

ОТЗЫВ

Члена диссертационного совета **Черенкова Виталия Ивановича** на диссертацию **Виноградовой Вероники Сергеевны** на тему: **«Создание ценности в стратегических сделках роста: эмпирический анализ основных факторов (на примере 5 и 6 волн слияний)» (VALUE CREATION IN STRATEGIC ACQUISITIONS FOR GROWTH: EMPIRICAL ANALYSIS OF KEY DRIVERS (ON THE EXAMPLE OF 5th & 6th MERGER WAVES))**, представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.6 – Менеджмент: корпоративное управление, управление стоимостью компании, стратегии диверсификации, слияния и поглощения

Актуальность диссертационного исследования. Актуальность диссертационного исследования, несмотря на то, что рассматриваемый феномен имел место в периоды 1993–2000 и 2003–2008 гг., обусловлена, возможно, вновь возросшим числом стратегических сделок по слияниям и поглощениям (M&A) в последние годы (по данным аналитиков *CB Inights* число M&A-сделок росло шесть кварталов подряд и достигло рекордных 2938 в октябре-декабре 2021 года). После периода общего спада и строгой финансовой дисциплины, вызванного пандемией и необходимостью отказаться от многих запланированных ранее стратегий расширения, компании снова оптимистично смотрят в будущее и ищут возможности для создания конкурентных преимуществ посредством трансформации бизнеса и его роста. Ожидается, что этот тренд сохранится в ближайшие годы, а основным интересом компаний будет пересмотр планов развития, приобретение стратегических активов с целью повышения уровня цифровизации, диверсификация продуктового портфеля и другие стратегические вопросы, позволяющие им повысить долгосрочную конкурентоспособность.

Стратегические слияния и поглощения остаются самым притягательным и результативным способом роста компании. Однако, несмотря на повышенный интерес к стратегическим сделкам M&A, необходимо отметить, что до сих пор данные сделки остаются как самыми сложными, так и недостаточно изученными стратегиями развития. Результаты соответствующих академических исследований противоречивы и не дают ответа на вопросы, как повысить долю успешных сделок, какие факторы следует учитывать при планировании и какие именно стратегии компании должны реализовать, чтобы в результате повысить свою ценность.

Диссертация Виноградовой В.С. посвящена разработке теоретической и эмпирической модели создания ценности в стратегических сделках роста, а также идентификации и оценке основных факторов успеха. С учетом сказанного о расширяющейся практике и недостаточной ее изученности тема диссертационного исследования предстает актуальной и крайне значимой.

Новизна полученных автором результатов. Научная новизна и научная значимость диссертационного исследования Виноградовой В.С. подтверждена следующими результатами:

- Анализ сфокусирован на таких слияниях и поглощениях, которые выполняются с целью стратегического роста, что позволяет изучить и определить основные особенности данных сделок и факторов, влияющих на их успех.
- Предложено адекватное определение «стратегических сделок роста», выработанное на основе современных теорий «прибыльного роста» и основных финансовых показателей компаний-покупателей (аквизиторов) в период, предшествующий сделке.
- Разработана новая трехмерная классификация факторов, влияющих на создание ценности в стратегических сделках с учетом трех перспектив – стратегической, структурной и финансовой.
- Разработана теоретическая и эмпирическая модель, определяющая основные факторы успеха в стратегических сделках роста и предложены оптимальные стратегии, приводящие к максимизации ценности для компаний-покупателей (аквизиторов).

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации. Научные положения, выводы и рекомендации диссертационной работы соответствуют основной цели и задачам исследования. Обоснованность защищаемых положений обусловлена следующим.

Во-первых, имеет место критическое осмысление современных исследований, как в области стратегического и ценностно-ориентированного менеджмента, так и исследований, лежащих в примыкающих областях, таких как финансовая экономика и корпоративные финансы. Диссертантом учтены работы предшественников по изучаемой проблеме, а также релевантные разработки в других дисциплинарных областях знания.

Во-вторых, выполнено обстоятельное эмпирическое исследование, в котором нашли отражение полученные на основании анализа литературы выводы. Результаты исследования получены в результате применения методологии современных теорий роста компании, ценностно-ориентированного менеджмента, а также общенаучных подходов. Обоснованность полученных результатов исследования, проведенного автором, подтверждается согласованностью с имеющимися данными из работ зарубежных исследователей.

Основные положения диссертации были представлены и обсуждены на международных научных конференциях и научных семинарах, а также опубликованы в 5 статьях в рецензируемых научных изданиях, среди них 2 статьи в изданиях, включенных в базы Scopus (Q1) и Web of Science, 2 статьи в российских журналах, включенных в список ВАК и 1 статья в издательстве Springer.

Структура и содержание диссертации. Работа состоит из пяти глав. В первой главе – LITERATURE REVIEW (22 стр.) – дан критический обзор исследования в области слияний и поглощений; в частности сделан акцент на перспективах стратегического менеджмента и финансовой экономики, а также систематизированы основные факторы, влияющие на успех сделок класса M&A. Вторая глава – THEORETICAL REVIEW: THE CONCEPT OF PROFITABLE GROWTH AND THE DEVELOPMENT OF DEFINITION „STRATEGIC ACQUISITIONS FOR GROWTH“ (15 стр.) – содержит анализ современных теорий роста компании, представляет определение концепта «стратегические сделки роста», объясняет их основные характеристики с точки зрения концепта ценностно-ориентированного менеджмента и их основные отличия от других видов сделок. Третья глава – STUDY DESIGN AND METHODOLOGY OF RESEARCH (4 стр.) – представляет исследовательскую модель диссертации, формулирует основные гипотезы и раскрывает методологию исследования. Четвертая глава – EMPIRICAL ANALYSIS OF THE CONCEPT (117 стр.) – содержит подробности количественного анализа влияния финансовых и нефинансовых факторов на доходность компаний-покупателей (аквизиторов), а также разработки многофакторной эмпирической модели создания ценности в стратегических сделках роста. Именно эта «гипертрофированная по размеру» глава представляет особый интерес, как с теоретической, так и с практической точки зрения. Здесь проверяются выдвинутые в первых трех главах суждения, а также представлены статистически значимые факторы, влияющие на успех транзакции, и описаны возможности по применению модели для планирования сделок роста. Пятая глава – CONCLUSIONS AND OUTLOOK FOR FURTHER RESEARCH – (14 стр.) дает обзор результатов, а также формулирует вклад диссертационного исследования в научную базу и возможности практического применения его результатов.

Можно сделать вывод, что работа, несмотря на явные размерные диспропорции между главами и (на наш взгляд) чрезмерный объем, демонстрирует довольно логичную, хотя и непривычную структуру, местами напоминающую отчет. Тем не менее, автор раскрывает нюансы создания ценности в стратегических сделках роста, прежде всего для компаний-покупателей (аквизиторов), определяет значимые детерминанты успеха, представляет многофакторную эмпирическую модель, описывающую создание ценности и на основе результатов анализа предлагает конкретные стратегии прибыльного роста.

Теоретическая и практическая значимость работы. Значимость диссертационного исследования представлена следующими результатами:

- ~ Выполнены качественный анализ и систематизация факторов, влияющих на создание дополнительной ценности в стратегических сделках роста, что позволяет глубже и разносторонне изучать, планировать и проводить данные транзакции
- ~ Разработан системный методологический подход к анализу стратегических сделок M&A на основе современных теорий «прибыльного роста»

- ~ Созданы и апробированы теоретическая и эмпирическая модели, позволяющие рассмотреть процесс выбора той или иной стратегии компанией-покупателем (аквизитором), в зависимости от ее *ex ante* показателей, а также конкретной композиции стратегических и структурных факторов.
- ~ Обеспечена возможность использовать ряд полученных результатов как основу для разработки стратегий устойчивого внешнего роста компании и усиления ее конкурентного преимущества.
- ~ Наконец, многие результаты исследования и содержащиеся в нем основные модели могут использоваться в ходе преподавания курсов по разработке корпоративных стратегий роста, планированию слияний и поглощений, управлению стоимостью компании и принятию эффективных стратегических решений.

Дискуссионные положения диссертационного исследования. Отмечая высокую научную состоятельность диссертационного исследования Виноградовой В.С., высокое качество и значимость достигнутых результатов, следует выделить ряд дискуссионных положений.

- ~ Автор отмечает в целом различную структуру «домашних рынков капитала» и ее влияние на оценку доходности компаний-покупателей (аквизиторов), но не сконцентрировался на стратегические сделки, совершенные российскими компаниями.
- ~ Важно было бы четко отметить значимость (гео)политических факторов и их влияния на выбор стратегий роста.
- ~ Недостаточен анализ создания ценности компаниями-покупателями (аквизиторами) в долгосрочной перспективе и с учетом их способности *post ante* эффективно интегрировать целевую компанию, что является достаточно критичным при планировании и реализации сделок M&A.
- ~ По названию диссертации: «5th & 6th MERGER WAVES» звучит красиво и метафорично, но это лучше бы иметь в тексте, а в названии работы «в периоды 1993–2000 и 2003–2008 гг.».
- ~ Из предыдущего замечания возникает еще один вопрос – насколько это интересно в 2022 г.
- ~ Дополнительный интерес, если только диссертационное исследование не сосредоточено принципиально и исключительно на зарубежном опыте, могло бы представить сравнение подготовки, проведения и завершения сделок M&A с российским опытом.
- ~ Наконец, на что обращено внимание выше цифрами в скобках, совершенно непонятна надобность в пяти главах. Вполне резонным было бы осуществить «M&A» в теле диссертации, сократить число глав, а часть материалов, подтверждающих количественную сторону исследования, можно было бы вовсе не включать в основной текст, поскольку они мало что добавляют для квалификационной оценки по поводу присвоения искомой степени.

Данные замечания и комментарии не снижают теоретической и практической значимости диссертационного исследования и полученных выводов и носят скорее дискуссионный характер.

Заключение по диссертации. Диссертация Виноградовой В.С. на тему: «Создание ценности в стратегических сделках роста: эмпирический анализ основных факторов (на основе 5 и 6 волн слияний)» (VALUE CREATION IN STRATEGIC ACQUISITIONS FOR GROWTH: EMPIRICAL ANALYSIS OF KEY DRIVERS (ON THE EXAMPLE OF 5th & 6th MERGER WAVES)) соответствует основным требованиям, установленным Приказом от 19.11.2021 № 11181/1^О порядке присуждения ученых степеней в Санкт-Петербургском государственном университете», соискатель Виноградова Вероника Сергеевна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.6 – Менеджмент: корпоративное управление, управление стоимостью компании, стратегии диверсификации, слияния и поглощения. Пункты 9 и 11 указанного порядка диссертантом не нарушены.

Доктор экономических наук, профессор,
Профессор кафедры маркетинга СПбГУ

15.06.2022



Черенков Виталий Иванович