

Ключевые слова:

рыночная стоимость компании, доходный подход, чистая прибыль, метод капитализации прибыли

А. Е. Паршиков, аспирант

кафедры «Финансовый менеджмент»
Государственного университета Минфина России (ГУМФ),
главный специалист ЗАО «Райффайзенбанк»
(e-mail: mishutka926@rambler.ru)

Оценка стоимости бизнеса после завершения сделки слияния

В числе новых направлений финансового менеджмента в российском бизнесе все большее признание получает концепция управления рыночной стоимостью компании. В ее основе лежит понимание того, что для владельцев бизнеса важно обеспечить рост финансовых результатов от эксплуатации объектов владения, повышение их рыночной цены. Для инвесторов решающее значение имеют надежность и выгодные условия вложения средств; для потребителей — качество товаров и услуг, надежность партнерских связей; для социума — социально ответственный бизнес. Именно в рамках процедур управления рыночной стоимостью предоставляется возможность максимально учесть и согласовать все интересы.

Существуют три стоимостных подхода, которые применяются для оценки рыночной стоимости компании: затратный, сравнительный и доходный. Рассмотрим особенности каждого из этих подходов.

Затратный подход имеет ограниченное применение, т. к. учитывает только стоимость активов предприятия и не учитывает нематериальные активы, присущие бизнесу в целом, а также денежные потоки, которые эти активы могут аккумулировать.

Сравнительный подход позволяет сопоставить оцениваемый объект с аналогичными объектами и на этой основе установить его стоимость. Однако не бывает двух абсолютно идентичных компаний, поэтому в расчетах стоимости сравнительным подходом экспертно определяются и используются некоторые усредненные рыночные показатели, что снижает точность результатов.

Поэтому, на наш взгляд, наиболее объективным в определении рыночной стоимости бизнеса, в т. ч. и при сделках слияний и поглощений, является третий, **доходный подход**. Он одинаково хорошо применим для оценки как рыночной, так и инвестиционной стоимости, о которой пишут в своих работах Л. И. Зухурова и И. Я. Новикова¹, и позволяет наиболее точно оценить синергию и затраты на интеграцию при проведении сделок слияния. В его основе лежит принцип ожидания: любой актив, приобретаемый с целью извлечения

¹ Зухурова Л. И., Новикова И. Я. Российский рынок слияний и поглощений. Повышение эффективности сделок путем оценки инвестиционной стоимости компаний // Финансы и кредит. — 2007. — № 22. — С. 66–73.

доходов, будет стоить ровно столько, сколько прибыли он принесет в будущем с учетом фактора времени. В рамках доходного подхода для оценки сделок слияния применяются метод дисконтирования денежного потока и метод капитализации доходов (прибыли).

Метод дисконтирования денежных потоков основывается на одном из фундаментальных принципов финансовой теории: стоимость активов сегодня равняется скорректированной текущей стоимости будущих денежных потоков, которые принесут активы. Наиболее важна для этого метода разработка максимально реалистичного прогноза финансовых отчетов, который представляет оценку будущих операций компании². При использовании данного метода предполагается, что ежегодные темпы роста компании будут неодинаковыми. На практике же их очень сложно спрогнозировать точно, поэтому на помощь приходит другой способ вычисления стоимости — **метод капитализации доходов (прибыли)**. Он основан на базовой посылке, в соответствии с которой стоимость доли собственности в предприятии равна текущей стоимости будущих доходов, которые принесет эта собственность. Сущность данного метода выражается формулой:

$$\text{Стоимость компании} = \text{Чистая прибыль} / \text{Ставка капитализации.}$$

Данный метод в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины дохода (или темпы его роста будут постоянными).

Согласно Д. Фишмену и Ш. Пратту, ставка капитализации находится через ставку дисконтирования³.

В отличие от ставки капитализации ставка дисконтирования компании не используется непосредственно как делитель или множитель для определения стоимости компании. Напротив, она применяется для приведения к настоящему моменту времени доходов (расходов) будущего периода. Оценочный метод на основе ставки дисконтирования подходит для случаев, когда ожидается, что будущая деятельность компании станет существенно отличаться от нынешней или прошлой (метод дисконтирования денежных потоков). Поэтому, чтобы рассчитывать для определенной ставки дисконтирования коэффициенты приведения доходов (расходов) будущего периода к настоящему моменту времени, необходимо подготовить прогноз деятельности компании, включая терминальный год расчета (который часто является первым годом после достижения стабильного темпа роста фирмы в прогнозный период). Однажды выбранная ставка дисконтирования применяется к чистым денежным потокам (или чистым доходам) соответствующих лет для определения стоимости компании.

Ставка капитализации компании определяется путем вычитания ожидаемого среднегодового темпа роста из ставки дисконтирования⁴. Следовательно, коэффициент капитализации обычно ниже, чем ставка дисконтирования. На наш взгляд, это особенно справедливо тогда, когда подтверждаются следующие предположения:

- бизнес имеет неограниченный срок действия;
- ежегодный темп прироста или спада для бизнеса колеблется вокруг единственного прогнозируемого тренда.

Ставка дисконтирования, применимая к компании, которая удовлетворяет данным предположениям, как правило, превышает коэффициент капитализации на ожидаемый долгосрочный средний комбинированный темп прироста g . Следовательно, если указанные предположения удовлетворяются, соотношение между коэффициентом капитализации и ставкой дисконтирования выглядит так:

$$\text{Ставка дисконтирования} - g = \text{Ставка капитализации.}$$

² Modigliani F., Miller M. H. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. — 1961. — April. — P. 413.

³ Фишмен Д., Пратт Ш., Гриффит К., Уилсон К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. — М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2000.

⁴ Там же.

Однако следует подчеркнуть, что вычисленная таким способом ставка капитализации может быть применена только к потоку выгод, прогнозируемому на последующие годы. Чтобы применить ее к прошлому потоку выгод, его придется разделить на единицу плюс g :

$$(\text{Ставка дисконтирования} - g) / (1 + g) = \text{Ставка капитализации (за текущий год)}.$$

Определение темпа прироста g в решающей мере зависит от суждений самого эксперта. Ожидаемый процент прироста должен основываться в первую очередь на прошлых достижениях компании, прогнозах ее возможных будущих операций и других факторах. Факторы, которые следует принимать во внимание:

— показатель прироста, который предполагается использовать, является ожидаемым средним долговременным комбинированным процентом прироста;

— ожидаемый средний темп прироста должен включать как повышение цен (в связи с инфляцией), так и рост объемов продаж. Рост объемов продаж должен отражать как условия формирования среднеотраслевого роста, так и отклонения, характерные для оцениваемой компании, в отличие от складывающихся темпов прироста отрасли в целом.

Постараемся оценить эффективность проведения сделки слияния на основе анализа рыночной стоимости новообразованной компании в сравнении с отдельными рыночными стоимостями двух компаний до этого процесса. В качестве примера возьмем недавнее слияние двух крупнейших операторов ритейлового бизнеса: торговых сетей «Перекресток» (Perekrestok Holdings LTD) и «Пятерочка» (Pyaterochka Holding NV), в результате которого образовалась новая компания X5 Retail Group.

Механизм данной сделки выглядит следующим образом. Сначала «Альфа-групп» (акционер «Перекрестка») за \$200 млн приобрела около 9,3 % акций Pyaterochka Holding LTD (2,47 млн шт.) и дала согласие по завершении сделки выкупить еще 12,07 млн акций торговой сети за \$978 млн. Затем «Пятерочка» за \$300 млн наличных и 15,81 млн глобальных депозитарных расписок (GDR) стоимостью \$1065 млн выкупила у «Альфа-групп» и инвестфонда Templeton Strategic Emerging Markets Fund LLC все остальные акции компании Perekrestok Holdings LTD. При цене одной расписки в \$16,83 цена 100 % акций «Перекрестка» была определена в \$1365 млн.

После того, как «Пятерочка» поглотила «Перекресток», «Альфа-групп» снова выкупила 54 % (с учетом переданных 29,2 % акций допэмиссии) акций уже укрупненной компании за \$1178 млн. Таким образом, стоимость покупки «Пятерочкой» «Перекрестка» составила \$1365 млрд. По среднему курсу доллара 2006 г., равному 27,1852 руб., стоимость покупки составила 37 107 798 тыс. руб.

Рассмотрим эффективность данной сделки слияния на основе сравнения прироста рыночной стоимости новообразованной компании X5 Retail Group с затратами на организацию данного слияния. Прирост находим как разность между рыночной стоимостью этой компании в 2007 г. (первый полноценный год ее существования), дисконтированной к 2005 г., и рыночными стоимостями компаний Perekrestok Holdings LTD и Pyaterochka Holding NV в 2005 г. — последнем периоде их отдельного существования.

Рыночную стоимость компаний в 2005 г. определяем доходным подходом, который состоит из следующих этапов:

I. Анализ финансовой отчетности.

II. Выбор величины прибыли, которая будет капитализирована.

III. Расчет ставки капитализации.

IV. Определение величин рыночных стоимостей компаний.

V. Сравнение рыночной стоимости объединенной компании с рыночными стоимостями двух компаний до процедуры слияния и с объемом затрат на проведение данного слияния.

I ЭТАП

Основными документами для анализа финансовой отчетности предприятия в целях оценки его активов являются балансовый отчет и отчет о финансовых результатах. Для проведения анализа рассмотрим финансовую отчетность Pyaterochka Holding NV и Perekrestok Holdings LTD за 2004 и 2005 гг. и X5 Retail Group за 2007 г.

В процессе анализа прогнозируем уровень инфляции на долгосрочную перспективу в размере 4 % в год, рост рынка ритейлового бизнеса — 5 % в год.

Наряду с этим прогнозируем сохранение тенденций прошлых лет относительно таких важных показателей, как: валовая рентабельность, капитализация всей чистой прибыли в бизнесе, норма амортизации, оборачиваемость запасов, дебиторская и кредиторская задолженность, отношение краткосрочных обязательств к оборотным активам.

На основании прогноза показателей балансового отчета и отчета о финансовых результатах компании, которые были приведены в соответствие между собой через систему уравнений для нахождения показателей чистой прибыли (ЧП) за прогнозируемый год и размера долгосрочных обязательств, получаем следующие прогнозируемые балансовые данные (табл. 1–3).

Таблица 1

Итоговая структура баланса Perekrestok Holdings LTD на 2006 г.

Актив, тыс. руб.		Пассив, тыс. руб.	
Внеоборотные активы, всего	10 854 317,960	Собственный капитал, всего	6 119 795,773
Основные средства и нематериальные активы	10 581 805,250	Собственный капитал прошлых лет	5 238 012,045
Прочие	272 512,710	ЧП 2006 г.	881 783,728
Оборотные активы, всего	5 666 654,620	Долгосрочные обязательства, всего	3 663 524,464
Запасы	2 113 977,473	Краткосрочные обязательства, всего	6 737 652,343
Дебиторская задолженность	755 749,510	Кредиторская задолженность	3 686 612,255
НДС	1 853 637,901	Краткосрочные кредиты	1 668 376,361
Денежные средства	943 289,736	Прочие краткосрочные обязательства	1 382 663,727
Итого	16 520 972,580	Итого	16 520 972,580

Источник: составлено автором.

Для примера приведем последний этап расчетов — нахождение чистой прибыли Perekrestok Holdings LTD за 2006 г. и долгосрочных обязательств на конец 2006 г.

Пусть x — Чистая прибыль₂₀₀₆, а y — Долгосрочные обязательства₂₀₀₆.

Находим отношение размера выплаченных процентов по кредитам в 2005 г. к сумме долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов — оно составляет 6,2 %. Тогда Размер процентных выплат₂₀₀₆ (%) = 0,062 ($y +$ Краткосрочные кредиты₂₀₀₆).

Вычисляем размер прогнозируемой прибыли до налогообложения в 2006 г., корректируя прогнозируемый размер валовой прибыли на величину доходов и расходов (доходы от сдачи в аренду основных средств, операционные расходы, амортизационные отчисления, процентные выплаты).

Получаем, что Прибыль до налогообложения₂₀₀₆ = 1 490 819,599 тыс. руб. – %.

Налог на прибыль составляет 24 %, тогда Чистая прибыль₂₀₀₆ = 0,76 × × (1 490 819,599 тыс. руб. – %). Подставляя Размер процентных выплат₂₀₀₆ (%), получаем $x = 0,76 [1 490 819,599 - 0,062 (y + 1 668 376,361)]$.

Таким образом,

$$x = 1 054 409,001 - 0,04712y. \tag{1}$$

С другой стороны, Собственный капитал₂₀₀₆ + Долгосрочные обязательства₂₀₀₆ = = Валюта баланса₂₀₀₆ - Краткосрочные обязательства₂₀₀₆.

Если учесть, что Собственный капитал₂₀₀₆ = Собственный капитал₂₀₀₅ + + Чистая прибыль₂₀₀₆, то при подстановке числовых значений получим:

$$5 238 012,045 + x + y = 16 520 972,58 - 6 737 652,343. \tag{2}$$

Таким образом:

$$x = 4 545 308,192 - y;$$

$$1 054 409,001 - 0,04712y = 4 545 308,192 - y;$$

$$y = 3 663 524,464; x = 881 783,728.$$

Оценка стоимости бизнеса после завершения сделки слияния

Прогнозируемая чистая прибыль Perekrestok Holdings LTD в 2006 г. составила 881 783 728 тыс. руб., а долгосрочные обязательства — 3 663 524,464 тыс. руб. Таким же образом спрогнозирована чистая прибыль компаний Pyaterochka Holding NV и X5 Retail Group.

Таблица 2

Итоговая структура баланса Pyaterochka Holding NV на 2006 г.

Актив, тыс. руб.		Пассив, тыс. руб.	
Внеоборотные активы, всего	18 527 782,920	Собственный капитал, всего	8 526 957,268
Основные средства и нематериальные активы	17 857 150,670	Собственный капитал прошлых лет	5 635 613,500
Прочие	670 632,250	ЧП 2006 г.	2 891 343,768
Оборотные активы, всего	5 486 420,227	Долгосрочные обязательства, всего	8 453 655,151
Запасы	1 711 920,636	Краткосрочные обязательства, всего	7 033 590,731
Дебиторская задолженность	2 001 929,328	Кредиторская задолженность	5 484 707,404
Денежные средства	1 772 570,263	Краткосрочные кредиты	296 333,589
		Прочие краткосрочные обязательства	1 252 549,738
Итого	24 014 203,150	Итого	24 014 203,150

Источник: составлено автором.

Таблица 3

Итоговая структура баланса X5 Retail Group на 2008 г.

Актив, тыс. руб.		Пассив, тыс. руб.	
Внеоборотные активы, всего	141 549 560,6	Собственный капитал, всего	82 690 995,33
Основные средства и нематериальные активы	67 421 190,3	Собственный капитал прошлых лет	79 619 698,92
Гудвилл	72 023 852,78	ЧП 2008 г.	3 071 296,412
Прочие	2 104 517,549	Долгосрочные обязательства, всего	40 373 978,79
Оборотные активы, всего	23 053 861,96	Краткосрочные обязательства, всего	41 538 448,48
Запасы	8 698 741,673	Кредиторская задолженность	25 930 928,27
Дебиторская задолженность	3 990 522,688	Краткосрочные кредиты	6 773 280,306
НДС	5 237 414,839	Прочие краткосрочные обязательства	8 834 239,904
Денежные средства	4 802 479,739		
Прочие	324 703,022		
Итого	164 603 422,6	Итого	164 603 422,6

Источник: составлено автором.

II ЭТАП

В качестве показателя, который будет капитализирован, используем полученную чистую прибыль в первом прогнозном периоде (2006 г. — для Perekrestok Holdings LTD и Pyaterochka Holding NV; 2008 г. — для X5 Retail Group).

III ЭТАП

Определяем ставку капитализации:

Ставка капитализации = Ставка дисконтирования по чистой прибыли – Средние долгосрочные темпы роста.

Для этого используем формулу нахождения ставки дисконтирования по методу кумулятивного построения. Этот метод удобен тем, что позволяет учесть несистематические риски, характерные для анализируемой компании:

$$R = R_f + R_m + R_u, \quad (3)$$

где R_f — безрисковая ставка дохода на капитал;

R_m — общая рыночная премия за риск (установим на уровне 10 %);

R_u — премия за несистематический риск для конкретной компании (установим на уровне 5 %).

Безрисковая ставка дохода на капитал R_f — это тот доход, который может быть получен инвестором от инвестиций с гарантированно низким риском. Такой доход предполагается приблизительно равным доходности погашения облигаций государства. Рыночная стоимость таких облигаций меняется с колебаниями общего уровня процентных ставок. Также в качестве безрисковой ставки дохода могут использоваться ставки по депозитам банков высшей категории надежности.

Общая рыночная премия за риск R_m заключается в следующем: все инвестиции, за исключением безрисковых, упомянутых выше, имеют более высокую степень риска, зависящую от особенностей оцениваемого объекта. Чем больше риск, тем выше должна быть величина процентной ставки для его компенсации.

Премия за несистематический риск R_u , как правило, связана со следующими факторами:

1. Надбавка за риск, связанный с размером бизнеса.

Исследование, проведенное Д. Фишменом и Ш. Праттом, показало, что малые компании, размером меньше среднего для типичных компаний в определенной отрасли, имеют более высокую доходность, и поэтому для них требуется даже более высокая надбавка, тогда как малые компании, которые больше среднего для этой группы размера, обычно менее доходны и поэтому могут потребовать меньшую надбавку на риск.

Д. Фишмен и Ш. Пратт считают, что обычно можно принимать среднюю данную надбавку в диапазоне от 2 до 6 %.

2. Влияние других, конкретных для данной компании, факторов риска.

Определение влияния других факторов риска (иных, чем фактор размера компании) включает большую долю соображений здравого смысла — может быть большую, чем любой другой компонент этих показателей. Приведем некоторые из факторов, которые должны приниматься во внимание в этом процессе:

а) Отрасль, к которой принадлежит компания. Некоторые отрасли отличаются более высоким, чем средний уровень, риском для инвесторов; другие — риском ниже среднего. Например, инвестиции в компании строительной индустрии обычно более рискованны ввиду их высокой доли заемного капитала, длительных сроков окупаемости и повышенной чувствительности к спадам общей деловой конъюнктуры. С другой стороны, компании здравоохранения обычно рассматриваются как более стабильные предприятия. В нашем примере отрасль продуктового ритейла не отличается высокой степенью риска для инвестора.

б) Финансовый риск компании. Термин «финансовый риск» определяется в этом контексте широко, включая не только финансирование в долг, но также относительный риск от всех источников финансирования бизнеса. Этот риск включает текущие обязательства и решение о ликвидации неденежных текущих активов и их превращении в наличность с целью финансирования капиталовложений или выплат повышенных дивидендов. Оценка финансового риска поэтому содержит:

- увеличивающиеся размеры коэффициента левереджа (отношение заемных средств к объему капитала) и покрытия расходов доходами;

- общие коэффициенты левереджа, такие как отношение совокупных долговых обязательств к акционерному капиталу;

- коэффициенты ликвидности, такие как текущий или оперативный коэффициент;

- коэффициенты оборачиваемости, такие как коэффициенты оборачиваемости запасов и задолженностей.

У анализируемых компаний приведенные выше финансовые коэффициенты находятся в диапазоне нормативных значений, таким образом, финансовый риск минимален.

в) Диверсификация деятельности компании. В целом, чем больше диверсифицирована компания в отношении производимой продукции, потребительской базы, географического размещения и т. д., тем меньше здесь риск сравнительно с другими компаниями. Анализируемые компании отличаются высокодиверсифицированной структурой поставщиков и розничных покупателей — физических лиц.

Сначала определим ставку капитализации ($K_{\text{капитализации}}$) для компании Perekrestok Holdings LTD. Для этого используем формулу нахождения ставки дисконтирования R по методу кумулятивного построения (3), с учетом того, что безрисковая ставка дохода на капитал — 8,7 % (средняя доходность по годовым вкладам в банках высшей категории надежности, включая Сбербанк, в 2005 г.); общая рыночная премия за риск — 10 % (установлено экспертно); премия за несистематический риск для конкретной компании — 5 % (установлено экспертно).

Получаем ставку дисконтирования: $8,7 + 10 + 5 = 23,7 \%$.

Тогда $K_{\text{капитализации 2007}} = 23,7 - 9,0 = 14,7 \%$ (9 % — прогнозируемый средний темп роста);

$K_{\text{капитализации 2006}} = 14,7 / (1 + 0,09) = 13,49 \%$.

Аналогично находим ставку капитализации для компании Pyaterochka Holding NV:

$R = 8,7 + 10 + 5 = 23,7 \%$.

Тогда $K_{\text{капитализации 2007}} = 23,7 - 9,0 = 14,7 \%$;

$K_{\text{капитализации 2006}} = 14,7 / (1 + 0,09) = 13,49 \%$.

Теперь находим ставку капитализации для компании X5 Retail Group, учитывая, что безрисковая ставка дохода — 7,2 % (средняя доходность по годовым вкладам в банках высшей категории надежности, включая Сбербанк, в 2007 г.); общая рыночная премия за риск — 10 % (установлено экспертно); премия за несистематический риск для конкретной компании — 3 % (установлено экспертно за счет возможности использования активов и финансовых ресурсов обеих компаний).

Получаем ставку дисконтирования: $7,2 + 10 + 3 = 20,2 \%$.

Тогда $K_{\text{капитализации 2009}} = 20,2 - 9,0 = 11,2 \%$;

$K_{\text{капитализации 2008}} = 11,2 / (1 + 0,09) = 10,27 \%$.

IV ЭТАП

Находим рыночные стоимости компаний. Для определения стоимости компании на основе метода капитализации чистого денежного потока или чистой прибыли можно использовать следующие формулы:

$$\text{Текущая стоимость} = \frac{\text{Денежный поток следующего года}}{\text{Ставка дисконтирования (для чист. ден. пот.)} - \text{Темп прироста}};$$

$$\text{Текущая стоимость} = \frac{\text{Прибыль следующего года}}{\text{Ставка дисконтирования (для приб.)} - \text{Темп роста}}.$$

Как уже было сказано ранее, ставка капитализации компании может быть вычислена путем вычитания долгосрочного комплексного темпа роста из ставки дисконтирования для данного потока выгод. Эту норму можно использовать для оценки рыночной стоимости компании, если ее разделить на проектируемые на будущий год доходы или денежный поток. Если это определение подхода к оценке, основанного на капитализации доходов, сравнить с приведенными формулами для модели Гордона, то легко убедиться, что модель Гордона используется точно так же, как метод капитализации.

Находим рыночные стоимости компаний:

$$P = \text{ЧП} / K_{\text{капитализации}}$$

где ЧП — чистая прибыль за первый год прогнозного периода.

Рыночная стоимость Perekrestok Holdings LTD:

$$P_{2005} = 881\,783,728 / 0,1349 = 6\,536\,573,225 \text{ тыс. руб.}$$

Рыночная стоимость Pyaterochka Holding NV:

$$P_{2005} = 2\,891\,343,768 / 0,1349 = 21\,433\,237,72 \text{ тыс. руб.}$$

Рыночная стоимость X5 Retail Group:

$$P_{2007} = 3\,071\,296,412 / 0,1027 = 29\,905\,515,21 \text{ тыс. руб.}$$

У ЭТАП

Сравниваем рыночную стоимость объединенной компании с рыночными стоимостями двух компаний до процедуры слияния и с объемом затрат на проведение данного слияния.

С учетом дисконтирования к 2005 г. рыночная стоимость X5 Retail Group составляет: $29\,905\,515,21 / 1,2022 = 20\,698\,665,85$ тыс. руб.

Находим прирост рыночной стоимости новой компании путем вычитания из полученной рыночной стоимости X5 Retail Group рыночных стоимостей компаний Pyaterochka Holding NV и Perekrestok Holdings LTD: $20\,698\,665,85 - 6\,536\,573,225 - 21\,433\,237,72 = -7\,271\,145,095$ тыс. руб. Таким образом, получаем отрицательную величину, что говорит об уменьшении рыночной стоимости новообразованной компании по сравнению с рыночными стоимостями компаний до процесса слияния.

Учитывая стоимость приобретения торговой сети «Перекресток» в 2006 г. за 37 107 798 тыс. руб. (с учетом дисконтирования к 2005 г.: $37\,107\,798 / 1,237 = 29\,998\,219,89$ тыс. руб.), получаем, что на 1 руб. капиталовложений рыночная стоимость новой компании уменьшилась на 24 коп. ($-7\,271\,145,095 / 29\,998\,219,89 = -0,24$ руб.).

На основании проведенного анализа можно сделать следующие выводы. Рыночная стоимость новообразованной компании X5 Retail Group по сравнению с суммарными рыночными стоимостями компаний Pyaterochka Holding NV и Perekrestok Holdings LTD уменьшилась на 7 271 145,095 тыс. руб. Таким образом, на примере двух российских компаний выведено отношение величины капиталовложений по организации сделки слияния к сумме прироста/уменьшения рыночной стоимости новообразованной компании. Полученные результаты позволяют спустя определенное количество времени оценить влияние процедуры слияния на рыночную стоимость новой компании.

Библиография

1. Ван Хорн, Д. К., Вахович мл., Д. М. Основы финансового менеджмента. — М.: Вильямс, 2006. — 1232 с.
2. Грязнова, А. Г., Федотова М. А. Оценка бизнеса. — М.: Финансы и статистика, 2008. — 736 с.
3. Есипов, В. Е., Маховикова, Г. А., Мирзажанов, С. К. Оценка бизнеса: полное практическое руководство. — М.: Эксмо, 2008. — 352 с.
4. Феррис, К., Пешеро, П. Б. Оценка стоимости компании: как избежать ошибок при приобретении / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2003. — 256 с.
5. Ковалев, В. В. Как читать баланс. — М.: Финансы и статистика, 2007. — 672 с.
6. Галпин, Т. Дж., Хэндон, М. Полное руководство по слияниям и поглощениям компаний / Пер. с англ. — М.: Вильямс, 2005. — 240 с.
7. Фишмен, Д., Пратт, Ш., Гриффит, К., Уилсон, К. Руководство по оценке стоимости бизнеса. — М.: ЗАО «Квинто-Консалтинг», 2000. — 314 с.
8. Зухурова, Л. И., Новикова, И. Я. Российский рынок слияний и поглощений. Повышение эффективности сделок путем оценки инвестиционной стоимости компаний // Финансы и кредит. — 2007. — № 22. — С. 66–73.
9. Федорова, Е. С. Оценка стоимости публичных компаний в процессе слияния на российском рынке // Финансовый менеджмент. — 2006. — № 5. — С. 46–55.
10. Сайт торговой сети «Перекресток» [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.perekrestok.ru>.
11. Сайт компании X5 Retail Group [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.X5.ru>.
12. Modigliani, F., Miller, M. H. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journal of Business. — 1961. — April. — P. 413.