

**ОТЗЫВ официального оппонента**  
**на диссертацию на соискание ученой степени кандидата**  
**экономических наук Давиденко Алексея Александровича**  
**на тему: «Оценка ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения»**  
**по специальности 5.2.4. – Финансы**

**Актуальность избранной темы**

Диссертационная работа А.А. Давиденко посвящена обоснованию одного из наиболее сложных решений инвестора, относящегося к сделкам слияний и поглощений. Сложность объясняется невозможностью возврата к исходному состоянию; это справедливо как в отношении продавца, так и в отношении покупателя. При этом количество таких сделок как в мире в целом, так в России, неуклонно растет. Особенностью этой тенденции является опережающий рост количества сделок по сравнению с их общим объемом, приводящий к вовлечению более широкого круга компаний на рынок слияний и поглощений.

Активность исследуемого рынка позволяет оценивать множество его статистических параметров, изучать глобальные тенденции, предлагать и подтверждать гипотезы о глубинных причинах зарождающихся трендов. Однако истоки данных причин следует искать в параметрах, влияющих на субъективные решения участников сделки. Безусловно, через некоторое время эти параметры начинают проявляться и изменять рынок. В связи с этим анализ «микроуровня» рынка слияний и поглощений представляет объективный исследовательский интерес. На наш взгляд, автор рецензируемого исследования отвечает на вопрос, каковы возможности снижения субъективной составляющей сделки слияний и поглощений, при этом не выходя за рамки финансового инструментария. Полагаем, что данный аспект актуальности исследования А.А. Давиденко можно назвать теоретическим. В этом аспекте наблюдаем разрыв определенного «замкнутого круга» системной ошибки в

оценке ожидаемой премии традиционными подходами, как раз содержащими высокую долю субъективности при оценке эффектов сделки, особенно у покупателя.

В прикладном плане расширение горизонтов и логики обоснования решений о сделке слияний и поглощений становится все более актуальной задачей в последнее время в связи с усложнением экономических реалий и исчерпанием возможностей ряда инструментов (или проявлением ограничений их использования). Разработка автором новых подходов к расчету ожидаемой премии отвечает этой задаче и расширению вариантов обоснования решения. Таким образом, тема исследования рассматривается нами как актуальная с различных точек зрения.

### **Степень обоснованности и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации**

Обоснованность и достоверность научных положений оценена на основе анализа структуры работы, логичности и последовательности раскрытия поставленных задач, применения научных методов исследования, наличия объективных количественных измерений, качества и широты применяемых информационных источников, содержания публикаций и участия автора в научно-практических конференциях.

Диссертация представляет собой логически выстроенный труд, структурированный по главам и параграфам в логической последовательности, раскрывающей поставленные задачи. Автор диссертации владеет общенаучными методами исследования, что позволило представить в тексте диссертации убедительный и корректный анализ обширного количества научных источников, в том числе зарубежных. Достаточность глубины теоретического обзора как по количеству источников, так и по хронологии не вызывает сомнений. Системный подход и представленные классификации, сравнительный анализ, методы математической и статистической обработки качественной и количественной информации также применены автором и подтверждают достаточный уровень обоснованности выводов.

Источниками информации для расчетов послужили релевантные для предмета настоящего исследования базы данных (Bloomberg, Thomson Reuters, Mergerstat и др.). Основные положения, выносимые на защиту, представлены в публикациях автора в рецензируемых изданиях, а также обсуждены на ряде научных конференций. Таким образом, результаты рецензируемого исследования следует считать обоснованными и достоверными.

### **Новизна научных положений**

Автором обоснован ряд научных положений, которые могут рассматриваться как новый подход к обоснованию премии в сделках слияний и поглощений. Указанные положения, на наш взгляд, можно разделить на две основные совокупности. Первая из них связана с разработкой природы и декомпозиции элементов, составляющих оценку ожидаемой премии. В этом направлении автором разработана и научно обоснована система эффектов, агрегирующих информацию, необходимую для справедливой оценки ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения. К этим эффектам отнесены эффект разницы между справедливой стоимостью и рыночной оценкой компании-цели, синергетические эффекты и эффекты переговоров. В свою очередь, синергетические эффекты далее декомпозированы на эффекты синергии (операционной и финансовой) и эффект оптимизации управления бизнесом компании-цели, а также стратегический синергетический эффект. Это предложение автора, по нашему мнению, представляет значительный как научный, так и практический интерес. Выделение элементов из ранее не делимой величины дает понимание природы возникающих отклонений цены сделок от их фундаментальных значений и может рассматриваться как весомый вклад в теорию корпоративных финансов

Далее автором последовательно разработаны положения, составляющие целостную концепцию сделки как аукциона. Следует согласиться с тем, что для потенциальных покупателей и продавцов в сделке важное значение имеет понимание, в каком интервале может изменяться ожидаемая премия. Автором предложена оригинальная идея определения интервала на основе

разницы в оценках инвестиционной, справедливой и рыночной стоимостей, что нам представляется обоснованным. На этой основе далее автором обоснована модель сделки как аукциона для справедливой оценки ожидаемой премии, в которой границы интервала рассматриваются как ключевые параметры модели аукциона. В этой связи логичной выглядит классификация сделок как аукционов с зависимыми и независимыми оценками. Отмеченные положения объединены в авторской методике оценки справедливой ожидаемой премии, которая апробирована и подтверждена расчетами. Таким образом, можно утверждать, что диссертационное исследование состоятельно в научном и практическом смысле и, действительно, содержит положения, обладающие признаками научной новизны.

### **Замечания по содержанию диссертации**

Несмотря на общий высокий уровень представленной диссертации, необходимо сделать некоторые комментарии.

1. Автором предложен ряд классификаций, однако некоторые из них, на наш взгляд, выглядели бы более убедительными, если бы соискатель более развернуто раскрыл основные принципы и классификационные признаки, по которым осуществлялись классификации. В частности, речь идет о классификации сделок слияния и поглощения как аукционов системе эффектов, на основе которых можно получить справедливую оценку ожидаемой премии (с. 40 диссертации), а также классификации сделок по критерию приобретения контроля (с. 71-72 диссертации, рис. 2.2). В последнем случае в качестве научной новизны можно признать классификацию зависимости/независимости оценок в разных сделках, а не достаточно очевидную классификацию сделок на приобретения с контролем и без контроля.

2. Полагаем, что в исследовании имеются существенные (но не использованные автором) резервы для расширения возможностей практического применения полученных результатов. Так, на наш взгляд, этому способствовало бы раскрытие отраслевых особенностей оценки границ допустимого интервала ожидаемой премии. В этом же ряду отметим разработку алгоритма со-

ставления справочных таблиц отклонения справедливой индикативной оценки ожидаемой премии (оцененной при помощи авторского подхода) от наблюдаемой усредненной премии для разных выборок сделок, а также макеты таких таблиц и наглядный алгоритм их использования. Интерес представляет также понимание влияния предложенных методик на развитие рынка слияний и поглощений. Хотя, возможно, это замечание следует рассматривать и как признание перспектив для продолжения исследований в направлении прикладного использования выявленных зависимостей и авторских моделей.

3. Ряд комментариев можно сделать и в отношении использования информации в методике оценки справедливой ожидаемой премии (с. 91-92 диссертации). Прежде всего, имеется в виду информация о компании-цели, в перечне которой приведены также и источники, которые нельзя назвать доступными (управленческая отчетность, бизнес-планы и т.п.). Также эта информация не является аудируемой и объективной. В целом заметим, что исследование основано на допущении о равном и полноценном владении информацией обеими сторонами сделки, что в практике недостижимо в силу объективной информационной асимметрии. Указанный на с. 33 диссертации оптимизм компании-покупателя как причина отличий оценок двумя сторонами сделки скорее выглядит субъективным фактором, а не объективным (каковым является информационная асимметрия).

4. Автором указан ряд ограничений предложенных моделей для расчета справедливой ожидаемой премии (трудоемкость, ограничения применения для некоторых видов сделок, а также для сделок с единственным потенциальным инвестором). На наш взгляд, указанные ограничения делают логичным и ограничения на круг лиц, для которых предназначены авторские методики; возможно, основными пользователями предложенных подходов станут профессиональные финансовые консультанты и (в ряде случаев) инвесторы. Трудно предположить, что методику оценки справедливой ожидаемой премии целесообразно рекомендовать компаниям «для первоначальной оценки сделки» (с. 9 диссертации). К этому же выводу можно прийти при анализе

определения «эффекта переоценки» в связи с тем, что справедливую оценку непубличной компании-цели может осуществить независимый финансовый консультант или оценщик основе фундаментального анализа стоимости (с. 33, 53 диссертации).

В заключение выскажем обобщающее мнение о том, что заслуживают поддержки полученные автором результаты в части разработки системы эффектов, влияющих на оценку ожидаемой премии, авторский подход к оценке справедливой ожидаемой премии при помощи инструментария теории аукционов, что расширяет возможности инвесторов в оценке целесообразности сделок слияний и поглощений и в целом может оцениваться как вклад в развитие теории и практики корпоративных финансов.

**Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней**

Указанные замечания не умаляют значимости выполненного диссертационного исследования. Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В. Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 5.2.4. – Финансы (по экономическим наукам), а также критериям, определенным пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова, а также оформлена, согласно приложениям № 5, 6 Положения о диссертационном совете Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Таким образом, соискатель Давиденко Алексей Александрович заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. – Финансы.

Официальный оппонент:

доктор экономических наук, доцент,  
профессор кафедры «Экономика и финансы»

Высшей школы экономики и управления  
ФГАОУ ВО «Южно-Уральский государственный  
университет (национальный  
исследовательский университет)»

ПРОСВИРИНА Ирина Игоревна

*24.05.2013г*

Контактные данные:

тел.: 7(351)2679900, e-mail: [prosvirinaii@susu.ru](mailto:prosvirinaii@susu.ru)

Специальность, по которой официальным оппонентом  
защищена диссертация:

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

454080, г. Челябинск, проспект Ленина, д. 76,  
ФГАОУ ВО «Южно-Уральский государственный  
университет (национальный  
исследовательский университет)»,  
Высшая школа экономики и управления

Тел.: 7(351)2679900, e-mail: [prosvirinaii@susu.ru](mailto:prosvirinaii@susu.ru)

Подпись сотрудника ФГАОУ ВО «Южно-Уральский  
государственный университет (национальный  
исследовательский университет)»  
И.И. Просвириной удостоверяю:

Начальник управления по работе с кадрами  
Южно-Уральского государственного  
университета

Н. С. Минакова

*24.05.2013г*