجازه شرکت هدف در پیشنهادش تغییری بدهد.

به هر حال چنین قوانینی، به آسانی توسط پیشنهاددهندگان خارج از کشور نادیده گرفته می‌شوند که عادت دارند با سیستم قانونی متفاوتی دست و پنجه نرم کنند. با توجه به این موضوع سال ۲۰۱۰ کرافت در پیشنهادش به کدبری احتمالاً بیش از حد پول پرداخت کرد چون به اندازه کافی به وفاداری به قوانین توجه نکرده بود.

یکی دیگر از انواع رگولاتور دولت ملی یک کشور است. دولت‌ها در سرتاسر جهان روش‌های خودشان را برای سرمایه‌گذاران خارجی دارند. دراماتیک‌ترین نکته، روند صعودی اخیر در رگولاتوری یا بررسی و تجدیدنظر در قوانین است که به دلیل مداخله سیاسی علیه سرمایه‌گذاری خارجی اتفاق می‌افتد. دولت‌های ملی تاثیر به دست گرفتن کنترل شرکت‌ها را روی مشاغل محلی، اقتصاد و امنیت ملی در نظر می‌گیرند. مقامات رسمی که انتخاب شده‌اند، غالباً از بیانیه‌های اجتماعی برای حمایت یا مخالفت با قراردادهای M&A استفاده می‌کنند، بدون اینکه قدرت رسمی برای انجام چنین کارهایی را داشته باشند. این چیزی است که دوباره در مالکیت کرافت روی کدبری می‌توانید ببینید.

## قانون دانون<sup>۴</sup>

مداخله دولتی در قراردادهای M&A برون مرزی می‌تواند پشت نقاب کنترل ضد تراست یا امنیت ملی پنهان شود. همان کاری که دولت فرانسه در اروپا با آمریکا در آمریکای شمالی و چین در آسیا انجام می‌دهد.

یکی از نمونه‌های مشخص محافظت از یک کمپانی توسط دولت متبوعش در شرایط ملی گرایانه شرکت «دانون»، گروه غذایی لبنی فرانسوی است. به دلیل تمرکز کوتاه‌بینانه و اندازه به نسبت کوچکش، دانون برای

4. DANONE

مدت طولانی به عنوان یک هدف جذاب برای گروه‌های غذایی بزرگ جهانی مانند نستله<sup>۵</sup> و پپسی دیده می‌شود. بعد از اینکه قیمت سهام کمپانی در سال ۲۰۰۵ بر مبنای شایعه پیشنهاد پپسی به آنها خیز برداشت، دولت فرانسه با قانون محافظت از صنایع مشخصی در برابر خرید مالکیت‌شان به میدان آمد. این قانون به اسم «قانون دانون» مطرح شد و برای محافظت از بخش‌های استراتژیک شامل آنهایی که احتمالاً تأثیری روی نظم عمومی، امنیت ملی و صنایع دفاع داشتند، طراحی شده بود. غالباً در این رابطه شوخی می‌شد که این کمپانی به طور استراتژیکی برای فرانسه مهم است چون ارتش فرانسه برای صبحانه ماست دانون می‌خورد.

دولت آمریکا غالباً در معنای سیستم حمایت از تولید داخلی، جزو مقصران بزرگ محسوب نمی‌شود. با این حال پرونده بورس آلمان که بعدتر در این فصل درباره آن می‌خوانیم نشان می‌دهد که دولت‌ها حتی وقتی مسئله امنیت ملی واقعی در میان نیست هم می‌توانند مداخله کنند. این مسئله مجدداً روی اهمیت بالای ارتباطات خوب تأکید می‌کند؛ اگر برنامه‌تان این است که یک پیشنهاد مناقشه‌برانگیز را آغاز کنید.

### **اعمال کنترل کرافت روی کدبری تأثیر ناخوشایندی داشت**

در دست گرفتن مالکیت کدبری، کمپانی شیرینی‌پزی جهانی، به قیمت ۱۰٫۱ میلیارد پوند (۱۶٫۲ میلیارد دلار) توسط کرافت قراردادی بود که سال‌ها به سرانجام رسیدنش طول کشیده بود. با سهامداران کلیدی مشترک، بخصوص نلسون پلتز، سهامدار فعال و موثر، ترکیب این دو شرکت به نظر اجتناب‌ناپذیر می‌آمد. حتی اگر برای اعضای هیات مدیره کدبری اتفاقی ناخوشایند بود. آنها تا آخر کار امید داشتند که یک پیشنهاددهنده دیگر، مثل «هرشی» کارخانه شکلات‌سازی آمریکا، سوار بر اسب سفید سر و کلاه پیدا شود.

کرافت که برای سالیان سال کدبری را زیر نظر داشت، مصمم بود به هدفش برسد و از همان آغاز راهش هم به نظر می‌رسید به احتمال زیاد

5. Nestlé

این کار را انجام می‌دهد. هیچ مسئله رقابتی مشخصی وجود نداشت و کسب و کارها مکمل یکدیگر بودند. چه در معنای محصولات تولیدی و چه شرایط جغرافیایی رقابتی در کار نبود. در نتیجه رگولاتورها هیچ‌وقت در خطر خارج کردن کل معامله از مسیر خودش نبودند. با این وجود قطعاً کرافت اشتباهاتی انجام داد که دیگران می‌توانند از آن درس بگیرند. اشتباهاتی که دقیقاً در محدوده سه اشتباه بزرگ معامله کردن بود. بیشتر از گرفتن موافقت سهامداران کدبری در مواجهه با مخالفت اعضای هیات مدیره، سخت‌ترین مانعی که کرافت بر آن فائق آمد صدای مخالفت سیاستمداران انگلیسی بود. وزیر بازرگانی آن زمان، پیتر مندلسون<sup>۶</sup>، هشدار داد که دولت انگلستان هرگونه مالکیت روی کدبری را به دقت مورد بررسی و مذاقه قرار خواهد داد و با خریدارانی که به شیرینی فروشی «احترام» نگذارند مخالفت خواهد کرد. در حقیقت کارهای دولت انگلستان شبیه سگی بود که با سر و صدای زیاد پارس می‌کند ولی گاز نمی‌گیرد. انگلستان یکی از آزادترین کشورهای جهان در زمینه پذیرفتن سرمایه‌گذاران خارجی است. به همین دلیل هم طبق تحقیقات سالیانه مدرسه بازرگانی کاس در مورد جذابترین بازارها برای M&A همیشه و بدون مثال نقض یکی از پرکشش‌ترین بازارها بوده است. جاذبه‌اش توسط قوانین دولتی قدرت بیشتری پیدا می‌کند برای اینکه انگلستان با مالکیت خارجی به چالش برنمی‌خیزد، مگر آنکه پای امنیت ملی وسط باشد.

برخلاف مثال دولت فرانسه و دانون، این مفهوم در انگلستان هیچ‌وقت بسط پیدا نکرد و در مورد این پرونده هم دولت انگلستان چالش رگولاتوری در مورد مالکیت ترتیب نداد. اینجا کرافت موضوع را درست گرفته بود، کمپانی از همان ابتدا می‌دانست که قراردادش مسدود نخواهد شد. به هر حال قرارداد دستخوش اشتباهاتی در برنامه‌ریزی و ارتباطات شد و در دام افتاد چون کرافت در نهایت به تایید سهامداران، که شامل تعدادی از بزرگترین سرمایه‌گذاران سازمانی انگلستان می‌شدند، نیاز داشت. برای به دست آوردن این تایید کرافت قول داد که در طول مدت زمانی که کنترل

6. Peter Mandelson

را به دست دارد، کارخانه را در جنوب انگلستان همچنان باز نگهدارد. این قول در متن پیشنهاد گذاشته شد تا روی نظر عمومی تاثیر مثبت بگذارد و برنده شود اما این قول را بدون هیچ شواهد آشکاری مبنی بر ادامه حیات کارخانه داده بود. از آنجایی که این یک پیشنهاد خصمانه بود، پیشنهاددهنده هیچ دسترسی به اطلاعات املاک شرکت هدف نداشت و قطعا از برنامه‌های محرمانه داخلی‌شان برای بستن کارخانه هم اطلاع نداشت که در نتیجه‌اش تعداد زیادی از کارمندان اضافه بودند و باید تعدیل می‌شدند.

زمانی که کرافت مالکیت کدبری را به دست آورد، متوجه شد که کارخانه برای این کسب و کار خیلی ضروری نیست و در واقع خود کدبری هم قصد داشته آن را تعطیل کند. در نتیجه کرافت متعاقبا اعلام کرد که کارخانه بسته می‌شود و طبعاً این مسیر باعث جار و جنجال زیادی میان مردم شد و فریاد اعتراضات را بلند کرد. یکی از عواقب این شکست در برنامه‌ریزی و ارتباطات این بود که شرکت پیش از آنکه کمیته صاحب نفوذ پارلمان از حساب خودش برای کمپانی خرج کند، دوبار برای بازجویی احضار شد.

ماجرای بحرانی‌تر این بود که در میانه جدل پیشنهاد، کرافت قوانین مالکیت انگلستان را نقض کرده بود. به طوری که وقتی بیانیه کرافت درباره بستن کارخانه اعلام شد، کدبری در دوره پیشنهاد بود.<sup>۷</sup> و همه بیانیه‌های کمپانی به دقت از سوی رگولاتوری انگلستان رصد می‌شد. طبق قانون، شرکت‌هایی که در موقعیت پیشنهاد رسمی هستند از هر گونه بیانیه عمومی درباره مالکیت منع می‌شوند و بخصوص باید مراقب باشند چیزی نگویند که از آن حرف خلاف واقع یا چیز گمراه‌کننده‌ای برداشت شود. رگولاتور به دنبال این ماجراها کرافت را سرزنش کرد و لازارد، مشاور سرمایه‌گذاری بانکی‌شان را برای بیانیه‌های نادرست مورد انتقاد قرار داد.

چنین حرکتی از سوی رگولاتور انگلیسی خیلی به ندرت دیده شده بود و در نتیجه هم برای کرافت و هم لازارد مشخصاً شرمندگی به همراه داشت.

---

۷. دوره پیشنهاد OFFER PERIOD از وقتی شروع می‌شود که اولین بیانیه درباره پیشنهاد مزایده یا احتمال پیشنهاد برای یک کمپانی مطرح شود

پیتر کی‌یرنان<sup>۸</sup> رییس بانک لازارد که هدایت قرارداد را در انگلستان برعهده داشت، سخت‌تر از همه مجبور شد بار این افتضاح را تحمل کند. با او در آن اواخر قراردایی گذاشته شده بود که به عنوان مدیرکل رگولاتوری - TAKE-OVER PANEL انتخاب شود و مجبور بود بعد از این حکم خودش را نجات بدهد. با برنامه‌ریزی و ارتباطات بهتر توسط کرافت و مشاورانش می‌شد از همه این اتفاقات اجتناب کرد.

کرافت همچنین از یکی دیگر از عناصر مهم قوانین مالکیت هم تخطی کرده بود. قانونی که توانایی پیشنهاددهنده را برای تغییر پیشنهادش محدود می‌کرد. کمپانی پیشنهاد اولیه‌اش را روی نیمی سهام و نیمی نقد بنا کرده بود. بعدتر، مدیر ارشد اجرایی کرافت، ایرن رزنفلد، اعلام کرد که هدف کمپانی افزایش مقدار نقدینگی پیشنهادش است چون برخی سهامداران، و برجسته‌ترین‌شان وارن بافت، از اینکه او بیش از اندازه از سهام کم‌ارزش‌گذاری شده برای تامین مالی قرارداد استفاده می‌کند، شکایت دارند. طبق مفادی که در اساسنامه کرافت آمده بود با تغییر ترکیب از ۶۰ درصد سهام ۴۰ درصد نقد به ۴۰ درصد سهام/۶۰ درصد نقد رزنفلد قادر می‌شد از گذاشتن قرارداد به رای‌گیری توسط سهامداران جلوگیری کرده و در نتیجه این ماجرا هم دست بافت ناراضی را از قرارداد کوتاه کند.

شاید رزنفلد دلایل خوبی برای این کار داشت، اما طبق قوانین مالکیت انگلستان زمانی که شما رسمی در دوره پیشنهاد هستید، نمی‌توانید به سادگی شرایطتان را تغییر دهید. برای رعایت قوانین انگلستان، کرافت اجازه نداشت بدون گرفتن تایید رگولاتور انگلیسی و موافقت شرکت هدف، از پیشنهادش عقب بکشد یا آن را اصلاح کند. که در موقعیت پیشنهاد خصمانه افتادن چنین اتفاقی خیلی غیرمحمتمل بود. کرافت برای درست انجام دادن این کار باید پیشنهاد قدیمی‌اش را روی میز می‌گذاشت و در کنارش پیشنهاد جدید را مطرح می‌کرد به این معنا که ممکن بود مجبور شود با رای سهامداران به مسیرش ادامه دهد یعنی چیزی که تلاش کرده بود از همان ابتدای مسیر از آن اجتناب کند. این ماجرا به کدبری برتری

8. Peter Kiernan

تاکتیکی مهمی داد.

وقتی این اتفاقات افتاد نظر سهامداران تغییر کرد و سرمایه‌گذاران عنصر نقدینگی را با درصد بالاتری خواستند. زمانی که کرافت علامت داد که ممکن است پیشنهادش را تا ۸۳۰ پنس برای هر سهم بالا ببرد در حالی که شاخص اولیه پیشنهادش ۷۴۵ پنس برای هر سهم بود، اعضای هیات مدیره کدبری موافقت کردند درهای بسته مذاکره را دوباره باز کنند البته با پیشنهاد ۸۴۰ پنس برای هر سهم به اضافه ۱۰ پنس برای هر سهام ویژه‌ای که سود می‌کرد. زمانی که این توصیه را مطرح کردند، کرافت انتظار داشت که هیات مدیره کدبری از درخواست ارائه شده آنها به رگولاتور برای گرفتن مجوز جهت تغییر پیشنهاد رسمی اولیه‌شان حمایت کنند.

شکست ابتدایی کرافت، بخصوص آنکه مربوط به برنامه‌ریزی است، جزء به جزء آموزنده است چون این محدودیت روی تغییرات، خصوصیت حکومت انگلستان است و چنین ماده قانونی در آمریکا وجود ندارد. اینکه رزفولد وقتی پیشنهاد اولیه‌اش را می‌داد درباره این محدودیت چیزی می‌دانست یا نه، روشن نیست یا اینکه از آن اطلاع داشت ولی نادیده‌اش گرفت. در این مثال ممکن بود که اشتباه جلوی کرافت را برای به چنگ آوردن هدفش نگیرد، اما چون کرافت مجبور بود یک پیشنهاد عالی ارائه بدهد تا تاییده هیات مدیره را بگیرد، احتمالاً منظورش این بود که بیشتر از آنچه در ابتدا قصد داشت یا امیدوار بود خرج کند، پول بپردازد.

درس مهمی که می‌شود گرفت این است که در مالکیت برون مرزی، همه عناصر حقوقی محلی حاکم بر هدف باید کشف شوند و پیش از اینکه هر حرکت غیرقابل جبرانی صورت بگیرد، مشاوران محلی متخصص استخدام شوند. این کار باید هرچه زودتر و در همان مرحله برنامه‌ریزی برای مالکیت انجام شود. اهمیت انجام این کار را در قراردادهای M&A برون مرزی در سطوح بالا از سال ۲۰۰۵ همان‌طور که در شکل ۷،۱ نشان داده شده، می‌توانید ببینید. بخصوص قراردادهایی که در کشورهای بزرگتر توسعه‌یافته‌تر شکل گرفته‌اند.



## بورس آلمان: همیشه نمی‌توانید روی آلمان‌ها حساب کنید

اتحادیه اروپا از یک اتحاد فرانسوی-آلمانی به وجود آمد که از خاکسترهای جنگ جهانی دوم برخاسته بود. بنابراین دریافت کلی در اروپا این است که اگر هر شرکتی اطلاعات سیاسی ضروری داشته باشد که بتواند در مقابل سوالات زیرکانه و نیرنگ‌آمیز کمیسیون اروپایی آنتی تراست باب مذاکره را باز کند قاعدتا باید شرکت فرانسوی-آلمانی باشد. در نتیجه وقتی کمیسیون اروپا در نهایت صدای ناقوس مرگ ادغام بین بورس آلمان، اصلی‌ترین مرکز مبادلات سهام آلمان و NYSE Euronext را به صدا درآورد، همه متعجب شده بودند. کمپانی NYSE Euronext خودش از ترکیب دو بازار به وجود آمده بود: یک بازار مبادله سهام آمریکایی و یک بازار مبادله سهام مستقر در پاریس که لندن و بروکسل را هم در احاطه خودش داشت.

این شوک ویژه‌ای بود که این‌بار مسدود کردن قرارداد در حوزه مبادلات سهام خودش را نشان داد. جایی که مبادلات به عنوان دارایی‌های زیرساخت ملی دیده می‌شدند و بحث منافع ملی بخصوص در آن خیلی قوی بود. قطعاً دانکن نیدرائور<sup>۹</sup>، مدیرعامل NYSE Euronext و رتو فرانچیونی<sup>۱۱</sup> همتای او در شرکت رقیب بورس آلمان، که با هم سفت و سخت لابی کرده بودند و از همه ارتباطات شخصی‌شان به عنوان اهرم قدرت استفاده کردند تا این قرارداد را به سرانجام برسانند، از این اتفاق غافلگیر شدند. این قرارداد دوستانه‌ای بود که هر دو بازار مبادله می‌خواستند با هم ادغام شوند.

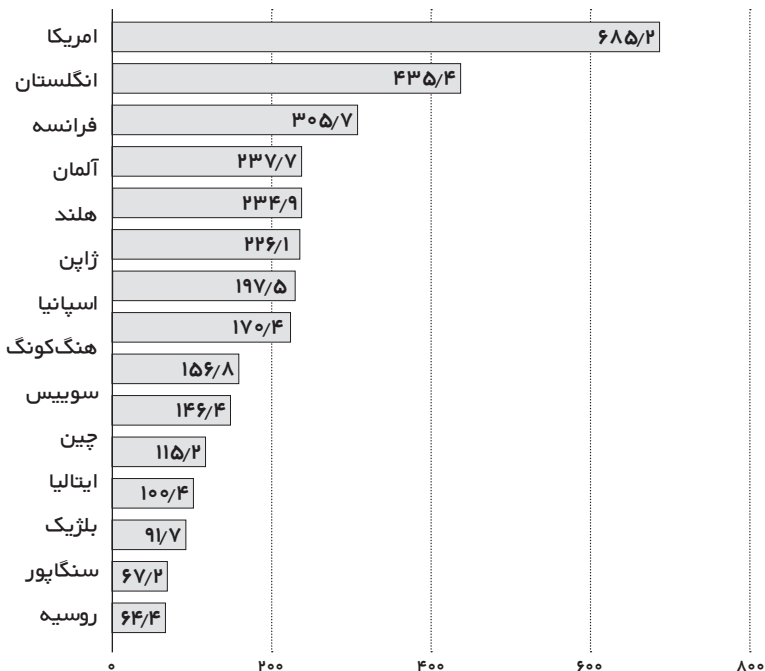
سال ۲۰۱۰ بسیاری از بازارهای مبادله سهام به سمت ادغام در حرکت بودند. بورس سهام لندن و TMX تورونتو برای ادغامی برنامه‌ریزی کرده بودند که در مسیر گرفتن تایید از سوی رگولاتوری بود. اگر چه هر دو شرکت بعدتر به دلایلی که البته ارتباطی به رگولاتورها نداشت، آن را فسخ کردند. ASX استرالیا و بورس سنگاپور هم تلاش کردند با هم ادغام

9. Deutsche Börse

10. Duncan Niederauer

11. Reto Francioni

شکل ۷/۱: ارزش خارجی M&A برای هر کشور خریدار بین سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۵



ارزش قرارداد اعلام شده (به استثنای برداشت از حساب) بین سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۵، میلیارد دلار

شوند، اما توسط رگولاتورهای آسیایی به مشکل برخوردند و گیر قوانینی افتادند که جلویشان را گرفت. ادغام بین بورس آلمان و NYSE Euronext با اختلاف بزرگترین و جسورانه‌ترین قرارداد از میان این سه بود و می‌توانست ۹ میلیارد دلار سود داشته باشد و تبدیل به غول قراردادهای آن طرف اقیانوس اطلس شود که نتیجه‌اش حکمرانی بر بازار جهان بورس بود.

با فرض چنین سلطه‌ای قطعاً باید انتظار داشته باشید که رگولاتورها در قرارداد دخالت کنند. هر دو شرکت کمپین ارتباطی داشتند که خیلی خوب برنامه‌ریزی شده بود، اما به نظر می‌رسید که از روش‌های

نادرستی برای ترغیب رگولاتور استفاده کردند. آنها با نادیده گرفتن آشکار مسائل اقتصادی و ترجیح منافع سیاسی، بازی خطرناکی را با تمرکز روی کمیسیون اروپا آغاز کردند و برای انجام چنین کاری باید رضایت رئیس عالی‌رتبه کمیسیون رقابتی یوآکین آلمونیا<sup>۱۲</sup> را جلب می‌کردند.

دو طرف این ادغام را به عنوان فرصتی برای ایجاد خانه قدرتی مستقر در اروپا معرفی کردند که قادر است از قدرت بازارهای بورس آمریکا مثل NASDAQ و بورس Chicago Mercantile کم کند. به هر حال آنها از استدلال‌های خالص ضد تراست که در حوزه صلاحیت و تفکرات آلمونیا بود، غفلت کردند. در همان زمان، به عنوان بخشی از بررسی کمیسیون، بورس‌های رقیب درخواستی متقاعدکننده به عضو عالی‌رتبه کمیسیون رقابتی ارائه دادند که قرارداد باید مسدود شود یا فقط روی اصل آن توافق شود که طبق آن شرکت جدید ترکیبی NYSE Euronext / بورس آلمان در حوزه‌هایی که حاکم است متعهد می‌شود که انحلال‌های بزرگی را انجام دهد.

زمانی که کمیسیون اروپا به یک تصمیم رسمی رسید، قدرت‌های ضدتراست آمریکا پیش از آن تکلیف ادغام را روشن کرده بودند (اگرچه با ذکر یک سری شرایط) که همین هم دستاورد کوچکی برای شرکت‌ها و تیم‌های قانونی‌شان نبود. به هر حال علیرغم کمپینی که یک سال توسط دو مدیرعامل به طول انجامید، کمیسیون اروپا به دنبال توصیه‌ای از سمت آلمونیا، به صورت رسمی در اوایل فوریه سال ۲۰۱۲ این قرارداد را وتو کرد. اگرچه NYSE Euronext و بورس آلمان توسط یک گروه مخفی سیاسی از اعضای هیات کمیسیون اروپا که میشل بارنیر<sup>۱۳</sup>، نماینده فرانسوی کمیسیون هدایتش را برعهده داشت حمایت شده بودند، اما از نظر بارنیر که پشتیبان برهان قهرمان ملی بود، قوانین مالی نظارتی این قرارداد کافی نبود. کمیسیون همان‌طور که همیشه

12. Joaquin Almania

13. Michel Barnier

این کار را انجام می‌داد، در نهایت از حکم نماینده عالی‌رتبه کمیسیون رقابتی پشتیبانی کرد.

آلمونیا در مصاحبه‌ای با فایننشال تایمز گفت که دو کمپانی از روش اشتباهی استفاده کرده بودند:

آنها تلاش کردند یک کمپین روابط عمومی به راه بیاندازند، لابی و رایزنی کنند، و برای رسیدن به جواب مثبت از فشار سیاسی استفاده کنند. من از همان ابتدا به آنها گفتم: «شما نمی‌دانید چطور با کمیسیون دست و پنجه نرم کنید.» این بهترین راه برای متقاعد کردن ما نیست، بلکه کاملاً برعکس، یک مسیر اشتباه است.

برای جمع‌بندی که چرا آلمونیا مخالف این ادغام بود، او جای کوچکی برای شک و تردید باقی گذاشت: «این قرارداد می‌توانست منتهی به چیزی نزدیک به مونوپولی (انحصار) در بخش مالی اروپا شود و آن را از بقیه جهان جدا کند.»

بورس آلمان که از خروجی کار عصبانی بود تهدید کرد که کمیسیون اروپا را به دادگاه می‌کشاند و تلاش می‌کند رای‌شان را تغییر بدهد. حتی بعد از اینکه NYSE Euronext بر این اساس که این چالش نیازمند صرف زمانی طولانی و کمپینی با هزینه گزاف است، از ادغام شکست خورده کنار گرفته، بورس آلمان روی دنبال کردن پرونده‌اش اصرار داشت و در سال ۲۰۱۲ آن را به دادگاه عمومی اتحادیه اروپا در لوکزامبورگ تفویض کرد.

وقتی در ماه مارس سال ۲۰۱۵ نوبت به تجدیدنظر رسید، بورس آلمان ادعا کرد کمیسیون اروپایی به اندازه کافی برخی بازده‌های این ادغام را در نظر نگرفته است. بازده‌هایی که مشتریان از آن بهره‌مندی بردند و اثر منفی رقابت را خنثی می‌کرد. کمی بعد هم این بحث را مطرح کرد که کمیسیون به درستی به روش‌های اصلاح قرارداد که آنها پیشنهاد داده بودند، دقت نکرده است، مثل پیشنهادهایی که برای فروش بخش‌هایی از موسسه ادغام شده داده بودند.

به هر حال دادگاه عمومی، که دومین قدرت در اتحادیه اروپاست، پرونده را رد کرد و گفت که کمیسیون هیچ اشتباه قانونی در بررسی بازارها نکرده است. از آنجایی که کمیسیون اروپا به طرز آشکاری مورد بسیار دشواری برای چالش است و به سختی پیش آمده که هر کدام از طرفداران ادغام که ناامید شده‌اند برای تغییر رای‌اش تلاش کنند، این بار مشاهده‌کنندگان کمی از نتیجه شگفت‌زده شدند.

این کتابچه راهنمایی برای نیدراور<sup>۱۴</sup>، شد<sup>۱۵</sup> که زمانی مدیر ارشد اجرایی گلدمن ساکس<sup>۱۶</sup> بود.

NYSE Euronext به شدت به او وابسته بود تا زمانی که ادغام از هم فروپاشید مسیر جدیدی را به آنها نشان بدهد. در نتیجه آنها مزایای پایان خدمتش را به عنوان بخشی از یک اضافه حقوق قابل توجه به دو برابر میزان حقوق سالانه‌اش افزایش دادند. همچنین قابلیت بالقوه‌اش را برای پاداش سهامش تا ۲۵۰ هزار دلار بالا بردند. بورس آلمان در اوایل سال ۲۰۱۵ پیشنهادی برای رقیب مستقر در لندنش، یعنی بورس اوراق بهادار لندن در قالب قراردادی که ساختارش را با عنوان دوستانه «ادغام یکسان‌ها» طراحی کرده بود، مطرح کرد. برای بورس آلمان این پرونده‌ای بود که امیدوار بودند مصداق خوش‌شانسی در سومین مرتبه باشد، چون دو بار پیش‌تر در ماه می ۲۰۰۰ و دسامبر ۲۰۰۴ بورس اوراق بهادار لندن در مقابل ادغام یا رفتن زیر مالکیت بورس آلمان مقاومت کرده بود.

## DP World: بارگیری در بندر

حتی یک اقتصاد نسبتاً باز مثل آمریکا هم می‌تواند گاهی اوقات در دسته‌بندی گروه‌های ضد خارجی قرار بگیرد، جریانی که در سرنوشت

14. Niederauer

۱۵. دانکن ال نیدراور کارآفرین، بازرگان و مدیر ارشد اجرایی آمریکایی است، که در حال حاضر به‌عنوان مدیر عامل بازار بورس نیویورک فعالیت می‌کند

16. Goldman Sachs

۱۷. گلدمن ساکس شرکت خدمات مالی و بانکداری آمریکایی و چندملیتی است که بخش عمده فعالیت‌های آن، در زمینه ارائه خدمات بانکداری سرمایه‌گذاری، مدیریت سرمایه‌گذاری، بانکداری تجاری، همچنین مبادله کالاهای اقتصادی، اوراق بهادار، سهام اختصاصی و مدیریت بر صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک، متمرکز است

پیشنهاد بندرگاه جهانی دوبی<sup>۱۸</sup> برای P&O کمپانی ثبت شده در بورس انگلستان، خودش را نشان داد. P&O زمانی متصدی اصلی و اولیه بندرها بود و اخیراً بخش‌هایی از تجارتش را مانند خط کشتی‌رانی کروز، پرنسس کروز، منحل کرده بود. دارایی‌هایش هنوز هم شامل ترمینال‌ها و سکوهای کشتی‌ها در بسیاری از بنادر اصلی آمریکا از جمله بالتیمور، میامی، نیواورلئانز، نیویورک و فیلادلفیا می‌شود.

در حرکت سریع یکی شدن بازارهای جهانی برای زیربنای کشتیرانی، P&O هدف خیلی مطلوبی محسوب می‌شد و به دنبال این مسیر میان بندر سنگاپور<sup>۱۹</sup> و DP World، کسب و کار رو به رشد مربوط به زیربنای کشتیرانی که صاحبش حاکمان دوبی بودند، جنگ پیشنهادها شروع شد. دهم ژانویه سال ۲۰۰۶، DP World پیشنهادی برای P&O ارائه کرد و برپیشنهاد گران‌قیمت قبلی PAS، که صاحبش دولت سنگاپور بود، پیروز شد.

همان‌طور که این جنگ شدت پیدا می‌کرد، هر دو طرف به سمتی رفتند که اجازه رگولاتوری برایشان ضروری بود. مهم‌ترین کارشان در این قسمت فرستادن درخواستی به کمیته سرمایه‌گذاری خارجی در آمریکا بود (CFIUS) که بدنه سیاسی آن از اعضای هر دو حزب جمهوری خواه و دموکرات تشکیل می‌شد و روی سرمایه‌گذاری‌های خارجی در آمریکا نظارت اعمال می‌کرد.

در آن زمان قدرت این را داشت که خریدار خارجی را تایید کند یا یک پرونده مبنی بر یک دوره بازرسی برایش باز کند تا با دقت بیشتر و محتاطانه‌تر آن را زیرنظر بگیرد. قدرتش از آن زمان تا امروز به طور قابل توجهی افزایش داشته است. از نقطه نظر تاریخی، CFIUS، تمایل داشت که پیشنهادها را تایید کند، اما نمونه‌هایی هم وجود داشتند که به طرز موثری با به تعویق انداختن یک قرارداد جلوی آن را گرفته بود و همین باعث شده بود به عنوان یک نگهبان دقیق شناخته

18. Dubai Ports World (DP World)

19. Port Authority of Singapore (PAS)

شود. یکی از نمونه‌ها پیشنهاد ۱۸,۵ میلیارد دلاری شرکت نفتی ساحلی ملی چین برای یونوکال ۲۰ کمپانی نفتی آمریکایی بود که CFIUS در سال ۲۰۰۵ آن را مسدود کرد.

ماه ژانویه اعضای CFIUS که رئیسش نماینده وزیر خزانه‌داری بود و دیدگاه‌های وزارتخانه‌های دادگستری، کشور، دفاع و امنیت ملی را نمایندگی می‌کرد، به اتفاق آرا به پیشنهاد DP WORLD برای P&O رای مثبت دادند. هر کدام از اعضای هیات که مخالف بودند به طور اجباری باید دوره بررسی ۴۵ روزه‌ای را از سر می‌گذراندند و موضوعات مورد نظرشان را برای روشن شدن عقیده شخصی‌شان به رئیس ارجاع می‌دادند، اما این اتفاق نیفتاد.

با رشد قرارداد همان‌طور که مراحل M&A جلو می‌رفت و اعضای هیات مدیره P&O و سهامداران دادن کنترل به دست DP WORLD را تایید کردند، دشمنی‌هایی هم صورت گرفت. در آن زمان هنوز خاطرات حملات ۱۱ سپتامبر ۲۰۰۱ به طرز دردناکی تازه بود و آمریکا هنوز بیش از ۱۰۰ هزار سرباز مستقر در عراق داشت. اگر چه دوبی و گسترده‌تر از آن امارات متحده عربی (UAE) که دوبی بخشی از آن بود، در چیزی که به اصطلاح جنگ علیه ترور خوانده شده بود، متحدان کلیدی آمریکا در خاورمیانه بودند، اما همچنان دوبی ارتباطاتی با حمله القاعده داشت: دو نفر از تروریست‌های ۱۱ سپتامبر از امارات متحده عربی بودند و تعدادی از واسطه‌هایی که در تامین مالی این طرح تروریستی مشارکت داشتند در دوبی مستقر بودند.

وزارت خزانه‌داری جورج بوش سعی کرد تا افکار عمومی را ترغیب کند که این قرارداد به انجام برسد. روی اهمیت امارات متحده عربی برای منافع آمریکا در خاورمیانه تاکید کرد و به مردم اطمینان داد که مالکیت دارایی‌های زیربنایی آمریکا در خلیج فارس در امنیت کامل است. اما منتقدان قرارداد، از جمله سناتور هیلاری کلینتون، بین دوبی و بقیه دولت‌های منطقه که کمتر دوست آمریکا بودند تفاوتی نمی‌گذاشتند و

به اعتراضات خودشان ادامه دادند. روز بیست و دوم فوریه رییس‌جمهور تهدید کرد هر قانونی را کنگره برای مسدود کردن این قرارداد به تصویب برساند، و تو می‌کنی. اما نه ترغیب و نه تهدید و فشار و زور از سمت دولت و رییس‌جمهور نتوانست طوفانی را که هر روز مهیب‌تر می‌شد آرام کند.

در چنین محیط غیرقابل پیش‌بینی و متغیری برخی از منتقدان قرارداد به اعتراض‌های امنیتی نسبت به ادعای رفیق‌بازی با برخی از اعضای فعلی و سابق وزارتخانه‌ها در دولت بوش که رابطه تجاری نزدیکی با DP WORLD داشتند هم فکر کردند. بقیه نظرات، مثل برنامه «۶۰ دقیقه» که از شبکه CBS پخش می‌شد و یکی از پربیننده‌ترین برنامه‌های تلویزیونی آمریکا بود بیشتر بر مبنای تفکرات شوونیستی و نژادپرستانه بود: اندی رونی در برنامه «۶۰ دقیقه» شبکه CBS، روز بیست و چهارم مارس ۲۰۰۶ گفت:

«بسیاری از آمریکایی‌ها نگران هستند که مالکیت DP WORLD ممکن است یک خطر امنیتی باشد. امنیت چیزی نیست که برای من اهمیت داشته باشد. چیزی که من متوجهش نمی‌شوم این است که چرا خودمان نمی‌توانیم بندرگاه‌هایمان را اداره کنیم؟! برایمان زیادی سخت است؟! یا به اندازه کافی باهوش نیستیم?!»

ما کارهایمان را بیش از اندازه برای اداره و مدیریت و اجراء برون‌سپاری کرده‌ایم. چرا آنها کارهای کاخ سفید یا کنگره را برون‌سپاری نمی‌کنند؟! تعدادی از آدم‌های واقعا باهوش کشورهای دیگر را بیاورید تا ما را برای خودمان مدیریت کنند. یک نماینده کنگره چیزی حدود ۱۶۲ هزار دلار در سال می‌گیرد و تنها کاری که می‌تواند انجام بدهد خوردن است! شرط می‌بندم می‌توانیم چند نفر از شهروندان دوبی را گیر بیاوریم تا همین کار را تا دو برابرش به خوبی و با نصف قیمت انجام دهند.



امیدوارم شبکه CBS قصد نداشته باشد که برنامه «۶۰ دقیقه» را برون‌سپاری کند و یک نفر را از دویی بی‌آورد که مثلاً اسمش انوار رونی است تا کارها را با یک چهارم پولی که به من می‌دهند، سروسامان ببخشند.»

روز بیست و هفتم ماه فوریه در تلاش برای رفع محدودیت‌های آسیب‌زننده، DP WORLD درخواست بازرسی ۴۵ روزه ای از سوی CFIUS را مطرح کرد. اما در آن زمان سیاستمداران آمریکایی درخواست چیزهای بیشتری داشتند. روز هفتم ماه مارس، جری لوییس، رییس کمیسیون تخصیص بودجه مجلس نمایندگان ایالات متحده گفت: «قصد من این است بنیادی تاسیس کنم که جلوی این قرارداد را بگیرد.» روز بعد کمیته او به الحاقیه‌ای رای داد که درست همین کار را انجام می‌داد.

روز نهم ماه مارس DP World تسلیم شد. بیانیه‌ای نوشت و اعلام کرد که بنا به تصمیم شیخ محمد بن رشید المکتوم، حاکم دویی، اموال شرکت آمریکایی P&O به یک شرکت خصوصی آمریکایی منتقل می‌شود. به تدریج دارایی‌ها به بخش مدیریت اموال گروه بین‌المللی آمریکا<sup>۲۱</sup> (AIG) فروخته شدند.

واکنش‌ها در جهان عرب خشمگینانه بود. در ستونی در یک روزنامه مستقر در دویی روز هفدهم مارس ۲۰۰۶ عبدل خالق عبدالله، نظریه‌پرداز سیاسی عرب نوشت:

«مردم! تجارت هم مثل دولت امارات متحده عربی، عمیقاً در نتیجه شکست قرارداد بندرها مورد اهانت و صدمه قرار گرفته است. همه در سرتاسر امارات متحده عربی خشمگین هستند که تا چه حد کشور آزاد و میانه‌رویشان توسط رسانه‌های آمریکایی و قانونگذاران در واشنگتن مثل یک دیو معرفی شده است.»

این تصمیم برای سیاست خارجی دولت آمریکا مشکل ایجاد کرد و در مدت زمان طولانی‌تر لکه ننگی برای اعتبار کشوری بود که ادعای

21. American International Group

اقتصاد آزاد داشت. همچنین روی سیاست‌های آمریکا هم تاثیر بزرگی گذاشت و آنها را به سمت سرمایه‌گذاری خارجی و قرارداد امنیت ملی در سال ۲۰۰۷ سوق داد که به شدت باعث افزایش قدرت و اختیارات قانونی CFIUS شد.

اما سوال اینجاست که آیا DP WORLD به عنوان پیشنهاددهنده می‌توانست کاری انجام بدهد که از این شکست جلوگیری کند؟ امکانش وجود داشت. اشتباهات مشخصی در برنامه‌ریزی و ارتباطات این قرارداد، یعنی دو اشتباه از سه خطای بزرگ معامله کردن وجود داشت. DP World تلاش اندکی در راستای لابی کردن با بدنه گسترده‌ای از قانونگذاران آمریکا یا افکار عمومی انجام داد که امکان صاحب شدن بندرهای آمریکا را به صورت دوستانه در خلیج فارس ایجاد کند.

نظرسنجی از آمریکایی‌ها در آن زمان آشکار کرد که آنها به ملیت کارگزاران بندرگاه‌ها اهمیت زیادی می‌دهند.

اگر چه بر اساس نظرسنجی گالوپ تنها ۲۶ درصد فکر می‌کنند که دولت فدرال نباید به شرکت‌های انگلیسی اجازه بدهد که مدیریت و کنترل محموله‌های دریایی را برعهده بگیرند، ۵۰ درصد می‌خواهند این ممنوعیت برای فرانسه ایجاد شود، ۵۶ درصد با هر کشور عربی مخالف هستند و ۶۵ درصد هم این محدودیت را برای چین خواستار شده‌اند.

هر کمپینی که قصد داشته باشد افکار عمومی را دستکاری کند، مجبور است برای مدت طولانی برای متقاعد کردن‌شان سماجت کند تا بتواند چنین تعصبات ذاتی را تغییر دهد. اما ممکن بود یک PR درست برنامه‌ریزی شده و کمپین رایزنی که روی بی‌طرفی مالک شرکت DP WORLD برای معاملات آزاد تمرکز می‌کرد و فایده‌های ادغام را با قدرت بیشتری انتقال می‌داد شانس موفقیت داشته باشد.

چیزی که در حقیقت اتفاق افتاد این بود که DP World تصور کرد به لطف ارتباطات قوی که با دولت دارد، درست مثل بورس آلمان و ارتباطش با کمیسیون اروپایی، تایید صلاحیتش را از رگولاتوری می‌گیرد. DP World تا اواخر مرحله مذاکره موسسه‌ای برای رایزنی استخدام نکرده

بود. زمانی این کار را انجام داد که در پی آن بود تا کنگره را به سمت خودش بکشاند. اما احتمالاً برای این کار دیگر خیلی دیر شده بود. از زمان تغییر هزاره احتمال اینکه قراردادها مسدود شوند به شکل قابل توجهی در اروپا و آمریکا افزایش پیدا کرده است و بازارهای نوظهور برای منطبق نگهداشتن خودشان با رگولاتورهای غربی در مسابقه هستند. فقط در سال ۲۰۱۵ رگولاتورهای رقابتی آمریکا سال ضربه‌گیر بزرگی داشتند! آنها جلوی قرارداد مالکیت Comcast برای گرفتن کنترل شبکه کابلی تایم وارنر را به قیمت ۴۵ میلیارد دلار گرفتند. مانع قرارداد ۳۰ میلیارد دلاری توکیو الکترون<sup>۲۲</sup> برای مالکیت روی شرکت تراشه‌سازی آمریکایی Applied Materials شدند و پیشنهاد ۳,۳ میلیارد دلاری الکترولوکس<sup>۲۳</sup> از سوئد را برای تولیدی جاروبرقی جنرال الکتریک مسدود کردند. قانون‌گذاران اینجا هستند و قرار هم هست که همین جا بمانند.

### از رگولاتورها بر حذر باشید: بایدها و نبایدها

- **باید** به خاطر داشته باشید حتی اگر سهامداران با قرارداد موافقت کردند، دولت می‌تواند جلوی شما را بگیرد.
- **باید** بدانید که چه کسی در دولت تصمیم نهایی را درباره قراردادها می‌گیرد. چه رگولاتورها باشند و چه سیاستمداران.
- **نباید** تصور کنید که قوانین مالکیت در حوزه‌های قضایی متفاوت یکسان هستند.
- **باید** به قانون‌ها وفادار بمانید.
- **نباید** فراموش کنید که ارتباط با رگولاتورها و سیاستمداران تاثیرگذار است و از سوی دیگر نقش مردم تعیین‌کننده و حساس است.

22. Tokyo Electron

23. Electrolux

بخش سوم: بعد از قرارداد

## فصل هشتم

# قرارداد را درست ببندید

فرانکلین دی. روزولت در اوج دوران رکود بزرگ اقتصادی آمریکا دفتر ریاست جمهوری را تحویل گرفت. کشور به خاطر سال‌های سال افلاس و تقلیل ارزش پول، بیکاری و سقوط تولیدات، ویران شده بود و روزولت می‌دانست که باید خیلی سریع وارد عمل شود. بین ماه مارس و ماه ژوئن سال ۱۹۳۳ اقدامات زیادی جهت راه انداختن موتور اقتصادی آمریکا انجام داد که برای مثال می‌شود به قرارداد Glass-Steagall اشاره کرد که از زیرساخت‌های مالی کشور در شرایطی که ممکن بود به دلیل جدایی‌های قانونی تجارت و سرمایه‌گذاری بانکی از هم به خطر بیافتند محافظت می‌کرد. این قانون در سال ۱۹۹۹ منسوخ شد.

قرارداد به اصطلاح جدید روزولت ممکن است به ذائقه خیلی از کسانی که این روزها در کار تجارت هستند بیش از اندازه مبتنی بر مکتب اقتصادی کینزی به نظر برسد.<sup>۱</sup> اما روشی که این سیاست با آن اجرایی شد برای خط مشی شرکت‌های مهم اصلی از لحاظ سیاسی پیشگام بود: ۱۰۰ روز اول.

جدول زمانی بازگشت ۱۰۰ روزه که می‌توانید تاریخچه‌اش را دنبال کنید و به ناپلئون بناپارت برسید، بناپارت از تبعید برگشت. دوباره خودش را به حکمرانی فرانسه رساند و به انگلستان و پروس اعلان جنگ داد، پیش از آنکه فقط صد روز بعد در جنگ واترلو خودش را تسلیم کند. این بازگشت ۱۰۰ روزه در تجارت به این صورت استفاده می‌شود که مدیران اجرایی و صاحبان وارد شده به کسب و کار برنامه ساختار یافته‌ای برای یک سری عملیات تامین می‌کنند که شرکت دوباره روی پای خودش بایستد. این بخش مقدماتی و اصولی استراتژی M&A است.

استراتژی موفق M&A و تاثیر سودمند آن روی اقتصاد به صورت وسیع‌تر در پیشگفتار مورد بحث قرار گرفت. این استراتژی با انجام یک قرارداد صحیح آغاز می‌شود. این اصل سوژه هفت فصل اول این کتاب بود. بخش

۱. نظریه‌ای در اقتصاد کلان است که بر پایه ایده‌های اقتصاددان انگلیسی جان مینارد کینز بنا شده است. اقتصاددانان کینزی‌گرا استدلال می‌کنند که تصمیمات بخش خصوصی گاهی اوقات ممکن است منجر به نتایج غیرکارا در اقتصاد کلان شود و بنابراین از سیاست‌گذاری فعال دولت در بخش عمومی حمایت می‌کنند

دوم معادله موفقیت، که موضوع این فصل است، انجام صحیح قرارداد است. معمولاً به این نکته آخر کمتر توجه می‌شود و مذاقه کافی روی آن صورت نمی‌گیرد. اما مطابق تجربه ما، صرف‌نظر از منطق قرارداد، جایی که ارزش واقعی می‌تواند اضافه بشود یا کلاً از بین برود دقیقاً همین‌جاست.

برنامه ۱۰۰ روزه راه میان‌بر شرکت برای قرارداد ائتلاف و بخش کلیدی آن است، اما به هیچ‌وجه همه آن نیست. پیاده‌سازی قرارداد با همان نظم و ترتیبی آغاز می‌شود که در فصل اول و دوم درباره‌اش بحث کردیم. جایی که شما استراتژی قرارداد را به شکل معادله و فرمول درمی‌آورید و هم‌تراز با مجموعه اهداف استراتژیک کمپانی‌تان قرار می‌دهید و با دقت زیاد هدفی را پیدا می‌کنید که می‌تواند شما را به آنچه می‌خواهید برساند. تصمیم گرفتن درباره اینکه آیا توانایی از نظر منابع و وقت گذاشتن روی پروژه ادغام را دارید یا نه باید بخشی از برنامه‌ریزی شما باشد. مسئله‌ای که در فصل اول به آن پرداختیم. برنامه‌های دقیق‌تر که مربوط به مراحل آخر بستن قرارداد است، باید به محض آنکه هدف شناسایی شد، آغاز شود و باید بخش اصلی فهرست شرکت‌های هدفی باشد که تنظیم کرده‌اید. (فصل دوم را بخوانید). بعد از همه این‌ها تا زمانی که حداقل ساختار کلی و اسکلت برنامه ادغام را نداشته باشید، چطور یک قرارداد می‌تواند ارزش‌گذاری شود و مزایا و اشتراک مساعی‌اش مورد بررسی قرار بگیرد؟ این فصل باید به همراه فصل سوم خوانده شود، چون به هم پیوسته هستند و از سوی دیگر روی ارزیابی بایسته تاکید زیادی دارد. کاری که اگر درست انجام شود، اساس یکپارچگی کسب و کار جدیدتان را تأمین می‌کند. هر مسئله ویژه‌ای که ممکن است به خاطر شرایط فرهنگی، اجتماعی و رویه کار ایجاد شود، برای‌تان روشن می‌سازد و در واقع می‌توان گفت که هر جنبه‌ای از کسب و کار ترکیب‌شده جدید را مورد بررسی قرار می‌دهد.

البته سایر فصل‌ها هم برای ائتلاف شرکت‌های قابل‌تامل هستند:  
**فصل چهارم:** آیا می‌توانیم هزینه‌های ائتلاف را تأمین کنیم و آیا این هزینه‌ها در مدل ارزش‌گذاری تعریف شده‌اند؟

**فصل پنجم:** آیا به درستی با مردم و منابعی که برای این ائتلاف

ضروری هستند مذاکره کرده‌ایم؟

**فصل ششم:** آیا برنامه‌ای برای انتقال همه این اطلاعات به سهامداران

متعددمان داریم؟ و فصل هفتم: آیا پیش‌بینی کرده‌ایم که پاسخ رگولاتورها

در شرایط انعقاد و فسخ قرارداد تاثیر دارد؟

روشن است که موفقیت قرارداد در طولانی مدت وابسته به کارهایی

شامل دوره‌های بعد از اعلام قرارداد و بعد از تکمیل آن است که در طول

مراحل قرارداد، برای این ائتلاف انجام شده است. چیزی که اهمیت ویژه‌ای

دارد این است که عمل مشترک برنامه‌ریزی شده را به کنترل خود

دریابورید و تا جایی که ممکن است به سرعت روحیه کارکنان را بالا ببرید

تا متوجه پتانسیل‌های قرارداد بشوند. در زمان عدم قطعیت اقتصاد و رشد

اندک، رسیدن به ارزش کامل و وعده داده شده مالکیت‌ها، اهمیت‌شان

بیشتر هم می‌شود. موفقیت داد و ستد مالی غالباً با توانایی رسیدن به

منافع وعده داده شده حاصل از تشریک مساعی تعریف می‌شود. این منافع

می‌تواند مربوط به هزینه‌ها یا درآمدها باشد و اینکه تغییرات در شیوه

اجرایی اعمال شود. این نکته مهمی است و برای هر نوعی از قراردادهای،

سهامی خاص یا عام، در هر اندازه‌ای که باشند کاربرد دارد. حتی شامل

قراردادهای میان موسسات خیریه هم می‌شود.

یک نمونه عالی از قراردادهای میان موسسات خیریه موسسه ملی

سلطنتی افراد نابینا<sup>۲</sup> است. اول آوریل سال ۲۰۰۹ RNIB به صورت رسمی

اعلام کرد که بنیاد «اقدام برای افراد نابینا (اقدام)»<sup>۳</sup> در کنار روزنامه‌ها و

مجلات نشنال تاکنینگ<sup>۴</sup> و Cardiff Vales and Valleys به سومین عضو گروه

افرادى که بینایی‌شان را از دست داده‌اند، تبدیل شده است. این اولین اتحاد

سه شرکتی در میان تعداد بی‌شمار ائتلاف‌های یکپارچه میان بنیادهای

خیریه مرتبط با هم در انگلستان بود. شکل‌گیری این گروه موقعیت RNIB

را به عنوان بنیاد خیریه پیشرو در زمینه نابینایان در انگلستان تحکیم کرد.

2. RNIB

3. ACTION

4. National Talking

نیروی محرکه پشت ادغام مالی و همچنین سیاسی بود. اما الهام‌بخش آن مدیر ارشد اجرایی RNIB، زلی آن الکساندر<sup>۵</sup> بود که احساس کرد حضور بیش از ۷۰۰ موسسه خیریه در انگلستان که همه‌شان در جست‌وجوی رسیدن به یک هدف مشابه هستند، معکوس عمل می‌کند و مانع از دست یافتن به اهداف خیریه موردنظرشان برای تامین بهترین پشتیبانی ممکن برای افراد نابینا یا کم‌بینا می‌شود.

RNIB تشخیص داد که در این ادغام‌ها می‌تواند تشریک مساعی مشخصی وجود داشته باشد. چون برای مثال با این قرارداد، خدماتی که توسط ACTION در انگلیس تامین می‌شد، می‌توانست مکمل خدمات خود RNIB باشد که به صورت ویژه در اسکاتلند، ایرلند شمالی و ولز فعالیت می‌کرد. این ترکیب در نهایت می‌توانست به صورت کامل همه مناطق انگلستان را با خدماتی که همپوشانی داشتند، پوشش بدهد، علاوه بر اینکه قادر می‌شد از جست‌وجوهای دشوارش برای افزایش نقدینگی و سرمایه سازمان، بیشترین عایدی را به دست بیاورد.

در نتیجه تصمیم گرفته شد که فعالیت‌ها با هم ادغام شوند و پای یک قرارداد پنج ساله همکاری هم وسط کشیده شد. قرارداد شامل این می‌شد که ACTION مسئولیت همه مناطق تحت پوشش ACTION و RNIB و خدمات پیمانی‌شان و کارمندان را در انگلستان برعهده بگیرد و RNIB هم کنترل جذب سرمایه برای هر دو بنیاد خیریه را برعهده داشته باشد. قرارداد بازتاب این واقعیت بود که کارهای بخش مشتریان شرکت‌ها ادغام می‌شود، اما نیروهای کار اداری و سیاست‌گذاران شرکت‌ها جدا از هم باقی می‌مانند.

الکساندر درباره دستاورد واقع‌گرایانه این تشریک مساعی و فواید این ادغام توضیح داد:

«پیش از آنکه ما کاری با action انجام دهیم صفر درصد از منافع ادغام را داشتیم، و احتمالاً اگر به سمت یک مالکیت به روش سنتی رفته بودیم و همه سازمان را اعم از نیروهای اجرایی و

5. Lesley-Anne Alexander



گردانندگان پشت خط با هم ادغام می‌کردیم، ۱۰۰ درصد بهره نصیبمان می‌شد. تخمین من این است که با این ساختار جدید به چیزی حدود ۵۰ درصد بهره‌ها دست پیدا کنیم. در اصول من، ۵۰ درصد خیلی بهتر از صفر درصد است و درها باز است تا با گذر زمان از ۵۰ درصد هم عبور کنیم. این بهره از افراد نابینا و کم بینا به دست می‌آید که جایی برای رفتن و گرفتن خدماتی که مورد نیازشان است در خیابانی سطح بالا در لیورپول، بیرمنگام، بریستول و منچستر پیدا کرده‌اند و همه آن نقاط دیگری که ما حضور داریم. همه می‌گویند افزایش تولیداتی که باعث سود در هزینه‌ها می‌شود از ادغام فعالان اداری پشت صحنه به دست می‌آید اما ما به چنین پیشنهادی فکر هم نکردیم و از ابتدا هم قرار بود که از ادغام بخش اجرایی در خط مقدم، یعنی مکان‌های واقعی برای افراد نابینا و کم‌بینای واقعی که برای سرکشی و معاینه به چنین جاهایی می‌روند، جلوگیری نکنیم. می‌توانم با پیچیدگی‌های مرکز اداری دفتر مرکزی کنار بیایم؛ اگر این بهایی است که باید برای ساده‌تر کردن چشم‌انداز مخاطبان خدمات‌مان بپردازیم.»

فاز ادغام شرکت‌ها پیش از تکمیل قرارداد، دشوار است و شبیه یک قناری در معدن ذغال سنگ عمل می‌کند. اگر تیت‌های برنامه‌های ادغام، مثل انتخابات هیات مدیره اجرایی، به شکل یک اتفاق ناگهانی بیفتد، یک علامت مشخص است که باید از این معامله دور شوید. به صورت مشابه اگر بازارها در طول مذاکره تغییر عقیده بدهند، این می‌تواند آخرین فرصت برای بیرون زدن از قرارداد باشد و از تجربه‌ای مثل شرکت آرماگدون در RBS اجتناب کند.

به هم پیوستن و ادغام می‌تواند معنای ترکیب کامل دو کسب و کار را در سطوح مختلف از مدیران تا پایین‌ترین سطح داشته باشد یا به طور کامل دو تجارت از هم جدا باشند (که بیشتر در زمینه اوراق بهادار موسسات خصوصی معمول است) یا هر چیزی میان پیوستن کامل یا مجزا بودن.

چیزی که اهمیت دارد این است که فاز بعد از ادغام (پسا ادغام) به درستی برنامه‌ریزی شده باشد و استدلال برای خرید یک کسب و کار با جزئیات دقیق به صورت تخصصی ارائه شده و بعد هم پیاده‌سازی شود. اگر بخواهیم گسترده‌تر بررسی کنیم، روند ائتلاف‌ها می‌تواند در موارد زیر خلاصه شود:

#### فاز اول) پیش‌ادغام<sup>۶</sup>

— **مرحله اول: برنامه‌ریزی ادغام در سطوح بالا.** در این سطح گفت‌وگوها به گروه کوچکی از مدیران ارشد اجرایی محدود می‌شود که حوزه‌های کلیدی به هم پیوستن شرکت‌ها را ارائه می‌دهند. باید از افشای اطلاعات در این فاز جلوگیری کرد.

— **مرحله دوم: اعلام.** انتظارات مدیریت و کارکنان باید به دقت از همان ابتدا مدیریت شود. حداقل بالاترین سطح مدیریت، یا سطح دوم، در زمان اعلام باید حضور داشته باشند.

— **مرحله سوم: ائتلاف غیررسمی.** هرچه عدم قطعیت بیشتر باشد، ساختار هدف هم متزلزل‌تر خواهد بود. در این مرحله لازم است که در صورت امکان بخصوص بخش‌های چالش برانگیز مثل IT و HR با هم ترکیب شوند. اگر نشد حداقل برنامه‌ریزی برای این کار صورت بگیرد. اگر مذاکرات در این مرحله به مشکل برخورد، آماده باشید که از قرارداد عقب بکشید.

#### فاز دوم) پسا ادغام<sup>۷</sup>

— **مرحله چهارم: بازگشت ۱۰۰ روزه.** ورودی اصلی برای اینکه پایه‌های درست را برای ادغام برپا کنید.

— **مرحله پنجم: تثبیت و به هم پیوستن ساختاری و فرهنگی.** این روند طولانی مدتی است و امکان دارد سال‌ها زمان ببرد تا نهایی شود. سفر وقتی کامل می‌شود که کارمندان، مشتریان، شرکت‌های فروشنده و سرمایه‌گذاران شرکت ترکیب شده را به عنوان «کسب‌وکار معمول

---

6. PRE-CLOSING

7. POST CLOSING

همیشگی» در نظر بگیرند و تعداد کمی از آنها به ساختارهای اولیه ارجاع بدهند. یک قاعده سرانگشتی خوب به ما می‌گوید که این مرحله نباید بیشتر از سه سال طول بکشد و در حالت ایده‌آل حتی زمانش کوتاه‌تر هم هست.

زمانی که قرارداد به سمت اجرا می‌رود، گروه هدایت تیم شرکت به احتمال زیاد تغییر می‌کند. با گروه کارکنان جدید، چه داخلی و چه مشاوران خارجی، جانشین تیم مذاکره قرارداد می‌شوند و کنترل اوضاع را به دست می‌گیرند. به هر حال مهم است که ارتباطات و تحویل سیستم کنترل میان تیم‌ها خوب باشد و حداقل تعدادی از مدیران این پیوستگی را میسر کنند یا اینکه برای یک مدت زمان مشخص کنار یکدیگر کار کنند. قطع ارتباط میان دو تیم می‌تواند بزرگترین مانع برای اجرای درست استراتژی پیشرفته ائتلاف دو سازمان باشد.

به علاوه در طول این روند مدیریت نیاز دارد به یاد بیاورد که ممکن است بزرگترین چالش، ادغام شرکت‌ها نباشد، بلکه اطمینان پیدا کردن از این موضوع است که کارمندان کاری می‌کنند تا هسته مرکزی تجارت با موفقیت به فعالیت خودش ادامه دهد.

### فاز اول: ارزیابی بایسته را انجام دهید

یک ادغام خوب با ارزیابی خوب آغاز می‌شود. که معنایش این است باید از شیوه مسائل رایج استفاده کنیم تا بتوانیم مشکلات کلیدی را شناسایی و به آنها اشاره کنیم. به جای اینکه قرار باشد به عقب برویم و همه چیز را به صورت مجزا مورد بررسی قرار بدهیم و بر مبنای ترجیح روش‌های بروکراتیک به اهداف والاتر مالیات، مسائل مالی، قوانین و بقیه موارد قابل ارزیابی را جداگانه بررسی کنیم. دوباره و دوباره شرکت‌ها برای توصیه‌های ارزیابی هزینه می‌کنند و وقتی از آن برای تعیین یک قیمت استفاده می‌کنند، آن را دور می‌اندازند.

باید برای تهیه یک نقشه راه برای ادغام بعد از عقد قرارداد، اطلاعات ارزیابی جامع و فراگیر مورد استفاده قرار بگیرد تا به خریدار اجازه دهد

اهداف مالی و استراتژیکش را به حداکثر برساند و از تله‌هایی که مشخص شده اجتناب کند. در این روش ارزیابی بایسته خوب باید به آسانی هزینه خودش را بپردازد. این نقشه راه از کسب و کار ادغام شده باید نشان دهنده عناصر اصلی استراتژی جدید باشد و از همان ابتدا که هدف انتخاب شد، مطرح کننده محرک‌های ارزشی برای مشتری مداری در نمای کلی قرارداد باشد.

باید از همان ابتدای روند قرارداد ایده روشنی وجود داشته باشد که کمپانی ادغام شده قرار است چه کار متفاوتی در مقایسه با شرکت هدف و حتی خریدار و برنامه‌های قبلی کسب و کارهایشان انجام دهد. زمانی که این قضیه مشخص شد، مدیر ارشد اجرایی، بله از همین سطح روند قرارداد نیاز به هدایت دارد، باید به طور جامع مسئولیت‌ها را به مدیران ارشد انتخاب شده واگذار کند تا برای همه آن کسانی که مسئولیتی در اجرایی شدن برنامه دارند، همه چیز واضح و روشن باشد. این نیاز به مراحل و زمان‌بندی‌های مشخصی دارد و باید به طور واضح به ارزیابی‌ها و مدیریت اجرایی هدف پیوند زده شود.

زمانی که این کار انجام شد، مدیریت باید برنامه روشن روز اول را گسترش بدهد که مشخص می‌کند چگونه ساختار جدید شرکت ترکیب شده از ابتدا کار خواهد کرد. علیرغم نکته‌ای که قبل‌تر درباره قطع ارتباط آسیب‌زننده میان تیم مذاکره قرارداد و تیم اجرایی گفتیم، اگر سهوا این اتفاق افتاده باشد، می‌تواند برای استفاده از تیمی که به پاکسازی موسوم است، مفید فایده باشد. تیم پاکسازی شامل کارکنان داخلی و مشاوران خارجی است تا این طرح و برنامه را آماده کنند. چنین تیمی بین ساختار هر دو شرکت فعالیت خواهد کرد و برنامه‌های ادغام و پرونده‌های کسب و کار را که شامل اطلاعات حساس تجاری است که به صورت طبیعی نمی‌تواند بین فازهای اعلام تا اجرای قرارداد به اشتراک گذاشته شود توسعه می‌دهد. این به ویژه وقتی اهمیت پیدا می‌کند که شکافی میان توصیه قرارداد به سهامداران و روز بسته شدن قرارداد باشد برای نمونه وقتی که زمان زیادی در این بین صرف بررسی‌های رگولاتوری می‌شود.

برنامه روز اول همچنین باید با حداکثر انعطاف‌پذیری طراحی شود به طوری که اطلاعات بهتر در فاز دوم در دسترس قرار بگیرند (پایین‌تر را نگاه کنید). برنامه ادغام می‌بایست اجازه بدهد که با استفاده از داده‌های جدید تغییرات صورت بگیرند. این هم نکته‌ای است که اگر قرارداد برنامه‌ریزی در خودش نداشته باشد بر مبنای چه چیزی تصمیم گرفته شود که در همان مسیر قبلی جلو بروید، یا تلفات‌تان را کم کنید و یا اصلاً کنار بکشید.

### خارج از خط آهن: ترمز قطار افسارگسیخته را بکشید

زمانی که دیگر قرارداد نزدیک به اجرایی شدن است، تیم مدیریت خریدار از آن موقع به بعد و در زمان اجرای قرارداد ماه‌ها یا سال‌ها وقت صرف برنامه به دست گرفتن کنترل خواهند کرد. آنها به مشاوران پول پرداخت خواهند کرد و احتمالاً ترتیب بخش‌های مالی قرارداد را می‌دهند. در چنین شرایطی سرعت حرکت پشت یک مالکیت می‌تواند به صورتی باشد که تیم احساس کند تنها راه حل ممکن این است که به جلو برود.

بهترین مدیرعامل کسی است که نه تنها دست بازنده را تشخیص می‌دهد که علاوه بر آن این شجاعت را دارد که وقتی ضروری است به شکستش اعتراف کند. حتی اگر آنها برای مالکیت یک قمار بزرگ مالی کرده باشند. ادغام Omnicom/Publicis که شرح کلی آن در بخش بعد می‌آید، از بابت حضور مدیران بخش‌های مختلف شرکت در میان اعضای هیات مدیره آنقدر در طبقات عمومی سقوط کرد که در نهایت سال ۲۰۱۴ قرارداد فسخ شد. آنها آشکارا متوجه نشانه‌های کلاسیکی شدند که به آنها هشدار می‌داد قرارداد به درستی در همه مراحل مورد تفکر قرار نگرفته است. قطارها بدون هشدار از خط‌شان خارج نمی‌شوند. اینجا آنطور که در غالب موارد پیش می‌آید شکست در استراتژی، و مهمتر از آن در ارزیابی بایسته، آن چیزی است که هشدار می‌دهد وسیله حمل و نقل از حالت تعادلش خارج شده است.

## دست‌هایتان را آن سوی اقیانوس اطلس بگذارید

وقتی پابلیسیز<sup>۸</sup> مستقر در فرانسه و اومنیکوم<sup>۹</sup> که مقرش در آمریکاست اواسط سال ۲۰۱۳ ادغام ۳۵٫۱ میلیارد دلاری خود را اعلام کردند، غول‌های تبلیغاتی و مشتری‌های احتمالی PR را به سخره کشیدند که احتمال به هم پیوستن حساب‌های سوپربرندهای جهانی مثل پیسی و کوکاکولا وجود دارد و یک رقابت واقعی برای بزرگترین بازیکن این بخش یعنی WPP به راه انداختند.

طبق مقاله فایننشال تایمز، این ادغام برد-برد برابر با یک شوخی شروع شد. مدیرعامل اومنیکوم، جان ورن<sup>۱۰</sup> سال ۲۰۱۳ از مرکز پابلیسیز در پاریس دیدار کرد و در این گردش زمانی را بالای پشت بام توقف کرد تا منظره خارق‌العاده آن را که دید کاملی روی طاق نصرت پاریس داشت، ستایش کند. مدیر عامل پابلیسیز، موریس لوی<sup>۱۱</sup> و رقیب سالیان سال ورن به او جواب داد: «می‌تواند مال شما باشد.» و اینگونه بود که ایده این ادغام متولد شد.

به هم پیوستن دو تجارتي که هر دو ثبت شده در بورس بودند از نظر تجاری این احساس را به وجود می‌آورد که یک معامله بی‌نقص و عالی انجام شده است. در دوره‌ای که بازیکنان شبکه‌های اجتماعی جدید و اینترنت مثل گوگل و فیس‌بوک معمولا می‌خواهند با آژانس‌هایی در حد و اندازه خودشان کار کنند، کمپانی‌ها با اندازه کوچکتر احساس می‌کنند که کنار گذاشته شده‌اند. ادغام Omnicom/Publicis می‌توانست خیلی بزرگتر از WPP باشد با درآمد سالانه آمریکا که به تنهایی معادل ۱۱٫۴ میلیارد دلار بود (دو برابر آن چیزی که WPP داشت) و در موقعیتی قرار داشت که برای معامله با غول‌های تکنولوژی و رسانه‌های جدید یک قطب جدی به شمار می‌رفت. حتی زمان‌بندی این ادغام هم بی‌نقص بود. سال ۲۰۱۳ بالاخره عرصه تبلیغات از آن رکودی که به خاطر بحران اقتصادی ۲۰۰۸ در آن افتاده

8. Publicis  
9. Omnicom  
10. JOHN WREN  
11. Maurice Lévy

بود و کسادی بعدش خودش را بیرون کشید.

زمانی که قرارداد در ماه جولای اعلام شد، صحبت بر سر ایجاد یک ساختار مدیریت برای کسب و کاری جدید بود که تا همان زمان هم چنین ایده‌ای به تاخیر افتاده بود. دو شرکت «تجارت‌های مردم» بودند که کارشان این بود که از لحاظ احساسی باهوش باشند و نسبت به نیازهای مشتریانشان حساسیت داشته باشند. به هر حال محتمل بود که در قراردادشان فراموش کنند که موقع انجام ارزیابی بایسته، درست در نظر گرفتن این عوامل انسانی ضروری و تعیین‌کننده است. همان‌طور که در فصل سوم درباره‌اش بحث کردیم، غالباً در روند ارزیابی بایسته، فرهنگ شرکت و شیوه‌های کاری‌شان نادیده گرفته می‌شود. اما باید توجه داشت که این درست پرتگاهی است که امکان دارد قرارداد مالکیت از روی آن سقوط کند. این مسئله حیاتی است که مدیران اجرایی مسائل فرهنگی ظریف را در نظر بگیرند. چون غالباً آنها جلوه خارجی روش‌های مدیریتی کاملاً متفاوت هستند و شیوه‌های کاری که با هم فرق دارند. نشانه‌ای بر اینکه قدرت تا کجا می‌تواند درون یک سازمان واگذار شود.

داخل بخش تبلیغات، اومنی‌کوم و پابلیسیز و مدیرعامل‌هایشان متفاوت‌ترین فرهنگ‌های شرکتی ممکن را داشتند. ورنه یک آمریکایی که پیش از این حسابدار بود و در صنعت پر زرق و برق و باشکوه تبلیغات سابقه کمی داشت. در حالی که برعکس او لوی بر اساس مقالات فایننشال تایمز، اروپایی جذابی بود که در تمام طول سال در سن تروپه کار می‌کرد و زندگی مجللی داشت. این شیوه‌های متفاوت احتمالاً بازتاب عمیقی در ساختار دو سازمان داشتند. این مسئله‌ای بود که باید خیلی زودتر در فاز ارزیابی بایسته مورد بررسی قرار می‌گرفت. قبل از اینکه برنامه عملیات برای بستن قرارداد با یکدیگر طراحی شود.

چیزی که در حقیقت اتفاق افتاد این بود که دو مرد بر سر مهم‌ترین مشاغل کسب و کارهایشان با هم توافق کردند، یعنی سمت‌های خودشان و این را به عنوان پیش‌شرط قرارداد در نظر گرفتند. آنها شغل مدیرعاملی را برای ۳۰ ماه اول به صورت اشتراکی داشتند و بعد از آن لوی در نقش

رییس هیات مدیره ظاهر می‌شد. به هر حال آنها فراتر از این نرفتند. در بیشتر ادغام‌ها، مهم است که همه یا بیشتر مدیران ارشد از همان ابتدا مشخص شوند. این امر به ویژه زمانی صحت بیشتری پیدا می‌کند که قراردادهای مربوط به کسب و کارهای مردمی باشد جایی که منابع انسانی بزرگترین دارایی شرکت است یا جایی که مدیریت تخصص ویژه‌ای دارد که برای موفقیت تجارت ادغام شده ضروری است. (شاهد این مثال خرید اوتونومی توسط HP است که در فصل‌های ابتدایی بررسی شد). و این موضوع به طور مضاعف جایی اهمیت پیدا می‌کند که دو شرکت در اندازه و قدرت شبیه به هم هستند و در نتیجه ایده ادغام برابر کاملاً واقعی یا نزدیک به آن است. بحث مشابهی در فصل سوم مطرح شد وقتی بریتویچ و ای.جی.بار تصمیم گرفتند صحبت‌های مربوط به ادغام‌شان را از نو شروع نکنند، چون نمی‌توانستند بر سر نقش‌های اعضای هیات مدیره توافق کنند.

نقطه حساس برای ورن و لوی وقتی فرا رسید که بر سر اینکه چه کسی سمت مدیر مالی شرکت را داشته باشد، توافق نکردند. هر دو مرد می‌خواستند این موقعیت حساس نصیب خودشان شود و درک کرده بودند که این شغل کلیدی است برای اینکه دیدگاه خودشان را روی مجموعه کسب و کار تحمیل کنند. از آنجایی که فرهنگ دو شرکت کاملاً متفاوت بود و پابلیسیز در این مورد کاملاً متمرکز بود و در اومنیکوم اختیارات تفویض اداری و مالی می‌شد، این انتصاب اهمیت ویژه‌ای پیدا می‌کرد. کلودیو آسپسی<sup>۱۲</sup> تحلیلگر استانفورد سی. برنستاین گفته بود:

**«برای هر دو مدیرعامل مسئله نیروی انسانی بود که می‌خواستند کارکنان مورداعتماد خودشان دوروبرشان باشند، اما شما فقط می‌توانید یک مدیرعامل داشته باشید.»**

اما طبق چیزی که لوی می‌گفت، ورن علاوه بر این‌ها می‌خواست مشاور حقوقی‌اش را هم در کنار خودش داشته باشد یعنی دو پست مهم عملیات مالی و قانونی شرکت فرانسوی-آمریکایی در نهایت توسط آمریکایی‌ها

---

12. CLAUDIO ASPESI



پر می‌شد. پیامد آن از لحاظ فرهنگی برای پابلیسیز حساس بود. لوی به فایننشال تایمز گفت:

«آنها به تعادل و توازن احترام نگذاشتند. او می‌خواست مدیر مالی‌اش (CFO) به عنوان مدیر مالی شرکت ادغام شده منصوب شود و مشاور حقوقی‌اش هم مشاور حقوقی شرکت شود. در نتیجه همان‌طور که می‌بینید موقعیت‌های کلیدی کمپانی مشارکتی کاملاً در دست‌ان افراد اومنیکوم قرار می‌گرفت و این غیرقابل قبول بود. در همین حین برخی مشکلات مالیاتی و رگولاتوری هم سربر آوردند و در سال ۲۰۱۴ دو طرف قرارداد را فسخ کردند.»

در بیانیه مشترک دو مدیرعامل آمده بود:

«چالش‌هایی که هنوز نتوانسته‌ایم آنها را حل کنیم به علاوه سرعت کم روند قرارداد، ما را به سطحی از عدم قطعیت رسانده که این قرارداد برای منافع هر دو گروه، کارمندان، مشتریان و سهامداران‌شان زیان‌آور است. در نتیجه به صورت مشترک تصمیم گرفتیم که هر کدام در مسیر مستقل خودمان به حرکت‌مان ادامه دهیم. ما البته رقیب هم باقی می‌مانیم اما برای یکدیگر احترام زیادی قائلیم.»

لوی در صحبت جداگانه‌ای گفت که موسس پابلیسیز، مارسال بلواستاین بلائشت<sup>۱۳</sup> ممکن بود به خاطر این ادغام پیشنهاد «تن‌اش در گور بلرزد» و کمپانی او مستقل باقی خواهد ماند.

### بقیه موانع در مسیرتان هستند

برخی مراحل قرارداد هیچ‌وقت نمی‌بایست آغاز شوند. اما چه کاری باید انجام بدهید، وقتی بازار به شیوه‌ای به سمت شما حرکت می‌کند که انتظارش را نداشته‌اید یا احتمالاً نمی‌توانسته‌اید پیش‌بینی‌اش کنید، یعنی

13. Marcel Bleustein-Blanchet

همان چیزی که در اصطلاح به آن نظریه «قوی سیاه» می‌گوییم؟<sup>۱۴</sup> در یک مثال برجسته که پیش‌تر به آن اشاره کردیم، در بخش بانکی، RBS زیر فشار پیگیری غیرمحتاطانه و نه چندان دقیق ABN AMARO قرار گرفت آن هم در حالی که بعد از سال ۲۰۰۷ و اینکه رقیبش، بارکلیز معامله با RBS را رها کرده بود، ابرهای سیاه بالای سر شرکت جمع شده بودند.

با سقوط قیمت نفت به لطف کاهش تقاضا و تاثیر منابع جدید آمریکای شمالی روی تامین نیازمندی‌ها، چطور ائتلاف در بخش انرژی در طول دهه بعدی می‌توانست تاثیر بگیرد؟ آیا قراردادهایی که تا الان روی لوله‌های نفتی بسته شده بودند به نتیجه می‌رسیدند؟

بسیاری از قراردادهای تا همان زمان به دلیل وضعیت بازار، شامل مسائل محیط زیستی، فسخ شده بودند. موضوعاتی که از زمانی که نطفه قرارداد بسته شده بود، دچار تغییر شده بودند. برای مثال اگر مدیرعامل RBS و اعضای هیات مدیره کمتر با خودپسندی تحریک می‌شدند و بیشتر به نبض بازار توجه می‌کردند، بانک می‌توانست از مالکیت فاجعه ABN AMARO اجتناب کند. (فصل دوم را بخوانید)

همان‌طور که در فصل چهارم اشاره کردیم، شیدایی نسبت به ادغام که تولیدکنندگان سنگ آهن و آلومینیوم، شامل ریو تینتو و Glencore Xstrata را مبتلا کرده بود، بعد از سقوط قیمت‌های کالاها، دیگر چندان قابل درک به نظر نمی‌رسید. تئوری super-cycle (چرخه رشد و تولید) کالاها که مورد علاقه تام آلبانیز از ریو تینتو و دیگران بود، تبدیل به مبحثی شد که دقیقا همان چرخه جهش و انفجار بود که همیشه بر اقتصاد حکومت می‌کرد. BHP Billiton کاری را انجام داد که احتمالا در یک قدمی نابودی در اثر سقوط قیمت کالاها نجاتش داد. چون درست پیش از آنکه رکود اقتصادی آغاز شود از تعقیب ۱۸ ماهه ریو تینتو در سال ۲۰۰۸ دست کشید.

تصمیم رها کردن ریو تینتو، بخشی به خاطر عداوت رگولاتورهای چینی با قرارداد اتفاق افتاد و بخشی هم به دلیل مخالفت سهامداران با آن و در نهایت هم بازار آشفته و متلاطمی که تامین امنیت مالی مالکیت را

۱۴. نظریه قوی سیاه، اشاره به رخدادهای بسیار نادر و مهمی دارد که بطور معمول کسی انتظار وقوع آنها را ندارد

برای BHP سخت می‌کرد. در این مورد آنها به نشانه‌های خارجی توجه کردند.

به هر حال وقتی BHP کنار کشید، به سقوط ادغام تغییر شکل دهنده‌اش در انتهای چرخه رشد و تولید متهم شد. نقل قولی از مدیر ارشد اجرایی BHP، ماریوس کلاپرز<sup>۱۵</sup> در وال‌استریت ژورنال منتشر شد که می‌گفت:

«این تصمیم علیه بحران اقتصاد جهانی و تأثیرش روی ارزیابی ما از منافع این ادغام گرفته شده است... من فکر می‌کنم قیمت‌های کالاها روی همه دارایی‌های ما و برای بسیاری دیگر از بازیگران این عرصه تأثیر داشته و در شش هفته گذشته چیزی معادل ۵۰ درصد کاهش داشته‌ایم. به وضوح تا همین الان هم جریان مالی ما تحت تأثیر این بحران قرار گرفته است.»

### جهت‌گیری‌های سیاسی را مورد هدف قرار دهید

سیاستمداران و رگولاتورهای جهان تأثیر زیاد و رو به رشدی روی سرنوشت بزرگترین و مهم‌ترین قراردادهای دارند. در بسیاری از موارد خیلی ساده رگولاتورها قرارداد را از سر خود باز می‌کنند. بخصوص (همان‌طور که در فصل هفتم در مورد دانون دیدیم) اگر سیاستمداران مورد بحث فرانسوی باشند که باور دارند که ارتش کشورشان روی ماست کارخانه‌شان رژه می‌رود. با اینگونه مخالفت سفت و سخت با مالکیت به سادگی نمی‌شود جنگید. چه اینکه حداقل یا باید کمپینی داشت که برای دهه‌ها فعالیت کند یا از برخی فشارها و لابی‌های قوی سیاسی استفاده کرد.

خیلی از شرکت‌ها آرزو دارند که پیش از خرید بتوانند اطلاعاتی درباره محصول داشته باشند تا مشخص کنند که تا کجا می‌توانند توسعه خود را گسترش بدهند و با آگاهی کامل این کار را انجام بدهند. چون در غیر این صورت مجبور خواهند بود که برای حق‌الزحمه مشاوره پول و وقت صرف کنند تا قرارداد را کاملاً بشکافند و جواب‌های محکمی برای سوال‌هایشان پیدا کنند. تفاوت میان آنهایی که استراتژی درست M&A دارند و آنهایی که

15. Marius Kloppers

از این استراتژی بی‌بهره‌اند این است که گروه اول می‌دانند که چه وقتی باید پا پس بکشند.

سال ۲۰۱۲ دو تا از بزرگترین کمپانی‌های هوانوردی و دفاع جهان یعنی BAE Systems که مقرش در انگلستان بود و EADS که در فرانسه استقرار داشت به سمت ادغامی متمایل شدند که احتمال داشت آنها را به همان مرتبه ای ارتقاء دهد که شرکت‌های آمریکایی مثل بویینگ<sup>۱۶</sup> و Lockheed Martin آمریکایی در آن حضور داشتند. این تصمیم برای به هم پیوستن شرکت‌ها از همان ابتدا با موانع سیاسی و رگولاتوری عظیمی مواجه شد. انگلستان، فرانسه و آلمان، و حتی آمریکا که بزرگترین مشتری BAE بود، همگی در این تجارت‌ها سهم داشتند و تمایل‌شان بر این بود که مالکیت آن را داشته باشند. یک ماه بعد دو کمپانی قرارداد را فسخ کردند و در بیانیه‌شان آوردند:

**«برایمان روشن شد که تقاضاها و منافع گروه‌های متنوع سهامداران دولتی نمی‌توانند به اندازه کافی با یکدیگر یا با اهدافی که BAE Systems و EADS برای بنیان گذاشتن این ادغام دارند، مطابقت پیدا کنند.»**

دو طرف طوری مدیریت کرده بودند که روی استراتژی، مدیریت و حتی سود سهام توافق داشته باشند. آنها حمایت اولیه را از دولت انگلستان گرفته بودند که سهام طلایی را در BAE داشت. سهامی که به آن اجازه می‌داد اگر دلش می‌خواهد جلوی این قرارداد را بگیرد. دولت فرانسه را هم که ۱۵ درصد از سهام EADS متعلق به آن بود به زور به طرف خودشان کشیدند. اما در متقاعد کردن آلمان شکست خوردند که از طریق شرکت خودروسازی دایملر در EADS سهام داشت.

از یک جهت می‌شود تفسیر کرد که سقوط این قرارداد، یک شکست بوده است و می‌توانست BAE را در مقابل پیشنهادهای مالکیت ناخواسته بی‌دفاع و آسیب‌پذیر کند. اما از طرف دیگر کمپانی‌ها به شیوه‌ای این روند را مدیریت کردند که به سرعت این مسیر را با کمترین تلفات و بدون

16. Boeing

آسیب رسیدن به اعتبارشان ببندند. حالت معکوس این ماجرا را در قضیه بورس آلمان داشتیم که تا پایان راه و حتی فراتر از آن در تلاش برای اینکه رگولاتورها را مجبور کند از ادغامش با NYSE حمایت کنند مبارزه کرد. جایی که خطر واقعی رگولاتوری باشد دانستن اینکه چه زمانی باید تلفات دادن را قطع کنید، ضروری است.

در هر صورت، حرکت دراماتیک بازار به تنهایی لزوماً معنایش این نیست که قرارداد باید رها و واگذار شود. سقوط قیمت‌ها می‌تواند محرک و انگیزه‌ای برای ادغام صنایع باشد که طبق شکل ۸،۱ یکی از چهار استراتژی در دسترسی است که می‌توانید انتخابش کنید. از اواسط سال ۲۰۱۴ تا پایان سال ۲۰۱۵ قیمت نفت حدود ۵۰ درصد سقوط کرد. اما درست در جهت مخالف این سقوط وحشتناک، شاهد موجی از یکپارچگی و ادغام در

### شکل ۸/۱: چه استراتژی‌هایی در دسترس است؟

مدیریت برای محافظت و رشد ارزش سهامداران نیاز دارد که ارزیابی روشنی انجام بدهد. تصمیم بگیرید که بهترین جایی که می‌توانید قرار بگیرید کجاست تا از طریق یکی از استراتژی‌های زیر به ارزش مورد نظر خود برسید:



صنایع نفت و گاز بودیم. این مسیر بازتاب همان چیزی بود که وقتی در اواخر دهه ۹۰ قیمت نفت به طرز مشابهی از بهایش کاسته شد، اتفاق افتاد. دوره‌ای که BP نیروهایش با AMOCO و ARCO به هم پیوستند، شورون<sup>۱۷</sup> با بلک‌استون<sup>۱۸</sup> به صورت موازی میلیاردها دلار روی مالکیت‌های نفت و گاز هزینه کردند با این امید که شرکت‌ها به دارایی‌های غیرمرکزی‌شان سر و سامان بدهند.

قاعده راهنما این است که وقتی تصمیمات سخت می‌گیرید، برگردید و به گذشته نگاه کنید و استدلال اصلی که برای قرارداد و ارزیابی بایسته داشتید را پیدا کنید. آیا ادغام هنوز هم به آن برد استراتژیکی که مشخص کرده بودید می‌رسد؟ اگر جواب‌تان مثبت است جلو رفتن و ادامه قرارداد می‌تواند کار درستی برای انجام دادن باشد. اگر هم جواب منفی است، شما باید شجاعت این را داشته باشید که کنار بکشید. دوباره متذکر می‌شویم که میان شرکت‌هایی با اندازه کوچک یا متوسط که مسئولیت قرارداد را برعهده دارند، تفاوتی نیست. ارزیابی مجدد شرایط و کنار کشیدن برای کمپانی‌های کوچکتر یا موسسات خصوصی مانند گروه گورز<sup>۱۹</sup> به همان اندازه اهمیت دارد که کناره گرفتن شرکت پپ بویز<sup>۲۰</sup>، کمپانی تعمیر و قطعات خودرو از قراردادی که سال ۲۰۱۲ می‌خواست ببندد. در آن قرارداد علی‌رغم چیزی نزدیک به دو سال بحث و گفت‌وگو، خریدار تصمیم گرفت که نتایج ضعیف مالی در شرکت هدف به این معناست که قرارداد نمی‌تواند به پیش برود.

## فاز دوم: روز اول از برنامه ۱۰۰ روزه

خریدار در شرایط به دست گرفتن کنترل مالکیت، هیچ‌وقت به تمام اطلاعاتی که علاقه دارد در اختیار داشته باشد، دسترسی پیدا نمی‌کند. این امر به ویژه در قراردادهای سهامی عام یا قرارداد خصمانه صدق پیدا

---

17. Chevron  
18. Blackstone  
19. Gores Group  
20. Pep Boys

می‌کند که دسترسی به اموال داخلی برای ارزیابی بایسته محدود است یا اصلا به طور کلی وجود ندارد.

به هر حال به دنبال اجرای قرارداد، صاحب جدید و مغرور شرکت هدف و مالک جدید می‌تواند دوباره استدلال اصلی ایده‌اش را در مقابل داده‌های جدید بسنجد. از آن زمان به بعد، می‌تواند برنامه‌های ادغام را در قبال حقایق و اعداد واقعی مرور کند. همزمان با اینکه برنامه‌های ادغام ۱۰۰ روزه نیز در حال اجراست. در این مسیر بررسی‌ها باید منظم باشند و به مدیریت اجازه بدهند که روند پیشرفت را در مقابل اهداف اصلی ایده رصد کند.

دریافت سود تشریک مساعی، که به عنوان منافع مالی از پس‌انداز هزینه‌ها و رشد درآمد تعریف می‌شود که تنها به ترکیب دو کمپانی مجزای قبلی قابل استناد است، در بیشتر قراردادهای موفقیت یا شکست یک موسسه را مشخص می‌کند. بسیاری از خریداران در زمان مکالمات پیش‌ادغام جدول زمان‌بندی برای دستیابی به سود تشریک مساعی طراحی می‌کنند. برای شرکت‌های سهامی عام در انگلستان و برخی دیگر از حوزه‌های قضایی این توصیف و شرح خاصیت پس‌انداز در اسناد رسمی قرارداد که با رگولاتورها پر می‌شود، مورد نیاز است.

یکی از تکنیک‌ها برای حکم دادن درباره تشریک مساعی، روش مثلث‌بندی است، روندی که همسان کردن مشارکت (چه در هزینه‌ها و چه درآمدها) را مورد ارزیابی قرار می‌دهد و آنها را با سابقه تاریخی رسیدن به سود و معیارهای خارجی مشخص صنعت مقایسه می‌کند. با مقایسه تشریک مساعی‌های مشخص شده با این روش، خریداران به نشانه‌های معتبر و قابل توجهی از قدرت و اندازه مشارکت مشخص شده دست پیدا می‌کنند.

تجربیات ما پیشنهاد می‌دهد که سهامدارانی مانند موسسات مالی همیشه سه سوال اصلی پیش روی خود دارند:

— سود ناشی از اشتراک مساعی چقدر ارزش دارد؟ آیا مبتنی بر هزینه است یا درآمد یا هر دو؟

— چه وقت به سود اشتراک مساعی خواهیم رسید؟ تغییراتی که باعث

دگرذیسی سازمانی می‌شود باید با سرعتی منطقی انجام شود تا حداکثر مجموع سود را استخراج کند.

— برای رسیدن به آن اشتراک مساعی، هزینه اولیه در برنامه ادغام چقدر تخمین زده می‌شود؟ آیا مدیریت، تحلیل قوی روی هزینه‌های اولیه را که برای رسیدن به اشتراک مساعی مشخص شده نیاز است، کامل کرده است؟

زمانی که این کارها انجام شدند و پاسخ‌ها آماده بود، برنامه ادغام دو کمپانی با اهداف داخلی که غالباً بین ۲۰ تا ۳۰ درصد بالاتر از آنهایی است که قرارداد را عمومی و آشکار می‌کنند، به اولویت باید تبدیل شود. نکاتی درباره «حداقل انتظارات و دست یافتن به بالاتر از حد مورد نظر» تحت عنوان تاکتیک‌های PR در فصل ششم مورد بررسی قرار گرفته‌اند. به علاوه هزینه‌ها برای رسیدن به این مشارکت‌ها که اغلب به خاطر موانعی که کارکنان ایجاد می‌کنند یا بسته شدن کارخانه‌ها یا برخی خطوط تولید باعث رنج و زحمت در ساختار سازمان می‌شود باید خیلی سریع انجام شود. به تعویق انداختن موارد اجتناب‌ناپذیر کار را ساده‌تر نمی‌کند و در واقع حتی ممکن است باعث هزینه‌های گزاف‌تری هم بشود.

از میان عواملی که مشخص می‌کند آیا M&A به ارزش شرکت اضافه کرده یا آن را نابود می‌کند، به هم پیوستن و ادغام بدون شک مهم‌ترین‌شان است، اگر چه در مورد یک مالکیت امکان دارد موفقیت‌های بزرگ مالی اتفاق بیفتد، حتی اگر هیچ‌وقت به شرکت مادر نیوندد. چیزی که اهمیت دارد این است که استدلال قرارداد جلوتر از بسته شدنش به اندازه کافی صریح و روشن باشد تا شیوه عملیات کسب و کار ساختار شرکت ترکیب شده را بعد از قرارداد به درستی تعیین کند.

به شکلی قابل پیش‌بینی روشن است که مالکیت‌های سریالی در ائتلاف بین شرکت‌ها درست مثل انتخاب شرکت هدف بهتر هستند. (شکل ۸،۲ را ببینید). در گزارشی که سال ۲۰۱۶ منتشر شد، ای.تی.کی. یرنی<sup>۲۱</sup>، مشاور اداری، کشف کرد که نرخ رشد ارزش موسساتی که

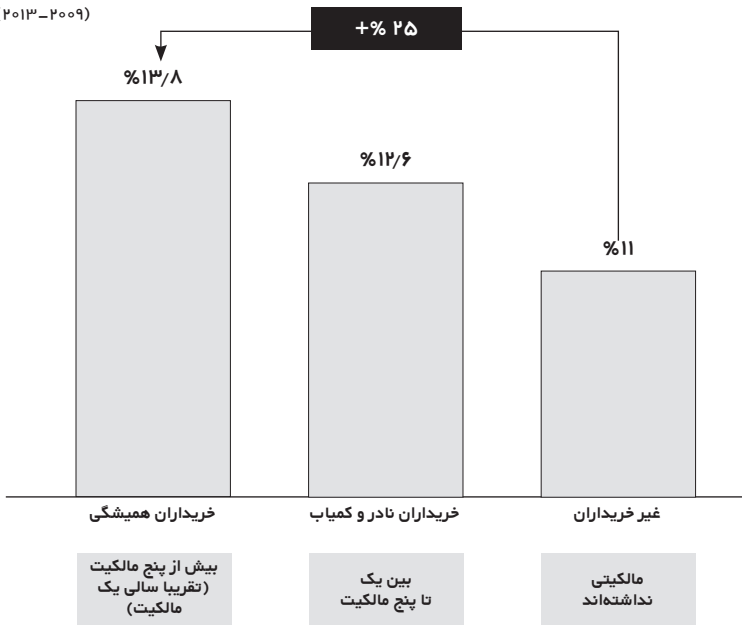
21. A. T. Kearney



مربوط به مالکیت‌های سریالی هستند (آنهایی که هر سال بیش از ۵ معامله انجام می‌دهند) ۲۵ درصد بیشتر از نرخ رشد شرکت‌هایی است که هیچ مالکیتی تا آن زمان نداشته‌اند. نمونه‌اش در فصل دوم و سوم توضیح داده شده که قطعا شامل این طبقه‌بندی می‌شوند، از موفقیت‌های بازارهای نوظهور هدف دیاگنو تا ماشین ارزیابی بایسته CKI. زمان و دوباره خریدارانی که حقوق بنیادین و اصلی را به دست آورده‌اند، وسایل و ابزاری را که مورد نیازشان است در اختیار دارند تا در مرحله بعد از قرارداد به ساختن شرکت یکپارچه و کارهای فراتر از آن ادامه دهند.

شکل ۸/۲ : ۸/۲) مالکان زنجیره‌ای ارزش را سریع‌تر از بقیه شرکت‌ها ایجاد می‌کنند

ارزش متوسط موسسه CAGR  
Compound annual growth rate  
نرخ رشد سالانه مرکب (۲۰۱۳-۲۰۰۹)  
(۲۰۱۳-۲۰۰۹)



## درست به دست بیاورید: روش سنتریکا<sup>۲۲</sup>

وقتی کمپانی تولیدی ونچور<sup>۲۳</sup>، شرکت تولید و اکتشاف نفت و گاز، در سال ۲۰۰۹ در نبردش برای مخالفت با مالکیت ۱,۳ میلیارد پوندی (۲,۲ میلیارد دلاری) سنتریکا، بزرگترین شرکت تاسیسات همگانی انگلستان، از روی کینه و لجبازی شکست را پذیرفت، تاریخچه نزاع و کشمکش‌شان نشانه خوبی برای پیش‌بینی یک ادغام موفق نبود.

سنتریکا بخش جدیدش را از راه پیشنهاد مالکیت خصمانه به دست آورده بود که با آن برای سهامداران ونچور جاذبه پیدا کرد؛ در حالی که مدیریت شرکت از خشم دندان‌هایش را به هم می‌سایید و با تمام قدرت مخالفت می‌کردند. حتی وقتی سنتریکا ۵۰ درصد سهام شرکت را به دست آورد و در نهایت هم اعضای هیات مدیره توصیه کردند که سرمایه‌گذاران پیشنهاد ۸۴۵ پونسی سنتریکا برای هر سهم را بپذیرند، مدیریت ونچور به اصرارش مبنی بر اینکه پیشنهاد سنتریکا ارزش شرکت را پایین آورده، ادامه داد.

هرچند برای یک مالکیت خصمانه غیرمعمول است اما واقعیت این بود که مدیران اجرایی ونچور، یا حداقل آنهایی که در سطح بعد از مدیران ارشد اجرایی قرار داشتند، جاذبه کلیدی این شرکت برای سنتریکا بودند. ونچور یک استارت‌آپ موفق بود و اعضای هیات مدیره و مدیریتش سهامداران عمده و مهم بودند. مدیر عامل و مدیر مالی، که با یکدیگر علیه این پیشنهاد مقاومت می‌کردند، انتظار داشتند که همراه با موسسان شرکت بازنشسته شوند، اما سنتریکا مشتاق بود که مدیریت اجرایی ونچور را همچنان نگهدارد.

برنامه‌ریزی جامع و زود هنگام و تمرین برای اجرایی کردن آن، سنتریکا را در موقعیت خوبی قرار داد تا کنترل کمپانی را به دست بگیرد و خیلی سریع به سمت یکی کردن شرکت‌ها پیش برود. در نتیجه وقتی مشخص شد که پذیرش سهامداران باعث می‌شود به

---

22. CENTRICA

23. Venture Production

آستانه ۷۵ درصد از سهام ونچور برسند، سنتریکا تا آن موقع حتی تیم مدیریتی ارشد کمپانی ترکیبی جدید را هم چیده بود و تیمی هم از مشاوران خارجی وارد بازی کرد تا در زمینه ادغام به آنها کمک کنند.

برنامه‌ریزی زودهنگام به همراه ارتباطات خوب به سنتریکا کمک کرد تا یکی از مهم‌ترین دارایی‌های شرکت هدف را به چنگ بیاورد: مردم. تیم مشاوره سنتریکا برنامه‌ای برای نزدیک شدن به کارکنان ونچور تهیه کردند که پیغام روشن و محکمی داشت. در قلب این پیغام وعده‌ای به تیم مدیران اجرایی رده بالا و کارآفرینان و موسسان ونچور داده شده بود که اگر بعد از مالکیت سنتریکا در شرکت بمانند، ممکن است بتوانند مسئولیت کسب و کار ادغام شده را برعهده بگیرند. حداقل باید بدانند با کسانی که در سطوح بالا بخش صنایع بالادستی گاز سنتریکا را اداره می‌کردند، از شانس یکسانی برخوردارند. تیم ونچور تحت تاثیر ثبات این پیغام‌ها و مقامات ارشدی که با آنها وارد مذاکره شده بودند، قرار گرفت.

سنتریکا آماده بود که وقتش را صرف مدیران ارشدی بکند که قریحه و ابتکار عمل داشتند و پولش را هم برای مشاوران هزینه کند. خیلی زود بعد از به دست گرفتن کنترل، مدیر ارشد اجرایی آن زمان سنتریکا، سام لیدلا<sup>۲۴</sup> و مارک هانافین<sup>۲۵</sup> عضو هیات مدیره از دفتر اصلی ونچور بازدید کردند و بعد از آن هم یک ملاقات غیررسمی با کارکنان داشتند. پیامشان دو بخش حساس داشت: یکی اینکه آنها دیدگاه هیجان‌انگیزی نسبت به کسب و کار ترکیب شده دارند و ونچور را خریده‌اند که از طریق توانایی‌های آنها بتوانند دیدگاهشان را محقق سازند و دوم اینکه سنتریکا از قبل هیچ عقیده و تعصبی روی اینکه این قرارداد چطور تمام می‌شود نداشت و کارمندان ونچور می‌توانند به طور کامل در تمام مراحل ادغام خودشان را درگیر کنند. هانافین در آن زمان یک هفته کامل را آنجا گذراند و دائم با کارمندان ونچور ملاقات

24. Sam Laidlaw

25. Mark Hanafin

می‌کرد. ارتباطات خوب راه را برای هر دو طرف کوتاه کرد و روند انتخاب برای تیم هدایت‌گر جدید خیلی سریع، منصفانه و شفاف پیش رفت. در نتیجه این قرارداد همه مدیران اجرایی سنتریکا که برای این معامله احترام زیادی قائل بودند از سمت‌هایشان کناره گرفتند و در حقیقت در شرکت ماندند تا به این روند به هم پیوستن دو شرکت کمک کنند.

در نهایت فقط زیر ۱۰ درصد از کارکنان ونچور بعد از تحقق این مالکیت شرکت را ترک کردند و تقریباً همه آنها هم نیروهای پشت صحنه سازمانی بودند که به دلیل اینکه داخل خود سنتریکا هم مشابه کارها و عملیات‌شان وجود داشت، حضورشان دیگر زائد بود.

همچنین برای حفظ استعدادها مهم بود که در همان تصمیمات اولیه، دفتر کل این کسب و کار ادغام شده جدید از شعبات اصلی سنتریکا در ویندزور، نزدیک لندن به ادارات کل ونچور در آبردین اسکاتلند تغییر مکان پیدا کند. جایی که بسیاری از کارمندان ونچور در آن کار و زندگی می‌کردند.

این تغییر مکان کمک کرد تا فرهنگ این ساختار جدید تعریف شود. سنتریکا از تفاوت فرهنگی میان FTSE ۱۰۰ (شاخص بورس سهام صد شرکت حاضر در بورس لندن) شرکت و استارت‌آپ تاسیس شده آگاه بود. این نگرانی وجود داشت که شیوه کار کردن رسمی‌تر و مستقل و جدی در سنتریکا قابلیت‌هایی را که در مالکیت ونچور به دنبال‌شان می‌گشت، خفه کند. اما تیم ونچور، که حالا با کمپانی جدید مادر کار می‌کردند، به صورت فعال تشویق شدند که برای طراحی مراحل تایید کمک کنند که ساختار جدید ترکیبی را قادر می‌ساخت بهتر و کارآمدتر از قبل عمل کند. برای مثال، در رویه جدید مطمئن می‌شدند که این شرکت جدید، که نامش را Centrica Energy Upstream گذاشته بودند، می‌تواند با گروه سنتریکا برای گرفتن تصمیماتی درباره اموال سرمایه‌گذاری شده در موسسه در عرض سه هفته از دریافت درخواست، کار کنند. همراستا با تکنیکی که ونچور پیش از مالکیت داشت. این

برهان آشکاری بود که فرهنگ ریسک‌پذیری و کارآفرینی و نچور تحت مالکیت سنتریکا به همان شیوه قبلی باقی خواهد ماند.

ادغام Centrica Energy Upstream غیرمعمول بود چون بدون اینکه کسب و کار صاحب مدیرارشد اجرایی باشد، انجام شد. درنهایت جاناتان راجر<sup>۲۶</sup> سمت مدیر عاملی را در اجرای ادغام برعهده گرفت. تیم ارشد ادغام روی پیوستن شرکت‌ها سرکشی و نظارت داشتند و از برنامه معیار با جزییات دقیق استفاده می‌کردند که فقط مربوط به چهار ماه بود و از ابتدای ادغام تا مرحله اجرایش را دربرمی‌گرفت. این به معنای یک روز بیشتر از آن فاز ۱۰۰ روزه معمول بود که در این کتاب به آن ارجاع دادیم اما بعد از چهارماه ساختار جدید می‌توانست همه کارهایی را که پیش از این انجام می‌داد برحسب معمول عملیاتی کند. در این مدت زمان تیم با کارمندان مشورت کرد، مکان دفتر اداری را تغییر دادند، با یک نام تجاری تغییر یافته کاملاً جدید برندشان را معرفی کردند و یک سری کنترل‌های مالی جدید وضع کردند.

یکی از مشاوران خارجی این قرارداد، دیوید اورد<sup>۲۷</sup> که روی ائتلاف و یکی شدن دو شرکت کار کرده بود، می‌گفت:

«یکی از مهم‌ترین عوامل این بود که همه ما می‌دانستیم قرار است در مهلتی که به ما داده شده بود چه کاری انجام بدهیم و هیچ‌کس هم نمی‌خواست آن را به تاخیر بیندازد. هیچ‌کس در تمام مدت آن چهارماه ضرب‌الاجل کاری را که به او محول شده بود نادیده نگرفت و همین باعث شد سرعت انجام کارها خارق‌العاده باشد.»

مهم‌تر اینکه این انضمام شامل تعهد کامل و پشتیبانی تیم هدایتگر سنتریکا هم بود که از همان ابتدای کار خودشان را در همه جنبه‌ها و جزییات برنامه درگیر کردند. اما همان‌طور که برای خرید سهام تیمی از مدیران سطح بالا اقدام کردند، برنامه ائتلاف دو شرکت هم

26. Jonathan Roger

27. David Overd

تصمیم‌گیری‌ها را به نمایندگان شایسته‌ای محول کرد با گروهی برای راهنمایی که هدایت پروژه‌های تیم‌های مجزا مانند IT یا HR را برعهده داشتند.

در زمان یکی شدن شرکت‌ها تمرکز روی حذف هزینه‌های حشو و زائد شرکت نبود، استراتژی ادغامی که غالباً در قراردادهای دیگر این فاز را خیلی دردناک و دشوار می‌کند. به جایش ونچور سرمایه‌گذاری استراتژیک مهمی برای سنتریکا بود و در قلب استراتژی خود، ذخیره انرژی بزرگتری را امن و محفوظ نگهداشت تا بتواند به درخواست‌های مشتریانی که روز به روز افزایش پیدا می‌کردند، پاسخ بدهد.

### غلط به دست بیاورید: روش زین<sup>۲۸</sup>

همه مالکیت‌شان را از طریق درست به دست نمی‌آورند، و حتی بهترین خط مشی‌های تجاری هم می‌توانند در نتیجه یک ادغام غلط شکست بخورند. ایده پشت گسترش زین، که پیش از آن مربوط به گروه MTC بود، ایده بی‌نهایت خوبی بود.

اگر بخواهیم خلاصه کنیم، زین و مدیرعاملش، سعد البارک<sup>۲۹</sup> که در میان کارکنانش با مهر و محبت دکتر سعد یا حتی ساده‌تر از آن «دکتر» صدا زده می‌شد، متوجه چیزی شدند که هر دانشجوی تاریخ از شمال آفریقا و خاورمیانه آن را می‌دانست: اینکه بسیاری از مرزهای ملی پس‌اسعتماری که با ظهور جنگ جهانی اول بنا شدند، کاملاً مصنوعی هستند.

برای سعد، این مفهوم ساده الهام‌بخش شد تا او شیوه‌اش را برای یکی کردن صنایع ارتباط راه دور در منطقه انتخاب کند. در دهه اول قرن بیست و یکم آفریقا و تا حدودی خاورمیانه، جهش قابل توجهی در زمینه ارتباطات راه دور داشتند. آنها از خطوط تلفن ثابت عبور کردند که برای نصب هزینه‌بر و دشوار و کمیاب بود و مشتریان را مستقیم

---

28. ZAIN

29. Saad Al-Barrak

به سمت موبایل هدایت کردند.

در نتیجه اگر چه آفریقای سیاه در پیرامون بازارهای جهانی باقی ماند، اما به سرعت رشد می‌کرد با GDP که هر سال به لطف رشد درخواست‌های جهانی برای منابع طبیعی ۶ درصد افزایش داشت و به همراه آن قیمت کالاها هم افزایش پیدا کرد. در حقیقت با جمعیتی معادل ۸۰۰ میلیون نفر این سریع‌ترین بازار در حال رشد در صنعت ارتباطات موبایل بود با کمترین نرخ نفوذ ارتباطات راه دور.

بسیاری از آفریقایی‌ها، شامل آنهایی که در قبایل چادرنشین بودند، دائماً از مرزهای کشورشان، بخصوص در آفریقای سیاه، در حال ورود و خروج بودند و می‌توانستند گوشی‌های تلفن همراهشان را با خودشان ببرند. دستگاه‌های فرستنده و گیرنده ارزان ژاپنی با کاهش هزینه‌ها در شرکت‌هایی مانند موتورولا و فیلیپس ترکیب شد و راه این بازار را باز کرد. زمانی که سعد پا پیش نهاد موقع بهره‌برداری و چیدن این میوه فرا رسیده بود.

سعد کمک کرد تا MTC از تجارت ارتباطات راه دور مربوط به موبایل که منحصر به یک کشور یعنی کویت بود رشد پیدا کند و به کسب و کاری در منطقه خاورمیانه بدل شود که حوزه فعالیت‌هایش به بحرین، لبنان و اردن هم کشیده شد. سال ۲۰۰۵ سعد به فکر گسترش بیشتر کسب و کار افتاد تا از خاورمیانه فراتر رفته و وارد آفریقا شود: بازار جدیدی که برای ارتباطات دوربرد حسابی داغ شده بود. در همین اثنا، یکی از بزرگترین اپراتورهای قاره آفریقا، سلتل<sup>۳۰</sup> بود که توسط دوست سعد، محمد(مو) ابراهیم اداره می‌شد و شامل گروهی از سرمایه‌گذاران متعهد از جمله شرکت مالی بین‌المللی (IFC)<sup>۳۱</sup> و آکتیس کاپیتال<sup>۳۲</sup>، بازوی انگلیسی یک سازمان امداد بین‌المللی، بود.

سلتل بزرگترین تامین‌کننده خدمات بی‌سیم برای تمام کشورهای آفریقایی بود که در سال ۲۰۰۵ با درآمدی معادل یک میلیارد دلار

30. Celtel

31. International Finance Corporation

32. Actis Capital

پیش‌بینی می‌شد آینده‌ای از این هم روشن‌تر داشته باشد. آن‌طور که ابراهیم به این موضوع اشاره می‌کرد:

«تصور همه بر این است که آفریقا فقط قاره شیرهای زیبا و مردمانی است که گرسنگی می‌کشند. آنها متوجه نیستند که علاوه بر این‌ها در آفریقا آدم‌های معمولی زیادی هم زندگی می‌کنند که می‌خواهند با یکدیگر تماس تلفنی برقرار کنند.»

ماه مارس سال ۲۰۰۵ یک ادغام ۳،۴ میلیارد دلاری صورت گرفت و به این ترتیب MTC مالک سلتل شد.

برای دو سال MTC پذیرفت که به شیوه عملیاتی سلتل کاری نداشته باشد. این تجارت از دسترسی MTC به بازارهای مالی و اعتبارش در آنها بهره می‌برد. اما واقعیت این است که کمی از مسیر ادغام منحرف شده بودند. با رقبای کوچکتری که در سرتاسر آفریقا فعالیت می‌کردند، سلتل، که در زمان بستن قرارداد در ۱۱ کشور فعال بود به کار خودش خیلی خوب ادامه می‌داد. MTC کمک می‌کرد تا سرمایه لازم برای گسترش آن تا ماداگاسکار، سودان و نیجریه را فراهم کند.

به هر حال سال ۲۰۰۷ وقتی داوطلبان تهاجمی و سلطه‌جوی دیگر از آسیا و خاورمیانه وارد شدند، اوضاع تغییر کرد. آنها برای تغییر شکل بازار ارتباط راه دور موبایل شروع به رقابت کردند. با این رقابت افزایش هزینه‌های گسترش فعالیت‌ها هم افزایش پیدا کرد. برای نمونه وقتی MTC در سلتل+ سرمایه‌گذاری کرد معادل ۹۵۰ دلار برای هر کاربر گوشی موبایل پرداخت کرد، اما کمتر از یکسال بعد وقتی ۶۱ درصد از سهام Mobitel<sup>۳۳</sup> سودان را خرید که هنوز به زیرمجموعه MTC نییوسته بود مجبور شد برای هر کاربر ۱۱۰۰ دلار بپردازد.

MTC پیشنهادهای متفاوت و متنوعی را امتحان کرد تا سهامش را در بازار افزایش دهد. از جمله پیشنهادهایش معرفی خدمات سطح بالا بود که به مشتریان اجازه می‌داد اعتبارشان را در سوپرمارکت‌های

۳۳. موبیتل



زنجیره‌های اصلی با استفاده از پول نقد بالا ببرند. این پیشنهاد مهمی در منطقه‌ای که خیلی از مشریان بالقوه کارت اعتباری نداشتند بود. استراتژی ویژه مرکزی آن البته ONE NETWORK بود که تعرفه‌های محلی را بدون هزینه‌های رومینگ تامین می‌کرد. این سرویس سال ۲۰۰۶ ارائه شد و اولین شبکه موبایلی بدون مرز در جهان بود که به ۱۶۰ میلیون نفر در شش کشور در سرتاسر آفریقای شرقی، مرکزی و غربی اجازه می‌داد که بدون پرداخت هزینه اضافه بتوانند تماس‌های تلفنی‌شان را برقرار کنند. تکنولوژی پشت این سرویس به نسبت ساده بود. چیزی که از تکنولوژی دشوارتر به نظر می‌رسید نیاز به گرفتن تایید رگولاتوری بود.

بعد یک نام تجاری جدید به بازار آمد که کلیه شبکه‌های آفریقایی-خاورمیانه تحت پوشش زین (ZAIN) قرار گرفتند. نامی که به عربی معنای خارق‌العاده یا زیبا را می‌دهد. جاه‌طلبی سعد این بود که برندش را تبدیل به یکی از بزرگترین نام‌های تجاری جهان کند: اسمی که بتواند در کنار برندهایی مثل کوکاکولا یا مایکروسافت بایستد. این حقیقت که هیچ اپراتور ارتباط دوربردی تاکنون نتوانسته مدیریتی انجام بدهد که این چنین با برندش شناسایی شود، سعد را نمی‌ترساند و از هدفش دور نمی‌کرد. زین به روند گسترش خود ادامه داد و خدمات ONE NETWORK را به بازار عرضه کرد و دارایی‌های بیشتری در نیجریه به عنوان بزرگترین کشور مهم آفریقایی خرید و به خانه‌اش در عربستان سعودی و در نهایت در سال ۲۰۰۹ به مراکش نزدیک‌تر شد. در آن زمان این گروه در ۲۴ کشور در سرتاسر منطقه خدمات ارائه می‌کردند. با این حال مالکیت‌ها همچنان به سرعت نور، در شرایطی که در ظاهر هیچ برنامه جامعی وجود نداشت در حال انجام بود. علیرغم اینکه توانست تیتراژ یک روزنامه‌ها را با عناوینی چون شرکتی که یک برند تجاری جدید عرضه کرد یا خطی مشی ONE NETWORK به دست بیاورد، تا سال ۲۰۱۰ هنوز در مسیر یکپارچگی شرکت‌ها فقط اندکی جلو رفته بود. بخشی از این ماجرا عواقب مدیریت ضعیف بود و بخشی

دیگر به این دلیل که رقابت در آفریقا به رشد خودش ادامه می‌داد. عملیات آفریقایی زین طبق گزارش فایننشال تایمز برای چیزی حدود ۶۲ درصد از مشتریانش کافی و متقاعدکننده بود. اما آنها فقط شامل ۱۵ درصد از سود خالص شرکت می‌شدند.

با شبکه‌های بزرگ به ویژه در کنیا و نیجریه که به درستی عمل نمی‌کردند و مواجهه گروه اصلی با مشکلات نقدینگی، خانواده الخرافی<sup>۳۴</sup>، سهامداران اصلی و عمده زین، نگران شدند و درصدد برآمدند تا دوباره انهدام شبکه آفریقایی شروع به مذاکره کنند. بدین ترتیب سعد استعفا داد و نبین بن سلاما<sup>۳۵</sup> جایش را به عنوان مدیرعامل گرفت. سلاما کسی بود که کمی بعدتر در همان سال تقریباً همه دارایی‌های آفریقایی زین را به مبلغ ۱۰,۷ میلیارد دلار به ایرتل بهارتی از هند<sup>۳۶</sup> فروخت.

زین دوباره روی بازار عربی خود متمرکز شد و برای ایجاد یک حضور موفق در عراق جلو رفت که در سال ۲۰۱۲ بیش از نیمی از بازار را در دست داشت. فایننشال تایمز شرکت را به عنوان «مدل هرس شده صنعت ارتباطات از راه دور در سال ۲۰۱۲» تشریح کرد. البته احتمالاً این میراثی نبود که سعد دوست داشت از خودش به جای بگذارد.

دوره ۱۰۰ روزه پس‌ادغام برای موفقیت یا شکست یک قرارداد در زمان طولانی یا متوسط تعیین کننده است. اما مهم است که در این دوره کوتاه، شیوه‌ای انتخاب نشود که فقط جلوی پایش را می‌بیند و آینده‌نگری نداشته باشد. یک مالک خوب باید استعدادها و مهارت‌ها و هوش را از این سو و آن سو جمع کند و در استراتژی قرارداد بیاورد. او می‌داند که ائتلاف و یکی شدن شرکت‌ها در ۱۰۰ روز به پایان نمی‌رسد. برنامه ادغام شرکت‌ها باید این اطمینان را به وجود بیاورد که ساختار ترکیبی جدید تا جایی که ممکن است با سرعت تبدیل به همان

34. Al-Kharafi

35. Nabil binSalama

36. Bharti Airtel

روند معمول کسب و کار می‌شود. آزمایش تورنسل<sup>۳۷</sup> برای موفقیت در ادغام چیست؟ وقتی که کارمندان صحبت کردن با حال و هوای نوستالژیک درباره شرکت‌هایی را که میراث‌شان حالا به آنها رسیده، متوقف کنند.

وقتی بالاخره ادغام کامل شد، این امیدواری هست که به دنبالش رهایی و خشنودی از پایان یافتنش به ارمغان بیاید. سیاستین جیمز<sup>۳۸</sup> به دنبال ادغام دو کمپانی خرده‌فروشی الکترونیکی Carphone Warehouse و دیکسونز در سال ۲۰۱۴ در زمانی که روند ادغام در حال انجام بود، به مجله مدیریت امروز<sup>۳۹</sup> گفت:

*ما نگران این هستیم که همه این‌ها در نهایت تکه‌ای از سریال «بازی تاج و تخت» شود. اینکه شمشیرها از وسط سرها رد شوند و مشکلات را این‌طوری با خشونت طبقه‌بندی کنند. امانه! اول ما به آپارتمان نامزدمان رفتیم، حالا از دوره ماه عسل برگشته‌ایم و تصمیم گرفته‌ایم که چه کسی آشغال‌ها را دم در بگذارد و چه کسی ظرف‌ها را بشوید. مسئولیت‌ها و وظایف تقسیم شده‌اند.*

برای رسیدن به این مرحله، غیرممکن است که بر اهمیت تمرکز زودهنگام روی زمان و منابع در این فاز از قرارداد تاکید نکنیم. وقتی ادغام به صورت جامع و موثر صورت نگیرد نتیجه‌اش می‌تواند تبدیل به چیزی شود که در فصل بعد مورد بررسی قرار می‌دهیم: جدایی شرکت‌ها.

### قرارداد را درست ببینید: بایدها و نبایدها

— باید وقتی نشانه‌های روشنی وجود دارد که نباید این معامله را انجام دهید، کنار بکشید. یا اینکه باید شروعی برای حل کردن

۳۷. ماده‌ای رنگی که از بعضی گلستگ‌ها به دست می‌آید و در اثر اسید زیاد به رنگ قرمز تبدیل می‌شود وقتی قلیا به آن بزنند به رنگ آبی در می‌آید.

38. Sebastian James

39. MANAGEMENT TODAY

- معضلات و سوء تفاهم‌ها باشد.
- **نباید** به صرف اینکه برای قرارداد خرج عاطفی یا نقدی کرده‌اید به آن بچسبید: شجاعانه‌تر آن است که به جای چسبیدن به آن رهاش کنید.
- **نباید** چالش تفاوت‌های فرهنگی را در ادغام دست کم بگیرید.
- **نباید** فراموش کنید که آدم‌ها مهم‌ترین اموال کسب و کارها هستند.
- **باید** از همان ابتدا شفاف باشید که کدام مدیران در نهایت در کسب و کار ادغام شده قرار است سمت‌های ارشد کلیدی را برعهده بگیرند.
- **نباید** فراموش کنید که کسب‌وکار فعلی‌تان را هم باید اداره کنید تا به فعالیتش ادامه دهد درحالی که همزمان فعالیت جدید را هم متحد می‌کنید.
- **باید** کار دردناک را هرچه زودتر انجام بدهید، وقتی اخبار دشوار و سختی به شما ابلاغ شد، به تعویق انداختن آن به زمان دورتر کار را ساده‌تر نمی‌کند.
- **نباید** ارزیابی بایسته‌تان را دور بیندازید. چون امکان دارد برای توسعه برنامه ۱۰۰ روزه، مهم و تاثیرگذار باشد.
- **نباید** فراموش کنید که لازم است خیلی زود کارمندان شرکت هدف را با خودتان موافق کنید یا حداقل تا جایی که ممکن است با آنها صادق باشید. مالک جدید از این کار بهره خواهد برد.
- **نباید** بعد از دوره ۱۰۰ روزه، مراحل اجرایی یکی شدن شرکت‌ها را متوقف کنید. یک ادغام کامل از ابتدا تا انتها ممکن است سال‌ها به طول بیانجامد.



رفتارهای اقتصادی به‌ویژه آن گروه از رفتارهای مرتبط با سرمایه‌گذاری، بیش از هر چیز به محیطی قابل پیش‌بینی وابسته است. کنش‌های انسانی معطوف به آینده است یعنی هدفی را در آینده جستجو می‌کند. سرمایه‌گذاری از کنش‌هایی است که به‌روشنی وابسته به درکی از آینده است. در شرایطی که افراد نسبت به آینده، احساس سردرگمی کنند یا نتوانند آن را پیش‌بینی کنند، گرایش کمتری برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت دارند.



Amir Mortezaeifar

C-Level Executive Business Coach  
[www.amirmortezaeifar.com](http://www.amirmortezaeifar.com)