Григорьева, Светлана Александровна. Влияние диверсификации на стоимость компании на фондовых рынках развивающихся стран : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Григорьева Светлана Александровна; [Место защиты: Нац. исслед. ун-т "Высш. шк. экономики"].- Москва, 2011.- 177 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/2885

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Современные тенденции развития экономики, характеризующиеся усилением конкуренции, глобализацией рынков и концентрацией капитала, обуславливают качественные изменения в системе организации, функционирования и финансового менеджмента компаний. В данных условиях активное развитие получают диверсифицированные компании, ведущие деятельность сразу по нескольким направлениям. Обладая существенной рыночной властью и формируя значительную часть национального выпуска, они создают основу современной экономики многих стран. Сложность внутренней структуры диверсифицированных компаний и системы их хозяйственных связей, а также значимость для экономики требуют исследования влияния диверсификации на приращение стоимости таких компаний. С позиций современной финансовой модели анализа компании, основанной на методологии корпоративных финансов, стоимость выражает финансовый эффект деятельности компании, приращение которого отражает увеличение богатства акционеров и экономики в целом.

Опыт компаний из развитых стран показывает, что чаще всего диверсификация компании достигается путем внешней экспансии за счет слияний и поглощений. В имеющихся эмпирических исследованиях данных сделок выявляются противоположные точки зрения о влиянии диверсификации компании на ее стоимость. В основном эти исследования направлены на изучение диверсификации компаний, функционирующих на развитых рынках капитала. Анализ диверсификации и ее результатов на данных компаний с развивающихся рынков представлен в академических работах недостаточно. Однако именно в условиях развивающихся рынков исследование диверсифицированных компаний и процессов их создания путем приобретений является особенно актуальным. Во-первых, на развивающихся рынках капитала диверсификация является более распространенной формой организации бизнеса, чем на рынках развитых стран. Во-вторых, особенности развития

институциональной среды развивающихся рынков оказывают особое влияние на процессы создания стоимости в диверсифицированных компаниях. В условиях неразвитости рыночных институтов их функции частично могут брать на себя диверсифицированные компании, что может отличать процесс создания в них стоимости по сравнению с компаниями, функционирующими в среде развитого рынка капитала, и приводить к противоречивым результатам диверсификации. Поэтому требуются исследования соотношения выгод и издержек диверсификации именно в условиях данного типа рынков капитала.

Актуальная задача финансового менеджмента, ориентированного на увеличение стоимости компании, не может решаться без исследования и обобщения факторов создания и разрушения стоимости диверсифицированных компаний. Выявление и анализ данных факторов будут способствовать повышению стоимости компаний, следующих стратегии роста посредством диверсификации.

Таким образом, в современных условиях развития экономики актуальным становится исследование влияния диверсификации компании на ее стоимость на фондовых рынках развивающихся стран, а также выявление факторов создания и разрушения стоимости для принятия решений о расширении бизнеса и формировании оптимального бизнес-портфеля диверсифицированной компании.

**Степень разработанности проблемы.**Исследование диверсификации компаний связано в основном с работами зарубежных авторов. К исследованиям, изучающим мотивы и причины диверсификации компаний, относятся работы Б. Вернерфельта, Р. Коуза, С. Монтгомери, Е. Пенроуза, С. Сударсанама, Д. Тиса, О. Уильямсона и др. В разработку методов эмпирических исследований влияния диверсификации на стоимость компаний на развитых рыках капитала существенный вклад внесли работы Ф. Бергера, Дж. Доллея, Л. Ланга, Э. Офека, Р. Стулза, Е.Ф. Фамы и др.

Количественная оценка выгод и издержек диверсификации компаний, действующих на развитых рынках капитала, представлена в исследованиях М.

Бола, Б. Виллалонги, Ж. Вольфа, Д. Грэхема, Ж. Кампа, С. Кедиа, Р. Коммента, М. Леммона, К. Линса, Р. Пала, X. Серваэса, Г. Яррелла. Проблемы перераспределения финансовых ресурсов внутри диверсифицированных компаний раскрыты в работах Л. Зингалеса, Р. Раджана, X. Серваеса, Д. Шарфштайна, X. Шина, Ж. Штайна Р. Шульца и др. В данных трудах наблюдается противоречивость выводов о влиянии диверсификации компаний на их стоимость. Сохраняется дискуссионность в вопросах применяемых методов количественной оценки выгод и издержек диверсификации, оценок величины скидок и премий к рыночной стоимости таких компаний, интерпретации данных о степени диверсификации, на основе которых строятся исследования.

Значительный вклад в исследование влияния диверсификации компании на ее стоимость на развивающихся рынках капитала внесли такие зарубежные специалисты, как М. Бертран, С. Клаессенс, Т. Кханна, Ю. Лу, К. Палепу, В. Рыбкин, Л. Фавер, Ж. Яо и др. Вопросы диверсификации исследовались в работах указанных авторов на данных компаний Индонезии, Малайзии, Индии, Китая, Кореи, Таиланда, Филиппин и Чили.

В российской научной литературе вклад в исследование диверсификации компаний сделали С. Авдашева, А. Батырь, Н. Волчкова, С. Голованова, С. Гуриев, Т. Долгопятова, Я. Паппэ, А. Рачинский, Н. Рудык, Е. Семенкова, А. Шумилов, А. Яковлев и др. В данных работах рассматриваются тенденции диверсификации на российском рынке, преимущества принадлежности к диверсифицированным группам, исследуются вопросы перераспределения финансовых ресурсов внутри данных групп, влияния диверсификации на концентрацию производства отдельных видов продукции и на конкурентоспособность. Однако вопросы влияния диверсификации на стоимость российских компаний практически не раскрыты в имеющихся академических публикациях.

**Целью диссертационного исследования**является выявление влияния различных типов диверсификации компании, функционирующей в условиях развивающегося рынка капитала, на ее стоимость

Для достижения указанной цели в работе поставлены следующие **задачи:**

1. Выявить факторы создания и разрушения стоимости диверсифицированных компаний.
2. Систематизировать существующие методы оценки влияния диверсификации компаний на их стоимость на фондовом рынке и выявить условия и границы их применения.
3. На основе обобщения результатов эмпирических исследований обосновать причины существования противоположных точек зрения о влиянии диверсификации компаний на их стоимость.
4. Развить модель исследования влияния диверсификации компании на ее стоимость для применения на развивающихся фондовых рынках.
5. Провести эмпирический анализ влияния внутренней и международной диверсификации компаний на их стоимость на фондовых рынках наиболее крупных развивающихся стран группы БРИК.
6. Определить влияние связанной и несвязанной диверсификации компаний на их стоимость на развивающихся рынках БРИК;
7. Выявить ключевые факторы создания стоимости компаний стран БРИК, участвующих в сделках диверсификации.

**Объектом исследования**является процесс формирования стоимости публичных компаний четырех ведущих стран с развивающимися рынками капитала - Бразилии, России, Индии и Китая (БРИК), - осуществляющих диверсификацию.

**Предметом исследования**является реакция фондового рынка на объявления о диверсификации компаний с развивающихся рынков капитала.

**Теоретической и методологической основой диссертационного исследования**послужили труды отечественных и зарубежных ученых в области

корпоративных финансов, оценки стоимости компании, в частности по проблемам диверсификации компаний, слияний и поглощений компаний и их влияния на стоимость. Для обоснования выдвинутых в диссертации положений применялись общенаучные методы познания, в том числе контекстный и системный анализ, синтез. Для проведения эмпирического исследования использован метод накопленной избыточной доходности и регрессионный анализ данных.

**Информационная база исследования.**В эмпирической части работы используется сформированный массив данных по сделкам слияний и поглощений с целью диверсификации бразильских, российских, индийских и китайских компаний, созданный на основе баз данных «Зефир» (Zephyr) и «Руслана» (Ruslana) информационного агентства «Бюро Ван Дейк» (Bureau Van Dijk), а также ресурсов информационных агентств «Блумберг» (Bloomberg), «Томсон Рейтере» (Thompson Reuters), ресурсов аналитического журнала «Слияния и поглощения». Для выделения стратегии вертикальной интеграции использовались данные отраслевых балансов американской экономики (The Use Table of Benchmark Input-Output Accounts for US Economy), предоставляемые Бюро экономического анализа (The Bureau of economic analysis).

**Научная новизна диссертации.**К наиболее значимым результатам, полученным в ходе исследования и составляющим научную новизну, относятся следующие:

1. Выявлена система факторов стоимости диверсифицированных компаний, включающая экономические факторы (усиление рыночной власти, эффективное использование ресурсов), финансовые факторы (снижение риска, увеличение кредитоспособности, наличие внутреннего рынка капитала, преумножение агентских конфликтов) и организационно-управленческие факторы стоимости (повышение сложности координации и контроля деятельности диверсифицированных компаний, выбор правильной формы организации их бизнеса).

1. Развита модель оценки влияния диверсификации на стоимость компании, учитывающая особенности развивающихся рынков капитала, состоящие в более низкой информационной эффективности и ликвидности данных рынков, а также высокой концентрации собственности публичных компаний.
2. Доказано положительное влияние внутренней и международной диверсификации компании на ее стоимость на выборке компаний стран БРИК.
3. Установлено, что положительное влияние диверсификации на стоимость компаний стран БРИК не зависит от ее типа - связанной или несвязанной диверсификации.
4. Определены детерминанты создания стоимости в компаниях, участвующих в сделках несвязанной диверсификации (уровень финансового рычага и коэффициент Q Тобина компаний-покупателей) и диверсификации в связанные отрасли (уровень капитальных вложений и количество независимых директоров в составе совета директоров).

**Теоретическая и практическая значимость работы.**Теоретическая значимость работы заключается в выявлении издержек и выгод диверсификации компаний на развитых и развивающихся рынках капитала, а также в разработанной модели оценки влияния диверсификации на стоимость компании на фондовых рынках развивающихся стран.

Практическая значимость заключается в ориентации менеджмента и совета директоров компаний, действующих на развивающихся рынках капитала, на принятие обоснованных решений о росте компании посредством диверсификации. Доказанное в диссертации положительное влияние диверсификации компаний на их стоимость на выборке компаний стран БРИК, а также выявленные факторы роста стоимости обеспечат повышение качества финансового обоснования стратегий диверсификации и формирование оптимального портфеля бизнесов диверсифицированной компании, что в целом будет способствовать улучшению качества финансового менеджмента в компании.

Материалы, результаты и исследовательская модель диссертационной работы внедрены в учебный процесс и используются в практике преподавания курсов магистерского уровня «Корпоративные финансы-2», «Слияния, поглощения и реструктуризация фирмы», а также в рамках научных семинаров «Эмпирические корпоративные финансы» магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» и научных семинаров «Корпоративная финансовая политика» магистерской программы «Корпоративные финансы» факультета экономики НИУ ВШЭ в 2007-2011 годах.

Теоретические положения, модель и полученные в диссертации результаты внедрены в исследования научно-учебной лаборатории корпоративных финансов НИУ ВШЭ и использованы в составе программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ при выполнении темы исследования в 2010 году «Исследования корпоративных финансовых решений компаний России и других стран с развивающимися рынками капитала в условиях глобальной трансформации рынков капитала и становления экономики инновационного типа». Подтверждено справками о внедрении.

**Апробация результатов исследования.**Результаты исследования были представлены автором на семи международных конференциях: XIII международной конференции Глобальной ассоциации исследователей в области бизнеса и бизнес-технологий (Турция, Стамбул, июль 2011); XVIII международной конференции «Бизнес-стратегии и маркетинг в Центральной и Восточной Европе» (Австрия, Вена, декабрь 2010); XI международной конференции ГУ ВШЭ по проблемам развития экономики и общества (Россия, Москва, апрель 2010); XI международной конференции Глобальной ассоциации исследователей в области бизнеса и бизнес-технологий (Чехия, Прага, июль 2009); I международной конференция Евразийского сообщества исследователей в экономике и бизнесе (Турция, Стамбул, июнь 2009); VI международной конференции «Государственное управление в XXI веке: традиции и инновации»

(Россия, Москва, МГУ им. М.В. Ломоносова, май 2008); III международной конференции «Корпоративное управление: проблемы и практика» (Россия, Ульяновск, октябрь 2007).

Положения и результаты диссертации обсуждались на исследовательских семинарах научно-учебной лаборатории корпоративных финансов факультета экономики НИУ ВШЭ.

**Публикации.**Основные положения диссертации отражены в 10 опубликованных работах общим объемом 6,5 п.л. (в том числе авторский объем 4,8 п.л.), из них 3 статьи - в журналах, входящих в Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, рекомендуемых ВАК Минобрнауки России, - 2,8 п.л. (в том числе авторский объем 2 п.л.).

**Структура диссертационной работы.**Диссертационное исследование изложено на 177 страницах (в том числе 14 страниц приложений) и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии, включающей 256 наименований. Диссертация содержит 9 таблиц и 5 рисунков.