



*Handwritten initials*

Проректор Санкт-Петербургского  
государственного университета по научной  
работе профессор Н.Г. Скворцов

«14.05.2011»

## **ОТЗЫВ ВЕДУЩЕЙ ОРГАНИЗАЦИИ**

**на диссертационную работу Фирсовой Татьяны Евгеньевны на тему:  
«Стратегическое планирование слияний и поглощений с учетом налоговых  
последствий сделки», представленную на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы,  
денежное обращение и кредит.**

**Актуальность темы исследования.** Сделки слияния и поглощения обоснованно считаются одним из перспективных путей совершенствования механизмов корпоративного управления и контроля. Важную роль в данном процессе призвано обеспечить стратегическое планирование сделки с учетом интересов компаний-участниц. Помимо управленческого аспекта разработка стратегии интеграции нацелена на формирование обоснованной справедливой стоимости приобретаемого/реализуемого объекта. Автором исследования правомерно сделан вывод о недооценке налоговых мотивов и, как следствие, налоговых издержек интеграции при осуществлении подобных расчетов. Данный вывод обосновывает необходимость разработки подхода к стратегическому планированию сделки с учетом налоговых последствий интеграции, который предложен автором исследования и представляет особый научно-практический интерес.

Автором справедливо отмечается возросший интерес инвесторов к осуществлению международных слияний и поглощений, что диктует необходимость решения целого ряда проблем, связанных как с применением норм законодательства иностранных юрисдикций, так и следованием сложившейся за рубежом практике реализации подобных сделок.

Необходимость разработки стратегии сделки и ее налоговое структурирование подтверждается результатами эмпирических исследований, а также наработками автора в ходе его профессиональной деятельности.

Комплексный подход к планированию слияний и поглощений с учетом особенностей хозяйственной деятельности участников сделки, а также условий экономической среды в настоящее время не получил должного отражения в научной литературе. В этой связи разработка методологии и методики стратегического планирования сделок с учетом факторов и особенностей ее реализации приобретают особую значимость.

**Степень обоснованности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации,** обеспечивается использованием таких методов исследования как: системный, сравнительный и статистический методы, использование научной абстракции, экономико-математическое моделирование. Предложенная автором структура исследования, а также названия глав и разделов способствуют об индивидуальном подходе автора к реализации заявленных целей и задач исследования.

Анализ рецензируемой диссертационной работы показывает, что выполненное автором исследование вопросов стратегического планирования слияний и поглощений с учетом принципов международного налогового планирования и их адаптации к особенностям российской практики относится к числу первых отечественных трудов по данной теме.

**Достоверность и новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации,** обусловлена использованием последних трудов отечественных и зарубежных экономистов в области теории корпоративных финансов, оценки бизнеса, финансового менеджмента, финансового и инвестиционного анализа, международного налогообложения и налогового планирования, а также работ, посвященных вопросам стратегического планирования и финансовым аспектам осуществления сделок слияния и поглощения. Особый интерес представляет

использование нормативно-правовой базы иностранных юрисдикций, положения которых приводятся в сравнении с нормами российского законодательства в области налогообложения и корпоративных реорганизаций. Выводы автора подкрепляются большим количеством таблиц, рисунков и схем, которые способствуют удачному структурированию материала.

Высокий теоретический и методический уровень диссертационного исследования Фирсовой Т.Е. подчеркивается наличием специфических разделов исследования, посвященных вопросам международного налогового планирования и корпоративных финансов, составленных автором на основании практического опыта работы в данной области.

Результаты исследования апробированы на научно-практических конференциях, внедрены в учебный процесс и в практику, изложены в публикациях, в том числе, одобренных ВАК РФ.

Среди научных результатов, имеющих высокую степень научной новизны и полученные лично автором исследования, можно выделить, в частности, следующие:

1. Выявлена и обоснована взаимосвязь между стратегическим планированием слияний и поглощений и справедливой стоимостью объекта приобретения, а также факторы, оказывающие значительное влияние на эффективность реализации данных сделок. Самостоятельное значение для применения имеет предложенная автором методика разработки стратегии интеграции в рамках трехуровневого подхода (стратегический, тактический, операционный).

2. Выделяя особенности расчета вознаграждения за приобретаемый актив в сделке слияния и поглощения, автор обоснованно обращается к анализу основных методов оценки стоимости участника сделки. Выявленные в ходе исследования преимущества и недостатки традиционных подходов к оценке бизнеса с точки зрения особенностей и целей реорганизации потребовали от автора предложения в качестве альтернативы традиционным следующим методам оценки стоимости приобретаемого актива: опционного; метода дерева

решений; методов стоимостного подхода, основанных на использовании показателей экономической прибыли (EVA, MVA и SVA).

3. Самостоятельное значение в исследовании имеет предложенная автором методика анализа налоговых последствий интеграционных сделок для их участников с учетом особенностей российского и международного налогового законодательства и их влияния на формирование цены на реализуемый/приобретаемый актив. В результате обобщения общих принципов международного налогообложения автором выявлены налоговые аспекты, влияющие на выбор формы сделки с точки зрения продавца и покупателя.

4. Обоснована необходимость структурирования сделок слияния и поглощения с учетом таких аспектов как: выбор юрисдикции и организационно-правовой формы учреждения компании-покупателя, возможность освобождения распределяемой в рамках группы компаний прибыли от налогообложения, использование неденежных форм расчетов по сделке (в частности, обмена акциями), и других. Преимущества налогового планирования сделки, по мнению автора, заключается в возможности соблюдения интересов участников и оптимизации издержек на интеграцию, что в конечном итоге влияет на установление рыночной (справедливой) цены на приобретаемый/реализуемый актив.

Практическая ценность выводов диссертационного исследования состоит в возможности реализации основных положений и результатов диссертационной работы для повышения эффективности налогового планирования слияний и поглощений российскими компаниями за счет выбора более эффективной с налоговой точки зрения структуры сделок. Теоретические положения диссертационного исследования могут быть использованы в учебном процессе в качестве методических материалов при составлении рабочих программ и учебных пособий по курсам «Корпоративное налогообложение», «Международное налогообложение», «Финансовый менеджмент», «Оценка бизнеса».

Все вышеизложенное позволяет считать теоретические и практические результаты диссертации не вызывающими серьезных возражений. Вместе с тем, отмечая актуальность диссертационного исследования, его новизну и значимость для науки и практики, следует высказать ряд замечаний, не снижающих общей ценности работы:

1. По мнению автора, важным аспектом исследования, позволяющим определить содержание какого-либо понятия, правомерно называется разработка классификаций по тем или иным признакам. Подробная классификация сделок слияния и поглощения, составленная автором по ряду критериев, представлена в Приложении 2 (стр.17). По нашему мнению, выводы, которые следуют далее в работе, могут быть расширены за счет анализа положений, вынесенных в приложение и, таким образом, могут быть включены в основной текст работы.

2. Положения и формулы, представленные автором в разделе 2.2 диссертации «Влияние налогового фактора на оценку стоимости компаний - участников сделки слияния и поглощения в рамках планирования стратегии интеграции компаний», носят общий характер и не отражают в полной мере вклад автора в развитие данной проблемы. В этой связи рекомендуется доработать соответствующий раздел исследования таким образом, чтобы указанные расчетные формулы оценки стоимости приобретаемого актива учитывали налоговые аспекты интеграции. Например, на стр. 73 автором правомерно указывается на необходимость корректировки итоговой величины стоимости предприятия, полученной методом DCF, на налоговые издержки интеграции, однако дальнейшие модификации формулы (9) не приводятся.

3. Предложенные автором к рассмотрению на стр.75 показатели полного встречного удовлетворения, совокупной цены приобретения и чистой цены приобретения, представляют интерес в рамках исследования как величины, определяющие величину вознаграждения за приобретаемый актив. Кроме того, автор указывает на практические возможности их корректировки с целью учета налоговых последствий интеграции. В то же время данные

показатели по своему экономическому содержанию отличаются от стоимости объекта приобретения, рассчитанной в рамках традиционных методов оценки бизнеса. В этой связи положения в отношении данных показателей логичнее вынести в приложение или в раздел 2.3. «Стоимостные показатели оценки целесообразности слияния и поглощения» диссертации.

4. Несмотря на наличие в работе современной статистики в отношении сделок слияния и поглощения (стр. 93, 100), с практической точки зрения рекомендуется дополнить проведенное исследование статистикой сделок, которая бы увязывала взаимосвязь между формой сделки и успехом интеграции или иными аналогичными критериями, отвечающими задачам исследования.

5. Теоретическая и практическая значимость исследования может быть усилена за счет включения в работу самостоятельного раздела, демонстрирующего практические аспекты разработки стратегии интеграции с учетом налоговых аспектов. При этом особый интерес могли бы представлять примеры используемых/рекомендуемых автором к использованию на практике внутренних документов (методологий, политик, опросников), которые могут быть включены в приложение к диссертации.

Следует отметить, что данные замечания не снижают теоретической и практической ценности полученных результатов научного исследования. Диссертация логично построена, ее структура и содержание соответствуют цели и задачам исследования. Автореферат и опубликованные работы достаточно полно отражают содержание представленной диссертации.

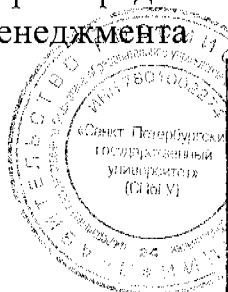
Результаты диссертационного исследования Фирсовой Т.Е. имеют важное практическое значение с точки зрения развития методики стратегического планирования сделок слияний и поглощений с учетом налогового фактора, влияющего на стоимостные характеристики сделки, при этом основные выводы и рекомендации могут быть использованы компаниями для оптимизации процессов разработки стратегии и тактики слияний и поглощений с учетом инструментов международного налогового планирования.

Диссертация Фирсовой Т.Е. выполнена и оформлена в соответствии с предъявляемыми требованиями, представляет собой самостоятельное логически завершенное научное исследование, соответствующее следующим разделам паспорта специальности 08.00.10 – финансы, денежное обращение и кредит: 3.13. Теория, методология, методика финансового планирования на уровне хозяйствующих субъектов; 3.14. Теория, методология и базовые концепции налогообложения хозяйствующих субъектов; 3.17. Исследование зависимости между ценой и налогообложением; 3.18. Концепция налогового консультирования и налоговой экспертизы; 3.19. Теория принятия решений и методы управления финансовыми и налоговыми рисками; 3.27. Финансовая стратегия корпораций.

Таким образом, исследование имеет как теоретическое, так и прикладное значение, что подтверждается наличием соответствующих публикаций автора по теме исследования. В целом исследование отвечает требованиям, сформулированным в п.7 Положения о порядке присуждения ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства РФ № 74 от 30.01.2002 (в редакции Постановления Правительства РФ № 475 от 20.06.2011). Автор диссертации, Татьяна Евгеньевна Фирсова, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Отзыв подготовлен профессором кафедры, д.э.н. Соколовым Б.И. и обсужден на заседании кафедры теории кредита и финансового менеджмента Экономического факультета Федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет» (Протокол № 2 от «12» октября 2011 г.).

Зав. кафедрой теории кредита  
и финансового менеджмента  
д.э.н., профессор



Подпись руки  
*Иванова В.В.*

УДОСТОВЕРЯЮ

специалист  
по кадрам  
*Светлана Трещасова*

13. 10 2011 г.

*В.В. Иванов.*