

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

Выбранная Давиденко А.А. тема для диссертационного исследования является значимой и актуальной, и посвящена обоснованию и разработке авторского подхода к оценке премий в сделках слияний и поглощений (M&A). На сегодняшний день сделки M&A остаются ключевой стратегией для многих компаний по всему миру в их стремлении адаптироваться к условиям современной динамичной бизнес-среды. При совершении сделок M&A компания-покупатель, как правило, выплачивает премию компании-цели. Данная премия может возникать ввиду ожидания эффекта синергии в результате слияния или поглощения, возможности более эффективного управления компанией-целью, из-за чрезмерной самоуверенности менеджмента, а также в связи с возможностью менеджмента извлекать частные выгоды от сделки. На разных рынках и в разные периоды времени наблюдается большой разброс в величине уплачиваемых премий. Поскольку размер премии, оказывает существенное влияние на размер выигрыша, получаемый в итоге сделки акционерами компании-покупателя, то для оценки целесообразности сделки и принятия верного инвестиционного решения, компаниям важно понимать, каким должен быть размер премии и какими факторами он определяется. Данный вопрос широко обсуждается в исследовательской и практической литературе, а также является одним из главных при планировании сделок и при проведении переговоров. При этом размер премии, как правило, определяется на основе фактических данных о премиях, уплаченных в схожих сделках M&A за определенный период времени. Однако данный подход не позволяет в полной мере учесть особенности планируемой сделки, а также опирается на данные о фактически уплаченных премиях компаниями-покупателями, которые, как правило,

проигрывают в сделках, что может свидетельствовать о неправильной её оценки. Таким образом, возможная ошибка в определении премий в уже совершившихся сделках, принимается во внимание компаниями, которые только их планируют. Соответственно, возникает «замкнутая» системная ошибка в оценке ожидаемой премии, которую автор представленного диссертационного исследования изучает и успешно решает.

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

Научные положения, выводы и рекомендации, сформулированные в диссертации, представляются обоснованными и достоверными, так как они основаны на корректном применении научных методов. Разработка исследовательского вопроса и обоснование авторского подхода к оценке премий в сделках M&A потребовали от Алексея проработки большого количества литературы, которая в основном сосредоточена в зарубежных периодических изданиях. Автор проанализировал и систематизировал как теоретические, так и эмпирические работы и четко обосновал важность и необходимость создания нового подхода к оценке ожидаемых премий. Этапы авторского подхода оценки премий основаны на обширной теоретической базе, а сам подход подразумевает использование методов фундаментального финансового анализа, а именно, метода дисконтированных денежных потоков и метода реальных опционов. Необходимо отметить, что предложенная методика оценки ожидаемой премии и включающая в себя три этапа (сбор информации, через призму разработанных автором системы эффектов; оценки интервала ожидаемой премии и; оценки ожидаемой премии путем моделирования сделки как аукциона) является как теоретически обоснованной, так и хорошо проработанной и детально описанной. Отдельное внимание уделено оценке премий в случае единственного потенциального инвестора, в случае недружественных сделок и сделок с «проблемными» компаниями. Отдельный интерес заслуживает демонстрация автором методики разработанного им подхода к оценке ожидаемых премий в сделках

M&A на выборке из 379 сделок, заключенных в период с 2010 по 2020 года в различных отраслях экономики и инициированных компаниями из стран Европы, США, Северной и Южной Америки, и Азии.

Для количественного исследования были использованы базы данных Bloomberg, Thompson Reuters, Capital IQ, ISI Emerging Markets, Economist Intelligence Unit, СПАРК.

Достоверность научных выводов, положений и рекомендаций также подтверждается публикацией основных положений диссертации в рецензируемых научных изданиях (9 статей, в том числе 5 статей в журналах, соответствующих критериям Положения о присуждении ученых степеней в МГУ имени М.В. Ломоносова).

Новизна научных положений

Диссертационное исследование обладает научной новизной и вносит вклад в существующую литературу по оценке премий в сделках M&A. В отличие от предыдущих исследований, представленная диссертационная работа предлагает новый подход для оценки премий в сделках M&A, учитывающий особенности конкретной сделки, измеряющий интервал ожидаемой премии на основе методов фундаментального анализа и оценивающий её размер на основе моделирования сделок как аукционов с независимыми оценками. Таким образом, по мнению оппонента научная новизна исследования заключается в:

1. Разработке авторского подхода к оценке ожидаемой премии в сделках M&A, основанного на моделировании сделок как аукциона.
2. Разработанной методике оценки ожидаемой премии в сделках M&A, включающая три этапа: сбор информации, через призму разработанных автором системы эффектов; оценки интервала ожидаемой премии и оценки ожидаемой премии путем моделирования сделки как аукциона.
3. Разработанной системе эффектов для справедливой оценки ожидаемой премии, которая включает эффект переоценки, синергетические эффекты и

эффект переговоров. Данные эффекты необходимы для реализации первого этапа авторского метода оценки ожидаемой премии.

4. Обосновании и введении понятия допустимого интервала несмещенной оценки ожидаемой премии в сделках M&A. Данное понятие используется на втором этапе разработанного автором подхода к оценке ожидаемой премии.

5. Предложенной классификации сделок M&A как аукциона определенного вида в зависимости от критерия приобретения контрольного пакета акций в результате сделки. Данная классификация важна для третьего этапа авторского подхода к оценке ожидаемой премии.

Замечания по содержанию диссертации

Несмотря на общий высокий уровень диссертационного исследования, представляется уместным указать ряд комментариев к работе.

В диссертации больше внимания можно было бы уделить более детальному обоснованию авторской классификации эффектов, учет которых позволит получить справедливую оценку ожидаемой премии. Также, работу обогатили бы примеры того, как различные особенности отдельной сделки можно интерпретировать в рамках предлагаемой автором системы эффектов (например, где и как учитывается скидка за ликвидность при покупке неконтрольного пакета акций компании-цели).

Также, несмотря на широкое применение в деловом обороте, в дополнительном толковании в рамках диссертационной работы нуждается понятие оценки справедливой стоимости объекта сделки.

Следует отметить, что автор говорит о сравнительно высокой трудоемкости применения авторского подхода, однако логично предположить, что основная трудоемкая работа будет проведена один раз, с результатом в виде справочных таблиц (матриц) отклонения справедливой индикативной оценки ожидаемой премии, полученной авторским подходом, от наблюдаемой усредненной премии; в дальнейшем потребуются лишь актуализация данных таблиц через расширение выборок с течением времени по ходу заключения новых сделок слияния и поглощения. Таким образом,

достаточно сложный авторский подход окажется возможным к использованию в повседневной работе финансовых аналитиков через использование аналитиками таких таблиц отклонений.

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:

кандидат экономических наук,
доцент школы финансов
факультета экономических наук
ФГАОУ ВО Национальный
Исследовательский Университет
«Высшая Школа Экономики»
Григорьева Светлана Александровна

подпись

Дата подписания

20.05.2011

Контактные данные:

тел.: 7(495)7729590, e-mail: sgrigorieva@hse.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом защищена диссертация:

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

109208, г. Москва, Покровский бульвар, д.11
ФГАОУ ВО Национальный
Исследовательский Университет
«Высшая Школа Экономики»
Факультет экономических наук, школа финансов
Тел.: 7(495)7729590, e-mail: sgrigorieva@hse.ru

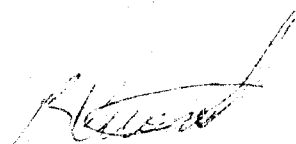
Подпись сотрудника
ФГАОУ ВО Национальный
Исследовательский Университет
«Высшая Школа Экономики»
С.А. Григорьевой удостоверяю:

С.А. Григорьевой

руководитель/кадровый работник

дата

2025 11 12



В.И. Лисовский

И.О. Фамилия