

Отзыв

члена диссертационного совета, д.э.н., профессора Роговой Елены Моисеевны на диссертацию Виноградовой Вероники Сергеевны на тему: «Создание ценности в стратегических сделках роста: эмпирический анализ основных факторов (на примере 5 и 6 волн слияний)», представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по научной специальности

5.2.6. Менеджмент

1. Актуальность темы диссертационного исследования

Представленная на рецензирование диссертация посвящена поиску драйверов роста ценности в сделках слияний и поглощений. Эта тема очень интересна, так как согласно данным различных исследований, с одной стороны, в последние годы слияния и поглощения все чаще используются компаниями различных отраслей, прежде всего, отраслей, определяющих рост экономики, а с другой, лишь небольшая доля (по разным оценкам, не более 40%) осуществленных сделок является успешной (с точки зрения создания ценности). Это противоречие между стратегиями развития компаний и оценкой эффективности выбранных решений определяет основную проблему данной диссертации.

Исследуя различные факторы (финансовые и нефинансовые), сопровождающие сделки слияний и поглощений по отдельности и в комбинации, автор приходит к разработке рекомендаций для компаний, участвующих в сделках, позволяющих повысить эффективность (создание ценности) с точки зрения прибыльного роста.

В свете вышеописанного противоречия между ростом числа и стоимости сделок слияний и поглощений и снижающейся эффективностью этих сделок, тема диссертации Виноградовой В.С. представляется весьма актуальной.

2. Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных автором, определяется непротиворечивой внутренней логикой

исследования. Проведя обзор литературы, автор формулирует концепт прибыльного роста, который является основой и для проведенного эмпирического исследования, и для разработанных рекомендаций. Выводы и рекомендации, сформулированные автором, построены на данных эмпирического исследования и развивают ранее полученные результаты исследований в области стратегического менеджмента и корпоративного управления, посвященных сделкам слияний и поглощений как стратегии роста компаний. Работа базируется на пересечении теорий стратегического менеджмента и корпоративных финансов.

Достоверность положений диссертации обусловлена тем, что автором проведен полноценный обзор литературы (список источников включает 305 источников), что позволило построить теоретическую базу и гипотезы для эмпирического исследования. Эмпирическое исследование проведено методами корреляционно-регрессионного анализа; полученные результаты не противоречат выдвинутым гипотезам и результатам, полученным авторами в ранее опубликованных научных работах. Предлагаемые автором пути решения проблем носят не только теоретический характер, но и имеют практическую ценность.

Научные результаты, полученные автором в диссертационном исследовании опубликованы в пяти научных работах, в том числе двух статей в журналах, входящих в международные базы цитирования (Scopus Q1), и одной главе в монографии, и обсуждены на научных конференциях. Результаты диссертационного исследования могут быть использованы руководителями предприятий при разработке стратегии развития, а также в учебном процессе в области стратегического менеджмента, корпоративного управления, слияний и поглощений, и на программах дополнительного профессионального образования по менеджменту и финансам.

Таким образом, научные положения, выводы и рекомендации, сформулированные в диссертации, достоверны и хорошо обоснованы.

3. Новизна основных положений и выводов диссертационного исследования

Научная новизна работы состоит в разработке подхода к формированию стратегии слияний и поглощений, ориентированной на драйверы роста для компаний-покупателей.

К положениям, отличающимся научной новизной, относятся:

1. Выделение концепта «прибыльного роста» как роста, создаваемого за счет прибыльных инвестиционных проектов, без негативного влияния на текущую прибыльность деятельности компании-покупателя (п. 2.1).

2. Дополнение классификации сделок слияний и поглощений категорией «стратегических сделок роста» (п. 2.3), под которыми понимаются сделки, усиливающие стратегические позиции компании и одновременно улучшающие потенциал ее роста.

3. Выделены и оценены три перспективы создания ценности для компании-покупателя в сделках слияний и поглощений – стратегические, структурные и финансовые, - позволяющие определить разнообразные факторы роста ценности и проанализировать их взаимосвязь с успешностью сделок слияний и поглощений с позиций акционеров приобретающих компаний (п. 3.2)

4. Разработана и протестирована эмпирически многофакторная модель, позволяющая оценить взаимосвязь факторов роста ценности, имеющих разную природу (п 4.5 – 4.6); на основе выявленных взаимосвязей предложены рекомендации по учету факторов разными категориями приобретающих компаний, направленные на улучшение результативности стратегических сделок роста (глава 5).

4. Дискуссионные положения диссертационного исследования

1. Несмотря на то, что автор выносит в название темы работы «пятую и шестую волны слияний, в диссертации описанию этих волн, их особенностей в сравнении с более ранними волнами, вообще периодизации истории слияний и поглощений, очень мало внимания. Между тем, с одной стороны, стратегические мотивы в сделках слияний и поглощений присутствовали и в более ранние периоды, с одной стороны; с другой – периодизация и выделение волн слияний и поглощений не является установленной и безусловной истиной. Если для автора так важно было

подчеркнуть, что эмпирические и теоретические наработки диссертации относятся исключительно к пятой и шестой волнам, целесообразно было бы установить границы волн и их особенности по сравнению с более ранними и/или более поздним периодом.

2. Хотя собственно методологии событийного анализа автор посвящает отдельное приложение к работе, ни в приложении, ни в тексте работы не уделено достаточно внимания выбору периода наблюдения (он просто заявлен), а также модели оценивания доходности (она тоже только заявлена), хотя существуют разные варианты как выбора периода наблюдения, так и модели оценивания (см. MacKinlay, 1997).

3. Следует отметить, что выбранный подход к оценке успешности сделок на основе событийного анализа, во-первых, не является единственно возможным (сама автор, рассматривая концепцию «прибыльного роста», использует другой подход, базирующийся на модели остаточной прибыли), во-вторых, несмотря на частоту его использования для целей оценки слияний и поглощений, носит ограниченный характер, так как базируется на краткосрочной реакции инвесторов на информацию о сделке. Волатильность цен акций определяется различными событиями, а стратегическая ценность сделки, исходя из предложенного автором концепта, должна определяться и долгосрочными результатами, в том числе собственно созданием благоприятных инвестиционных возможностей, что отражается уже в анализе отчетности компании, либо, если придерживаться событийного анализа, необходимо дополнять оценку кумулятивной сверхдоходности на коротких окнах, другими показателями (например, BHAR), рассчитанными на стратегических инвесторов.

4. Технически, возможна разная реакция на объявления о сделке и объявления о завершении сделки. Поэтому было бы правильно, если бы автор охарактеризовала, какие именно объявления она изучала, и как эти объявления выглядели.

5. Все выводы автор строит на сравнительно небольшой и несбалансированной (с перекосом в пользу компаний США) выборке объявлений о сделках. Хотя географическая диверсификация достаточно полно изучена в качестве фактора успешности сделки, автор не рассматривает в качестве

экзогенных переменных особенности стран, в которых действуют и приобретатели, и целевые компании (в частности, институты в этих странах). Отсюда возникают сомнения в универсальности предложенных в главе 5 рекомендаций.

Указанные недостатки не снижают высокой оценки и научной и практической ценности диссертационного исследования и носят в основном рекомендательный характер.

5. Заключение по диссертации

Диссертационное исследование Виноградовой Светланы Сергеевны на тему «Создание ценности в стратегических сделках роста: эмпирический анализ основных факторов (на примере 5 и 6 волн слияний)» является законченной научно-квалификационной работой, в которой содержится решение важной научной задачи формирования механизма повышения стратегической ценности сделок слияний и поглощений для приобретающих компаний. Публикации автора раскрывают основные положения диссертации.

Таким образом, на основе анализа диссертации и публикаций соискателя можно сделать вывод, что диссертация Виноградовой Светланы Сергеевны «Создание ценности в стратегических сделках роста: эмпирический анализ основных факторов (на примере 5 и 6 волн слияний)» соответствует основным требованиям, установленным Приказом от 19.11.2021 № 11181/1 «О порядке присуждения ученых степеней в Санкт-Петербургском государственном университете», а соискатель, Виноградова Светлана Сергеевна, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по научной специальности 5.2.6. Менеджмент. Пункты 9 и 11 указанного Порядка диссертантом не нарушены.

Член диссертационного совета, руководитель департамента менеджмента НИУ ВШЭ – Санкт-Петербург д.э.н., профессор Рогова Елена Моисеевна

08 июня 2022 г.

/Рогова Е.М./

Подпись руки

Рогова Е.М.

Начальник отдела кадров

Л. Н. Возин

