

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 темы диссертационного исследования. Мотивация заключения сделки слияния или поглощения, как и любой сделки, заключается в получении выгоды. В контексте сделок слияния и поглощения такая выгода обычно формируется благодаря созданию добавленной стоимости от реализации синергетических эффектов, которые могут появиться в результате сделки. Здесь возникает понятие премии, которая выплачивается покупателем продавцу в результате заключения сделки и, таким образом, разделяет между ними добавленную стоимость от сделки. Пока сделка еще не заключена и идет переговорный процесс, сторонам сделки важно оценочно понимать, как между ними может распределиться добавленная стоимость, создаваемая благодаря сделке. Актуальность избранной темы диссертации обоснована прежде всего тем, что оценка ожидаемой премии сторонами сделки может оказывать существенное влияние как на переговорный процесс, так и на окончательные договоренности, достигаемые при заключении сделки. При этом сводные результаты анализа большого объема эмпирических исследований показывают, что зачастую покупатели платят неоправданно высокую премию. С учетом того, что традиционные подходы к оценке ожидаемой премии часто основываются на усреднении премий из выборки заключенных сделок, сопоставимых с анализируемой, наблюдение, что покупатели часто платят неоправданно высокую премию, может выразиться в том, что оценка на основе выборки заключенных сделок может оказаться завышенной. В этой связи, диссертация А.А. Давиденко, целью которой является разработка подхода к оценке справедливой (незавышенной и незаниженной) ожидаемой премии, написана на безусловно актуальную тему как с теоретической, так и с практической точек зрения.

Научная новизна положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации. В рамках диссертационного исследования разработан авторский подход для справедливой оценки ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения, основанный на применении фундаментального анализа инвестиционной стоимости и теории аукционов. Полученные в процессе проведенного исследования новые научные результаты сводятся к следующему:

1. Соискатель разработал *систему эффектов, учет которых позволяет получить справедливую оценку ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения*. Предложенная система эффектов состоит из эффекта разницы между справедливой стоимостью и рыночной оценкой компании-цели, эффекта переговоров и синергетических эффектов, которые в свою очередь состоят из эффектов операционной синергии, эффектов финансовой синергии, эффектов оптимизации управления бизнесом компании-цели, а также стратегических синергетических эффектов. Дальнейшее развитие автором его подхода к оценке ожидаемой премии опирается на данную систему эффектов (стр. 31-45).

2. Соискатель предложил *понятие допустимого интервала оценки ожидаемой премии*. Оценки границ интервала основаны на системе эффектов, предложенной на предыдущем этапе. В последующем развитии логики исследования границы интервала используются соискателем как ключевые вводные параметры для модели аукциона, которая лежит в основе авторского подхода (стр. 50-59).

3. Соискателем предложена *классификация сделок слияния и поглощения как аукциона определенного вида, отличительной особенностью которой является то, что признаком выступает приобретение контрольного пакета в результате сделки*. Предложенная классификация позволяет далее моделировать сделки слияния и поглощения с приобретением контрольного пакета как аукционы с независимыми оценками (стр. 64-72).

4. Соискатель разработал *подход для справедливой оценки ожидаемой премии, суть которого состоит в интерпретации и моделировании сделки как аукциона, где в качестве ключевых параметров выступают оценки границ*

допустимого интервала ожидаемой премии. При этом соискатель предложил математическую формализацию сделки как аукциона (стр. 73-88).

5. На основе разработанного подхода соискателем предложена *прикладная методика его применения, результатом которой является поэтапный алгоритм практического применения теоретических положений авторского подхода (стр. 89-121).*

В целом, следует отметить последовательность получаемых автором результатов, где результаты, получаемые на предыдущем этапе работы, являются основой для развития последующих этапов. Так, система эффектов служит для оценки допустимого интервала, границы которого, в свою очередь, служат ключевыми параметрами для моделирования сделки как аукциона. Степень научной новизны и теоретической значимости диссертации представляется достаточно весомыми – авторские положения вносят значимый вклад в приращение научных знаний в области оценки ожидаемой премии в сделках слияния и поглощения.

Практическая значимость результатов диссертационного исследования. Практическая значимость диссертационной работы состоит в целесообразности применения ее положений и выводов в текущей деятельности участников национального хозяйства России и экономических агентов, вовлеченных в процесс сделки слияния и поглощения, в том числе: компаниями, для первоначальной оценки целесообразности сделки, оценки ожидаемой премии и будущей доходности от сделки; инвесторами, оценивающими привлекательность вложения средств в объединяющиеся компании; профессиональными финансовыми консультантами (в частности, инвестиционными банкирами), выступающими в качестве посредников в рамках сделки. Также результаты диссертационной работы могут быть использованы: в качестве создания коммерческого продукта, в плане дальнейшего формирования справочной базы данных справедливой индикативной оценки ожидаемой премии в зависимости от ряда критериев, включая отраслевую и географическую принадлежность участников сделки, тип потенциального инвестора (стратегический или финансовый), и т.д.; в учебных курсах по дисциплинам «Слияния и поглощения», «Стратегический

финансовый менеджмент», «Оценка стоимости бизнеса», и др.

Достоверность и степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Диссертация А.А. Давиденко является целостным, логично структурированным и самостоятельным научным исследованием. Изложение ведется от общего к частному. Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, обеспечена проведенным автором комплексным анализом широкого перечня академических исследований по вопросам создания и распределения добавленной стоимости в результате заключения сделок слияния и поглощения, а также природы синергетических эффектов и способов их оценки. Следует особо отметить, что автор имплементирует навыки прикладного финансового анализа в теоретическое исследование посредством математической формализации и параметризации сделки слияния или поглощения как модели аукциона. Математический и аналитический инструментарий применен корректно.

В целом, использованные автором научные методы и теоретическая база академических исследований, на которые он опирается, не вызывают сомнений в обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных автором в диссертации. Достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, также подтверждается публикацией основных положений, результатов и выводов в рецензируемых научных изданиях (8 статей, в том числе 5 статей в журналах, соответствующих критериям Положения о присуждении ученых степеней в МГУ имени М.В. Ломоносова). Также, в диссертации используются релевантные базы данных финансовой и отраслевой статистической информации по сделкам слияния и поглощения. В совокупности вышеприведенные аргументы дают основание признать обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Дискуссионные положения и замечания по диссертации.

Несмотря на общий высокий уровень проведенного исследования, можно указать на ряд замечаний к работе.

Оценка верхней границы допустимого интервала ожидаемой премии требует критериального обеспечения, поскольку наличие у потенциального покупателя активов, которые при объединении с приобретаемым активом могут создать эффект синергии, при одновременном отсутствии других потенциальных покупателей, обладающих аналогичным набором активов, может дать высокую оценку инвестиционной стоимости, которая будет существенно отличаться от справедливой или рыночной оценки приобретаемого актива, то есть может быть специальной и инвестиционной. Чем более узкоспециализированный актив является предметом сделки купли-продажи, тем выше может быть потенциальная разница между рыночной его оценкой и инвестиционной, и это обстоятельство должно быть должным образом изучено и описано. Возникает риск того, что понятие справедливой оценки ожидаемой премии может быть смешано с понятием оценки верхней границы допустимого интервала ожидаемой премии. По нашему мнению, использование инвестиционной оценки при определении верхней границы интервала ожидаемой премии может в случае сделки с узкоспециализированными активами приводить к завышению оценок. Таким образом, ситуации отсутствия иных потенциальных покупателей, обладающих ресурсами для достижения инвестиционной оценки как у базового единственного покупателя, требуют дополнительного рассмотрения с точки зрения требований к инвестиционной оценке, необходимой для оценки верхней границы допустимого интервала ожидаемой премии. При этом модель определения справедливой ожидаемой премии должна в больших числах давать результат сопоставимый с фактическим среднерыночным, но при рассмотрении для отдельной компании учитывать отраслевую и прочую специфику, быть удобной для практического применения.

В пункте 4 новизны автор указывает на то, что «реализация предлагаемого автором подхода позволяет получить справедливую оценку ожидаемой премии, нивелируя системную ошибку, присущую традиционным подходам к оценке ожидаемой премии и приводящую к завышению оценок». Следует отметить, что большинство исследований относительно ожидаемой премии носят эмпирический характер и основаны на анализе параметров

фактических сделок. Тем самым результаты большинства исследований показывают среднерыночные значения премий и довольно-таки широкие интервалы вокруг усредненных значений. Тем самым тезис о завышении оценок при использовании традиционных подходов хоть и логичен, но с точки зрения строгого эмпирического анализа не вполне очевиден.

Дискуссионным представляется получение справедливых несмещенных оценок границ допустимого интервала оценки ожидаемой премии методами фундаментального анализа (метод дисконтированных денежных потоков и метод реальных опционов), поскольку такие оценки могут быть субъективными и зависеть от экспертного мнения аналитика, который строит финансовую модель для получения таких оценок.

Работа выиграла бы, если бы были представлены конкретные методические рекомендации по оценке индикативной ожидаемой премии для отдельных отраслей – для каждой отрасли по отдельности.

Достоинством данной диссертационной работы является ее ориентация на прикладное применение. Перспектива создания прикладных таблиц отклонения оценок ожидаемой премии предложенной соискателем методикой от оценок традиционными подходами заслуживает внимания, поскольку такие таблицы, с одной стороны, отражают вклад предлагаемого авторского подхода соискателя к оценке справедливой ожидаемой премии, а с другой стороны, такие таблицы интуитивно просты для практического применения.

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

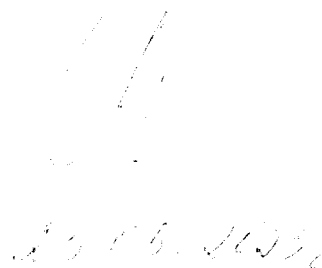
Вместе с тем, указанные замечания не умаляют значимости диссертационного исследования. Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В.Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 5.2.4. – Финансы (по 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 Коммерции и сервиса
Института экономики и менеджмента
ФГБОУ ВО «РГУ им. А.Н. Косыгина»
ФИЛАТОВ Владимир Владимирович



Контактные данные:

тел.: +7(495)8110101, e-mail: filatov-vv@rguk.ru
Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:
08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством.

Адрес места работы:

119071, г. Москва, ул. Малая Калужская, д. 1
ФГБОУ ВО «РГУ им. А.Н. Косыгина»,
Институт экономики и менеджмента
Тел.: +7(495)8110101, e-mail: filatov-vv@rguk.ru

Подпись сотрудника

ФГБОУ ВО «РГУ им. А.Н. Косыгина»

В.В. Филатова удостоверяю:

