

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В. ЛОМОНОСОВА

На правах рукописи

Красильникова Елена Вадимовна

**Стратегии финансирования компаний на стадиях жизненного цикла с
позиции устойчивого развития**

Специальность 5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2024

Диссертация подготовлена на кафедре финансов и кредита экономического факультета МГУ имени М.В. Ломоносова

- Научный руководитель** – *Макарова Светлана Геннадьевна* – кандидат экономических наук, доцент
- Официальные оппоненты** – *Батаева Бэла Саидовна* – доктор экономических наук, профессор, ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», факультет экономики и бизнеса, кафедра корпоративных финансов и корпоративного управления, профессор
- Пеникас Генрих Иозович* – доктор экономических наук, Банк России, департамент исследований и прогнозирования, руководитель проектов
- Теплова Тамара Викторовна* – доктор экономических наук, профессор, ФГАОУ ВО Национальный Исследовательский Университет «Высшая Школа Экономики», факультет экономических наук, базовая кафедра инфраструктуры финансовых рынков, профессор

Защита диссертации состоится «18» июня 2024 г. в 14 часов 00 минут на заседании диссертационного совета МГУ.052.1(08.07) Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Российская Федерация, г. Москва, ГСП-1, Ленинские горы, д. 1, стр. 46, экономический факультет, ауд.П-8.

E-mail: : minfinmgy@inbox.ru

С диссертацией можно ознакомиться в отделе диссертаций научной библиотеки МГУ имени М.В. Ломоносова (Ломоносовский просп., д. 27) и на портале: <https://dissovet.msu.ru/dissertation/2981>

Автореферат разослан «___» _____ 20__ г.

Ученый секретарь
диссертационного совета МГУ.052.1,
кандидат экономических наук

Е.Э. Автухова

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

В настоящее время стратегии финансирования компаний преимущественно направлены на привлечение наиболее доступных источников финансирования, а не на обеспечение долгосрочного устойчивого развития. Несмотря на упрощение получения кредитов и стимулов привлечения заемных средств, *ограниченность в финансировании выступает существенным препятствием для роста и развития современных российских компаний* согласно Всемирному банку¹. Россия занимает низкую позицию по доступности финансовых сервисов, венчурного капитала, особенно для малых и средних компаний согласно Всемирному Экономическому Форуму².

В связи с препятствиями в привлечении капитала, особенно на развивающихся рынках, *на практике компании зачастую используют наиболее доступные на текущий момент источники* – собственные средства, в частности – нераспределенную прибыль. Однако постоянное и преобладающее использование собственных средств повышает риски для собственников, увеличивает требуемую доходность собственного капитала, в конечном итоге, тормозит развитие и рост компаний. В России в 2023 г. доля финансирования основного капитала за счет собственных средств составляет (55,6%); за счет привлеченных средств: бюджетные средства (19,6%), средства вышестоящих организаций (8,8%); банки (8,7%); займы у других организаций (7,1%); эмиссия ценных бумаг – (1-2%)³.

Страны, следующие Парижскому соглашению о климате, не отказываются от поставленных Целей устойчивого развития (ЦУР), несмотря на текущую турбулентность. Финансовыми драйверами достижения ЦУР выступают *устойчивые финансы*: облигации и кредиты направлены на «зеленые», адаптационные, социальные и прочие проекты устойчивого развития. Ставка по таким кредитам может быть снижена в зависимости от результатов компаний в достижении ЦУР, а также – от снижения негативного влияния от деятельности компании на окружающую среду (*Environmental, E*), от социальной политики (*Social, S*), от качества корпоративного управления компанией (*Governance, G*). Внешэкономбанк РФ обосновывает, что для компаний (не обязательно «зеленых») с высокими *ESG* результатами выше шансы привлечь «зеленые» финансы⁴. Агентство MSCI для компаний с высокими *ESG* результатами выявляет сокращение затрат при использовании капитала –

¹ Doing Business. // The World Bank. URL: <https://archive.doingbusiness.org/en/data/exploretopics/getting-credit>
Ограниченность в финансировании – главное препятствие в деятельности для 26% компаний в развивающихся странах, для 15% – в России.

² The Global Competitiveness Report // World Economic Forum. URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2018>

³ Инвестиции в нефинансовые активы // Росстат. URL: https://rosstat.gov.ru/investment_nonfinancial

⁴ ESG-финансы и роль ВЭБ // ВЭБ. URL: <https://veb.ru/files/?file=12a960afd2a81d80890b3511f3a9d18e.pdf>

снижение стоимости собственного и заемного капитала, в особенности на развивающихся рынках⁵. Экономические агенты *понимают ESG как индикаторы устойчивого развития*, которые влияют на финансирование.

С одной стороны, актуальность темы исследования обусловлена практическими проблемами, связанными с финансированием компаний. С другой стороны – вызвана теоретическими пробелами, фрагментарностью и разрозненностью изучения аспектов, влияющих на финансирование компаний.

В научных работах финансирование компании исследуется в основном через концепцию ее структуры капитала – отношение долга к собственному капиталу или активам (прокси-левередж). Однако на решения по финансированию влияют не только финансово-экономические детерминанты, но и нефинансовые. Так, структура собственности и структура Совета директоров характеризуют *особенности агентских отношений* в компании, влияют на финансирование, не являются статичными, меняются на разных *стадиях жизненного цикла*. Изолированно изучаются предпосылки и драйверы улучшения *ESG* результатов компаний.

Ограниченность методических подходов к разработке стратегии финансирования компании в целостности учета взаимосвязей между компонентами стратегии: особенностями агентских отношений, структурой капитала и ESG в контуре устойчивого развития на разных стадиях жизненного цикла усиливает актуальность темы исследования.

Степень научной и практической разработанности темы исследования

Соискатель опирается на широкий спектр теоретических и эмпирических работ по исследованию финансирования компаний, которые преимущественно направлены на изучение структуры капитала. М. Миллер и Ф. Модильяни выявили независимость рыночной стоимости компании от ее структуры капитала.

Введение транзакционных издержек и угрозы устойчивости компании при привлечении заемного финансирования определили *компромиссную теорию структуры капитала* Р. Раджаном и Л. Зингалесом.

Асимметрия информации между инсайдерами (менеджерами, собственниками) и аутсайдерами (кредиторами, будущими инвесторами) компании способствовала развитию *теории иерархии источников финансирования*, использованию внутренних источников в работах Х. Деанжелло, Г. Доналдсона, Р. Мазулиса, С. Майерса и Н. Майлуфа, С. Титмана и Р. Весселс, Дж. Чена, М. Фрэнка и В. Гойяла.

⁵ ESG and the cost of capital // MSCI. URL: <https://www.msci.com/www/blog-posts/esg-and-the-cost-of-capital/01726513589>

Другим направлением изучения причинно-следственных связей с финансированием компаний является *анализ особенностей агентских отношений*. Изучается оппортунизм менеджмента из-за отделения собственности от управления, его влияние в теории агентских отношений А. Берли и Г. Минса и практических работах Р. Мока, А. Шляйфера и Р. Вишны, С. Клаессенса и С. Дианкова, Дж. Макконела и Х. Серваеса. В условиях слабости институциональной среды проблемы менеджера-акционера не являются преобладающими, в отличие от участия государства и роли крупных собственников в работах С.Б. Авдашевой, Т.Г. Долгопятовой, В.Е. Дементьева, Р.И. Капелюшниковой, П.В. Кузнецова и А.А. Муравьева, А.Д. Радыгина и Р.М. Энтова, Е.В. Устюжаниной.

Агентские модели структуры капитала Д. Даймонда, М. Дженсена и В. Меклинга, С. Гроссмана и О. Харта, М. Харриса и А. Равива, Р. Штульца изучают баланс агентских издержек собственного капитала с издержками от увеличения долга как дисциплинирующего фактора.

Особенности агентских отношений и поведенческие характеристики использованы в *поведенческих теориях структуры капитала* М. Бэкера и Дж. Вуглера, Дж. Чена, Н. Делькура, Дж. Грахама и С. Харви.

В работах И.Ф. Иванова, И.В. Ивашковской, М.С. Кокоревой, С.Г. Макаровой, И.В. Никитушкиной, Е.А. Федоровой исследована структура капитала применительно к развивающемуся рынку, к российским компаниям.

Другой аспект изучения финансирования в научной литературе связан с *динамической структурой капитала* Н. Делькура, В. Дробетца, С. Майерса и Н. Майлуфа, Е. Ниворожкина. Также, агентские отношения варьируются на разных стадиях жизненного цикла. Однако в *концепции жизненного цикла организации* И. Адизеса и Л. Грейнера вектор исследований направлен в основном на изучение организационных, но не финансово-экономических характеристик или финансирования компаний.

Исследования В. Дикинсон, М. Горта и С. Клеппера, Д. Лестера и А. Парнелла, Д. Миллера и П. Фрайзера, Ж. Энтони и К. Рамеша дополнены введением *финансовых детерминант стадий жизненного цикла*.

Ю.Е. Благовым С.Н. Бобылевым, Л.С. Кабир, Б.Н. Порфирьевым развиваются научные представления о «зеленой» экономике, ЦУР, ESG. В прикладных работах Р. Бежи, С. Гоула, М. Заид, Н. Кукари, О. Романо и др. определено влияние особенностей агентских отношений на повышение ESG результатов, как индикаторов устойчивого развития. Исследования для российских компаний представлены И. Арай, Б.С. Батаевой, Е.Ю. Макеевой. Но недостаточно исследован вопрос, какие финансовые и нефинансовые *факторы способствуют улучшению ESG результатов* для компаний разного типа, рынка капитала.

Еще один аспект исследования *концепции устойчивых финансов* заключен в снижении стоимости капитала, если у компании высокие *ESG* результаты в работах О. Кордашиа, Е. Купера, А. Хамрони, А. Хоелнора, А. Чен и др. А.Л. Булгаковым и С.Д. Смирновым получено сближение спреда доходности «зеленых» и государственных облигаций. Определена премия за риск «зеленых» облигаций М.Л. Дорофеевым, а также – А.В. Бабкиным и Е.Д. Малевской-Малевич. Получена более высокая доходность для компаний с высокими *ESG* результатами О.В. Ефимовой и М.А. Волковым. Обнаружены связи *ESG* с результативностью компаний О.М. Роговой, Е.А. Федоровой. Однако малочисленны исследования о связи *ESG* со стоимостью и структурой капитала, сопоставление для развитого и развивающегося рынка на примере российских компаний.

Указанные аспекты изучения финансирования значимы для стратегии финансирования, но в научных публикациях они не исследуются в совокупности, что приводит к разрозненным выводам и результатам. *Пробелы в научных работах соискатель обосновывает, прежде всего, отсутствием системного понимания стратегии финансирования компаний.*

Понимание роли и значимости комплекса указанных проблем обусловили выбор объекта, предмета, цели и задач данного исследования.

Объект исследования – современные нефинансовые компании на разных стадиях жизненного цикла.

Предмет исследования – подходы к привлечению финансирования компаниями на различных стадиях жизненного цикла с учетом особенностей агентских отношений с позиции устойчивого развития.

Цель исследования – разработать научно-методический подход к стратегиям финансирования компаний во взаимосвязи структуры капитала с агентскими отношениями, с индикаторами устойчивого развития на разных стадиях жизненного цикла.

Для достижения цели в диссертации поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Разработать научно-методический подход к исследованию и к разработке стратегий финансирования на основе анализа и синтеза установленных ключевых компонентов стратегии финансирования: структуры капитала, особенностей агентских отношений, индикаторов устойчивого развития, стадий жизненного цикла.

2. Определить эмпирически характер влияния особенностей агентских отношений, контрольных факторов на структуру капитала российских компаний. Сопоставить агентские отношения и предпочтительные источники финансирования на стадиях жизненного цикла для крупных, малых и средних компаний.

3. Определить результативность следования компаниями устойчивому развитию при помощи индикаторов *Environmental, Social, Governance (ESG)*. Обосновать и эмпирически выявить влияние особенностей агентских отношений на *ESG* результаты; установить и сопоставить характер влияния на отдельные индикаторы (*E*), (*S*), (*G*) на развитом и развивающемся рынке.

4. Эмпирически установить и сопоставить воздействие *ESG* результатов и (*E*), (*S*), (*G*) на стоимость собственного и заемного капитала для компаний на развитом и на развивающемся рынке. Для российских компаний выявить влияние *ESG* и индикаторов (*E*), (*S*), (*G*) на структуру капитала и источники финансирования. Определить зависимость результатов устойчивого развития *ESG* от стадии жизненного цикла компании. Обосновать и эмпирически установить закономерности перехода компании по кривой жизненного цикла в зависимости от изменения структуры капитала и финансово-экономических факторов.

5. Сформулировать положения по разработке стратегий финансирования компаний, и методику разработки стратегий финансирования с учетом структуры капитала, агентских отношений, индикаторов устойчивого развития *ESG*, стадий жизненного цикла компаний. Обосновать релевантность применения положений и методики для современных нефинансовых компаний.

Научная новизна исследования

Разработанный системно-интеграционный подход к формированию стратегий финансирования компании *углубляет и дополняет научные знания* о стратегии путем установления *взаимных связей между компонентами стратегии*: структурой капитала, агентскими отношениями, индикаторами устойчивого развития *ESG*, стадиями жизненного цикла компаний. На основе развитого подхода сформулирована *методика* разработки стратегий финансирования, особенностью которой является *матрица приоритетных источников финансирования* на разных стадиях жизненного цикла.

Основные результаты диссертации обладают следующими элементами научной новизны:

1. *Разработан методический подход* к формированию стратегий финансирования компаний. *Отличительной особенностью* подхода является идентификация системных взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования (конкретизированы в п. 2 – 4); включение их в положения по разработке стратегии финансирования компаний.

2. *Уточнены различия* в особенностях агентских отношений и финансирования на стадиях жизненного цикла. Для малых и средних компаний на стадии роста привлечение внешних собственников преимущественно обусловлено недостатком собственных средств. Для крупных компаний на стадии роста высокая концентрация собственности – присутствие нескольких крупных собственников вызывает борьбу за контроль, на стадии зрелости – взаимное

сдерживание оппортунизма, что снижает проявление агентских конфликтов. *Дополнены* эмпирически выводы о том, что наличие высокой концентрации собственности и участие государства влияет на структуру капитала: расширяет доступность внешнего финансирования и повышает левередж. Размер Совета директоров \cap -образно влияет на левередж.

3. *Новым вкладом* является обоснование и эмпирическое сопоставление на разных рынках стимулирующего влияния особенностей агентских отношений на следование компаниями устойчивому развитию, определяемому через *ESG* результаты компаний. Рост числа директоров в Совете улучшает экологическую политику и отношение к окружающей среде (*E*) для американских, европейских и российских компаний. Но слишком большое число директоров способно ухудшить экологическую политику (*E*) и качество управления (*G*) для российских компаний. Присутствие женщин в Совете улучшает *ESG*, не только экологическую политику (*E*) и качество управления (*G*), но и социальную политику (*S*). Концентрация собственности повышает *ESG*, особенно способствует улучшению (*G*), но ухудшает социальную политику (*S*) для российских компаний. Государственное участие в собственности снижает *ESG* и понижает (*E*) сильнее, нежели (*S*), для российских компаний.

4. *Новым результатом* является вывод из эмпирического анализа о различном влиянии *ESG* и (*E*), (*S*), (*G*) на снижение стоимости капитала на разных рынках. Улучшение качества управления компанией (*G*) преимущественно способствует снижению стоимости собственного капитала для российских компаний. Улучшение экологической политики и отношения компании к окружающей среде (*E*) приводит к снижению стоимости заемного капитала для российских компаний и компаний на развитом рынке. Получены *новые выводы*: нахождение компании на стадии зрелости повышает шансы улучшить *ESG* по сравнению с нахождением на стадии бурного роста. *Впервые установлены* различия перехода российских компаний на новую стадию жизненного цикла: для малых и средних фирм, при прочих равных, изменение прибыльности преимущественно определяет переход на новую стадию жизненного цикла, для крупных фирм – изменение левереджа и маржи операционной прибыли.

5. По результатам анализа и синтеза исследуемых зависимостей *обоснованы методические положения* к разработке стратегий финансирования компаний, которые в отличие от существующих учитывают определенные в диссертации системные взаимосвязи компонентов стратегии. Особенностью *методики разработки стратегий* является обоснование выбора приоритетных источников финансирования на стадиях жизненного цикла. *Пригодность* методики апробирована для конкретной компании, показана ее релевантность для исследования компонентов стратегии финансирования.

Теоретическая значимость исследования состоит в углублении научных знаний о финансировании компаний на основе развития научного подхода к разработке стратегий

финансирования за счет учета системных взаимосвязей между выделенными компонентами стратегии. Полученные выводы и выявленные закономерности о воздействии особенностей агентских отношений на индикаторы устойчивого развития *ESG*, а также результаты влияния *ESG* на структуру и стоимость капитала, источники финансирования расширяют представления о концепции финансов устойчивого развития.

Практическая значимость исследования состоит в том, что результаты и сформулированные методические принципы разработки стратегий финансирования компаний могут быть использованы в современной практике принятия стратегических финансовых решений.

Выводы о стимулирующем воздействии структуры собственности и Совета директоров на *ESG* результаты компаний, о влиянии улучшения *ESG* результатов на снижение стоимости капитала и рост финансирования могут быть использованы: менеджментом для выработки рекомендаций по следованию устойчивому развитию, банками для уточнения ставок и условий по кредитам, инвесторами для дополнения выбора по инвестированию в ценные бумаги, государственными органами и институтами развития.

Практическая значимость также заключается в использовании менеджментом результатов о предпочтительности источников финансирования на разных стадиях жизненного цикла для принятия решений по привлечению финансирования.

Результаты соискателя могут быть применены в учебных курсах «Корпоративные и устойчивые финансы», «Стратегический и финансовый менеджмент».

Методологическая, теоретическая и эмпирическая база исследования

Применяемый в диссертации подход основан на связанных с темой теориях: корпоративных финансов и концепции структуры капитала, теории жизненного цикла, агентской теории, концепции устойчивого развития. Концептуальную базу разрабатываемых в диссертации методических основ финансирования составили положения общей теории систем.

Соискатель опирается на научные труды российских и зарубежных ученых в журналах «Вестник Московского университета, Серия 6. Экономика», «Корпоративные финансы», «Финансы и кредит», «Applied Financial Economics», «Harvard Business Review», «Financial Management», «Journal of Financial Economics», «Journal of Accounting and Economics», «Journal of Financial and Quantitative Analysis», «Journal of Banking and Finance», «Journal of Finance», «Journal of Business Research», «The Review of Financial Studies» и др.

Исследование основано на применении общенаучных методов: финансового, статистического анализа, сравнительного анализа, системного анализа и синтеза. В диссертации используются современные экономико-математические методы исследований. Построены

модели регрессионного анализа, оцененные методом наименьших квадратов и обобщенным методом моментов, а также логит-модели.

Информационная база исследования сформирована на основе современных открытых данных, полученных из достоверных источников: Федеральной службы государственной статистики, Системы комплексного раскрытия информации, Системы профессионального анализа рынков и предприятий, Bloomberg, Cbonds, Climate Bond Initiative, Fitch, RAEX, Thomson Reuters Eikon (Refinitiv), World Bank, официальной отчетности компаний.

Положения, выносимые на защиту

1. Для комплексного исследования аспектов, связанных с финансированием, развито системное понимание стратегий финансирования компаний. Новым является идентификация ключевых компонентов стратегии финансирования: структуры капитала, особенностей агентских отношений, индикаторов устойчивого развития *ESG*, стадий жизненного цикла; обоснование и учет взаимосвязей между ними, что выступает основой в развитии научно-методического подхода к изучению финансирования.

2. Особенности агентских отношений: структура и концентрация собственности, размер и структура Совета директоров влияют на структуру капитала компании (прокси-переменная левередж). Показано, что исследование таких зависимостей является необходимым для разработки стратегий финансирования в динамике в условии перехода компании по стадиям жизненного цикла в зависимости от размера компаний.

3. Характер агентских отношений в компаниях различен на разных рынках капитала. Для компаний на развивающемся рынке в условиях слабости институциональной среды, концентрация собственности выступает защитой от внешних угроз, является позитивным сигналом о долгосрочной вовлеченности крупного собственника в реализацию стратегий компании; не приводит к агентским конфликтам. Особенности агентских отношений являются нефинансовыми драйверами в следовании компаниями устойчивому развитию. Выявлены различные эффекты их влияния на *ESG* результаты и на (*E*), (*S*), (*G*) для компаний на развитом и развивающемся рынке.

4. Для компаний, улучшающих *ESG* результаты, снижается стоимость собственного и заемного капитала, растет левередж. Определен разный характер влияния отдельных индикаторов (*E*), (*S*), (*G*) на стоимость капитала на развитом и на развивающемся рынке. Для российских компаний индикатор экологической политики и отношения к окружающей среде (*E*) преимущественно способствует снижению стоимости заемного капитала; рост качества управления в компании (*G*) снижает стоимость собственного капитала. При этом, более зрелые компании демонстрируют более высокие *ESG* результаты, нежели на стадии бурного роста. При прочих равных доказано, что траектория изменения левереджа за счет повышения долга

способствует росту крупной компании, но ограничивает нахождение на стадии зрелости, может приводить к спаду. Для малых компаний рентабельность активов и прибыльность влияет на переход на новую стадию жизненного цикла.

5. Результаты исследования взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования компаний, обоснование теоретико-методических положений по разработке стратегии составляют основу предлагаемой методики разработки стратегий финансирования. Представлена матрица источников финансирования с учетом установленных закономерностей. Применение предлагаемой системно-интеграционной концепции к конкретной компании учитывает новые аспекты агентских противоречий, закономерности изменения финансирования на стадиях жизненного цикла, вероятность перехода компании на новую стадию жизненного цикла при изменении левереджа.

Апробация основных результатов исследования

Основные положения диссертации, результаты и выводы доложены более 20 раз и получили одобрение на международных и всероссийских научных конференциях, семинарах. В том числе: международная научная конференция «Ломоносовские чтения», Всероссийский симпозиум «Стратегическое планирование и развитие предприятий», международная научно-практическая конференция «Системный анализ в экономике», международная научно-практическая конференция «Корпоративная социальная ответственность и этика бизнеса», международная научная Ясинская (Апрельская) конференция по проблемам развития экономики и общества, Российский экономический Конгресс, международная конференция «Управленческие науки в современном мире», международный семинар «ESG Transformation: The Challenges for Emerging Capital Markets».

Основные результаты и положения диссертации изложены в коллективной монографии и в 16 публикациях в рецензируемых изданиях, рекомендованных ВАК при Минобрнауки РФ (авт. 14,8 п.л.), из них – 9 публикаций в изданиях, рекомендованных Ученым Советом МГУ имени М.В. Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4. Финансы. Основные положения диссертации опубликованы в журналах «Аудит и финансовый анализ», «Проблемы теории и практики управления», «Финансы и кредит», «Финансовый бизнес», «Экономический анализ: теория и практика» и др.

Степень достоверности результатов исследования

Достоверность полученных результатов базируется на соответствии используемых теоретических положений и методических подходов особенностям объекта и предмета исследования, поставленной цели и задачам. Постановка гипотез, теоретических постулатов и методов анализа выполнена через призму знаний и результатов, полученных в российской и мировой экономической науке. Соискатель критически оценивает возможность их

применения. Обоснованность и достоверность полученных результатов обеспечены использованием соответствующего инструментария: методов систематизации и классификации, аналитических методов, экономико-математического моделирования, корреляционного, регрессионного и статистического анализа.

Обоснованность результатов эмпирического анализа обусловлена применением современных данных, полученных из достоверных источников: официальной статистики, российских и международных баз данных, отчетности компаний. Обоснованность и достоверность результатов подтверждена в ходе обсуждений на конференциях и публикаций в рецензируемых научных журналах.

Соответствие диссертационной работы паспорту научной специальности

Область исследования и полученные в ходе диссертации результаты соответствуют паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы.

п. 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент.

п. 23. Финансовые инвестиции и финансовые инновации. Финансы устойчивого развития. «Зеленые» финансы и экологические инвестиции.

Структура диссертации

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 385 наименований, 8 приложений. Общий объем диссертационной работы составляет 241 страницу, в том числе, 40 таблиц и 33 рисунка в основном тексте.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ РАБОТЫ

В диссертации разработана теоретико-методическая основа концепции финансирования компаний, которая представлена шире, нежели традиционно используемые подходы к изучению влияния финансово-экономических факторов на структуру капитала компаний.

- 1) системно обоснованы и эмпирически выявлены взаимосвязи между существенными компонентами стратегии финансирования: структурой капитала, особенностями агентских отношений, индикаторами устойчивого развития, стадиями жизненного цикла;
- 2) создана методика разработки стратегии финансирования, представлена матрица приоритетных источников финансирования на разных стадиях жизненного цикла компании.

1. Разработан системный подход к исследованию стратегий финансирования компаний, он расширяет научное понимание концепции финансирования и способствует практической реализации.

В научной литературе наблюдается неоднозначное понимание структуры капитала: как стратегическое решение и выбор между долгом и собственным капиталом (Д. Доналдсон); выбор долговой нагрузки (С. Титман); финансовое поведение (М. Франк, В. Гойял); компонент финансовой стратегии, влияющий на стоимость компании (М.С. Кокорева); отражающий соотношение между источниками (Т.В. Теплова).

Методика разработки стратегии финансирования компании предполагает более широкое исследование, чем изучение факторов, влияющих на структуру капитала, определенную через прокси-левередж. Так, особенности агентских отношений и следование устойчивому развитию влияют на финансирование, изменяются на стадиях жизненного цикла. Тем не менее, анализ структуры капитала выступает ключевым компонентом в исследовании и в разработке стратегий финансирования

Разрозненность и фрагментарность изучения аспектов финансирования в научной литературе определяет целесообразность исследования взаимосвязей между существенными компонентами стратегии финансирования компаний.

В общей теории систем А.А. Богданова, Л. фон Берталанфи, *система* (в диссертации это – стратегия финансирования) рассматривается как *комплекс* элементов (компоненты стратегии), *связанных между собой и составляющих целостность системы*, при этом они имеют собственные цели.

На основе системного представления стратегии финансирования компании исследованы и выделены наиболее существенные компоненты стратегии финансирования: *особенности агентских отношений, структура капитала, жизненный цикл, индикаторы*

устойчивого развития ESG, а также установлены взаимосвязи между ними (рис. 1)⁶. Контрольные финансово-экономические факторы включены в базовые предпосылки об их влиянии на финансирование компаний, а также учтены в эмпирическом исследовании.



Рис. 1. Системное представление стратегии финансирования компании на основе взаимосвязей ее компонентов

Источник: разработано соискателем

Далее в автореферате представлено обоснование взаимосвязей между компонентами стратегии финансирования компании:

- Особенности агентских отношений – структура капитала компании (Результат 2.1).
- Особенности агентских отношений – стадии жизненного цикла компании (Результат 2.2).
- Особенности агентских отношений – индикаторы устойчивого развития, измеряемые по ESG результатам (Результат 3).
- Стадии жизненного цикла компании – ESG результаты (Результат 4.1).
- ESG результаты – стоимость и структура капитала компании (Результат 4.2).
- Структура капитала – стадии жизненного цикла компании (Результат 4.3).

⁶ Такие взаимосвязи между компонентами стратегии финансирования наблюдаются для большинства нефинансовых компаний, но с различием характера и силы проявления по типу компаний, развитости рынка, макро/ институциональным условиям.

Под *стратегией финансирования* компании соискатель понимает совокупность долгосрочных решений о финансировании, имеющих долгосрочный характер ⁷ и необратимость последствий. Такие решения предложено базировать на развитых теоретико-методических положениях, сформулированных по результатам обоснования и эмпирического исследования компонентов стратегии, а также – прикладной методике о системности взаимосвязей компонентов стратегии.

Результатом подхода является матрица выбора приоритетных источников финансирования в зависимости от характера и силы указанных взаимосвязей.

2. Обоснован характер влияния особенностей агентских отношений на структуру капитала компании как ключевого компонента стратегии финансирования. Определены и структурированы особенности агентских отношений и источники финансирования на стадиях жизненного цикла с учетом различия для малых, средних и крупных компаний.

2.1. Эмпирически установлено *влияние особенностей агентских отношений*: структуры собственности и структуры Совета директоров *на структуру капитала* российских крупных ⁸ публичных нефинансовых компаний ⁹. Государственное участие в собственности расширяет доступ к заемному финансированию и увеличивает долг к активам – балансовый левередж, прокси-переменная структуры капитала ($BLev = \frac{\text{Долг}}{\text{Долг} + \text{Собственный капитал}}$), но отрицательно связано с рыночным левереджем ($MLev = \frac{\text{Долг}}{\text{Долг} + \text{Рыночный собственный капитал}}$). Российские компании с крупными собственниками – высокой концентрацией собственности используют внутренний собственный капитал, а также активно наращивают долг, что увеличивает левередж. Установлено положительное влияние независимых директоров, нелинейное \cap -образное влияние общего числа директоров в Совете (пороговое значение 13 директоров) на балансовый и рыночный левередж. Рентабельность активов компании отрицательно связана с левереджем. Макроэкономические факторы: рост ВВП обозначает экономическую активность и рост финансирования, что повышает левередж; инфляция характеризует обесценение активов, используются собственные средства, что снижает собственный капитал и повышает балансовый левередж.

⁷ Долгосрочность – ориентация стратегии на будущее. Необратимость – стратегия приводит к новому уровню, не возвращает компанию к прежнему состоянию.

⁸ Размер компании определен по ФЗ № 209.

⁹ Методическая основа: выборка 36 российских крупных публичных нефинансовых компаний с 2015-2020 гг. Источник данных: Thomson Reuters Eikon, Bloomberg, World Bank, Global Innovation Index, отчетность эмитентов.

2.2. Показаны закономерности изменения агентских отношений и предпочтительных источников финансирования в зависимости от размера компании на стадиях жизненного цикла¹⁰.

На стадии «бурного роста»: в крупных компаниях – борьба за контроль между собственниками, выше доступность финансирования, в том числе синдицированные кредиты, облигации, импакт-инвестирование, IPO; в малых и средних – агентские противоречия по развитию фирмы, ниже доступ к финансам, венчурное и бюджетное финансирование, краткосрочные кредиты, краудфинансирование. На стадии «зрелости»: в крупных компаниях – контроль крупными собственниками, снижение долга, долгосрочные инструменты рынка капитала, устойчивые финансы, нераспределенная прибыль; в малых и средних – проблема делегирования менеджменту, использование нераспределенной прибыли, кредитов, IPO.

3. Определены различия агентских отношений на разных рынках капитала. Обосновано, что гармонизация агентских отношений служит нефинансовым драйвером в следовании устойчивому развитию, определяемому через улучшение ESG результатов. Выявлено различное влияние особенностей агентских отношений: структуры и концентрации собственности, структуры Совета директоров на ESG и на отдельные индикаторы (E), (S), (G) для компаний на развитом и на развивающемся рынке.

На основе систематизации отечественных и зарубежных работ установлено, что особенности агентских отношений не являются идентичными для разных рынков и типов компаний. Для российских компаний, действующих в условиях слабости институциональной среды на развивающемся рынке капитала, обоснована позитивная роль концентрации собственности в снижении агентских конфликтов и роль крупного собственника в стратегии.

Представлено соответствие Целей устойчивого развития и ESG результатов компаний. Так, ЦУР по чистоте воды, сохранению экосистем, энергии, климата, ответственности потребления могут быть соотнесены с экологической политикой компании и влиянием от ее деятельности на окружающую среду (E). ЦУР в части достойной работы и экономического роста, здоровья и благополучия связаны с результатами социальной политики компании (S). ЦУР по снижению гендерного неравенства, усилению партнерства, эффективности правовых институтов – качество корпоративного управления (G).

3.1. Структура и концентрация собственности, структура Совета директоров по-разному влияют на индикаторы устойчивого развития ESG, на экологическую

¹⁰ На основе выводов И. Адизеса и Л. Грейнера об организационных факторах на стадиях и анализе соискателя. Подробнее – на рис.21 и табл.23 в диссертации.

политику компании и отношение к окружающей среде (*E*), социальную политику (*S*), качество управления (*G*). На основе панельной выборки российских крупных публичных нефинансовых компаний¹¹ построена модель регрессионного анализа с фиксированными эффектами (Fixed Effect, FE)¹², исследована эндогенность модели (Generalized Method of Moments, GMM)¹³.

$$ESG_{it} = a + b_1 * ESG_{i,t-1} + b_2 * Board_{size_{it}}^2 + b_3 * Independ_{it} + b_4 * State_{it} + b_5 * Own_{concentr_{it}} + b_6 * ROA_{it} + b_7 * CFO_{it} + b_8 * Agency_{cost_{it}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Исследуемая (зависимая) переменная:

ESG_{it} – фактор из базы Thomson Reuters, характеризующий результаты компании в достижении ЦУР;

Независимые переменные:

$ESG_{i,t-1}$ – в году $t-1$; $Board_size_{it}^2$ – размер Совета директоров (квадрат числа директоров); $Independ_{it}$ – число независимых директоров; $State_{it}$ – доля государственной собственности; $Own_concentr_{it}$ – показатель концентрации собственности (индекс Герфиндаля, сумма квадратов долей крупных собственников); ROA_{it} – рентабельность активов; CFO_{it} – операционный денежный поток; $Agency\ cost_{it}$ – доля управленческих и коммерческих затрат к выручке; ε_{it} – случайная ошибка; t – год; i – номер компании.

Построены три дополнительные модели (FE), где зависимыми переменными выступают отдельные индикаторы: *Environmental (E)*, *Social (S)*, *Governance (G)* (табл.1).

Установлено *позитивное значимое влияние концентрации собственности российских компаний на улучшение общего индикатора устойчивого развития ESG*; рост качества управления в компании (*G*); *незначимое – на улучшение экологической политики и отношения к окружающей среде (E)*. Это подтверждает выводы соискателя о стимулирующей роли крупного собственника в стратегиях компании. Однако получено значимое отрицательное влияние концентрации на результаты социальной политики компании (*S*).

Определено *отрицательное значимое влияние государственного участия в собственности на ESG*, на индикатор (*S*), *незначимое – на (E)*. Возможна нелинейность воздействия: государственные компании менее гибко реагируют на рекомендации устойчивого развития.

Выявлено, что *рост числа директоров значимо нелинейно \cap -образно улучшает ESG*, экологическую политику компании и отношение к окружающей среде (*E*). Но чрезмерное

¹¹ Методическая основа: выборка российских компаний (см. сноску 9).

¹² Тест Хаусмана: нулевая гипотеза отвергается (χ^2 статистика $>$ χ^2 крит. значение, $p < 0,05$) выбор модели (FE).

¹³ Эндогенности исследована обобщенным методом моментов (Generalized Method of Moments, GMM). Знаки и коэффициенты соответствуют моделям (FE). Тест Саргана: нулевая гипотеза не отклоняется, $J\ stat. <$ крит. значение, p -value ($p=0,5$); отсутствуют связи переменных с остатками. Нет обратной причинной-следственной связи.

число директоров приводит к различию целей, что снижает эффективность экологической политики и затрудняет управление. Рост числа директоров незначимо улучшает социальную политику в компании (*S*). Получено положительное значимое влияние числа *независимых директоров* на улучшение *ESG* и (*E*), (*S*), (*G*).

Таблица 1. Результаты оценки влияния особенностей агентских отношений на *ESG* результаты российских нефинансовых компаний

Независимые переменные:	Зависимые переменные				
	Результаты достижения компаниями устойчивого развития (ESG)	Отношение к окружающей среде и экологическая политика (Environmental)	Социальная политика компании (Social)	Качество управления в компании (Governance)	
	FE	GMM	FE	FE	FE
ESG (-1) результаты в прошлом году	0,8*** (0,04)	0,26*** (0,08)	0,9*** (0,14)	0,74*** (0,05)	0,76*** (0,05)
Размер Совета директоров ² (Board Size ²)	-0,03* (0,01)	-1,79* (1,02)	-0,009* (0,01)	0,03 (0,01)	-0,02 (0,02)
Независимые директора (Independ)	1,52*** (0,49)	0,78 (0,92)	1,58*** (0,5)	2,18*** (0,5)	2,96*** (0,73)
Доля государственной собственности (State)	-0,07 ** (0,02)	-0,52*** (0,03)	-0,07 (0,02)	-0,05* (0,03)	0,02 (0,03)
Концентрация собственности (Own concentr)	0,09* (0,05)	0,08* (0,07)	0,03 (0,03)	-0,05* (0,03)	0,09** (0,04)
Рентабельность активов (ROA)	-0,17 * (0,08)	-0,19*** (0,03)	-0,11* (0,13)	-0,22* (0,09)	-0,27* (0,11)
Операционный денежный поток (CFO)	4,8 (0,0001)	4,2** (0, 000)	8,5 (0,000)	0,000* (0,000)	7,9 (0,000)
Агентские издержки (Agency cost)	-0,87*** (0,13)	-0,5 (0,21)	-0,13 (0,08)	-0,2** (0,09)	-0,39*** (0,14)
	R ² =0,84	J-stat.=9,5	R ² =0,89	R ² =0,8	R ² =0,82
	F=60 F> Prob (0.000)	prob.=0,5	F=129 F> Prob (0.000)	F=55 F> Prob (0.000)	F=61 F> Prob (0.000)
Количество наблюдений	216				

Примечание: * $p < 0,1$; ** $p < 0,05$; *** $p < 0,01$; в скобках указана стандартная ошибка

Источник: расчеты соискателя по результатам моделирования

3.2. Установлены *различия в характере воздействий структуры Совета директоров на ESG и индикаторы (E), (S), (G) для компаний на развитом и развивающемся рынке капитала*¹⁴.

¹⁴ Методическая основа: выборка 86 крупных публичных американских компаний, 80 крупных публичных европейских компаний с 2008-2021 гг.; 60 японских крупных публичных компаний; 36 крупных публичных российских компаний с 2015-2020 гг. Источник данных: Thomson Reuters Eikon, Bloomberg, отчетность.

1. В европейских и американских компаниях рост числа директоров в Совете преимущественно¹⁵ улучшает экологическую политику компании и отношение к окружающей среде (*E*), в японских – качество управления (*G*).

2. В японских и российских компаниях рост доли женщин в Совете директоров преимущественно способствует улучшению социальной политики (*S*), в американских и европейских – повышению качества управления (*G*).

4. Показан и определен характер обоснованных взаимосвязей между другими компонентами стратегии финансирования: ESG результаты и стадии жизненного цикла компании; ESG и стоимость, структура капитала; структура капитала и стадии жизненного цикла компании.

Финансово-экономические характеристики компании, в том числе структура капитала, различаются на стадиях жизненного цикла. В исследовании соискателем проведена интеграция методик Ж. Энтони и К. Рамеша, В. Дикинсон, Д. Миллера и П. Фрайзен для определения стадий: «медленный рост», «бурный рост», «зрелость», «спад».

4.1. Выявлено, что российские компании¹⁶ на стадии «зрелости» демонстрируют более высокие ESG результаты по сравнению со стадией «бурного роста».

4.2. Установлено *снижение стоимости собственного и заемного капитала при улучшении ESG результатов.*

Для компаний на развитом рынке капитала эмпирически доказано, что улучшение экологической политики (*E*) преимущественно снижает стоимость заемного капитала (затраты компании по используемому долгу), улучшение качества управления (*G*) – стоимость собственного капитала. На развивающемся рынке улучшение (*G*) является определяющим в снижении стоимости, как собственного, так и заемного капитала.

Стоимость капитала снижается также для российских компаний¹⁷, следующих принципам устойчивого развития с высокими ESG результатами. Построены модели с фиксированными эффектами (FE)¹⁸, исследована эндогенность (GMM)¹⁹.

$$r_{e_{it+1}} = a + b_1 * r_{e_{it}} + b_2 * ESG_{it} + b_3 * ESG_{it}^2 + b_4 * beta_{it} + b_5 * ERP_t + b_6 * r_{ft} + b_7 * [EPS_{it}; DIV_{it}] + b_8 * OPM_{it} + b_9 * Mcap_GDP_t + \mathcal{E}_{it} \quad (2)$$

$$r_{d_{it+1}} = a + b_1 * r_{d_{it}} + b_2 * ESG_{it} + b_3 * ESG_{it}^2 + b_4 * OPM_{it} + b_5 * Credit_GDP_t + b_6 * CPI_t + \mathcal{E}_{it} \quad (3)$$

Исследуемые (зависимые) переменные:

¹⁵ Оцененный коэффициент при независимой переменной выше, чем при других независимых переменных.

¹⁶ Методическая основа: выборка российских компаний (см. сноску 9).

¹⁷ Там же.

¹⁸ Тест Хаусмана: нулевая гипотеза отвергается (χ^2 статистика > χ^2 крит. значение, $p < 0,05$) выбор модели (FE).

¹⁹ Знаки и коэффициенты соответствуют моделям (FE). Тест Саргана: нулевая гипотеза для обеих моделей (r_{t+1}) и ($r_{d,t+1}$) не отклоняется J stat. < крит. знач., ($p=0,29$) и ($p=0,9$); отсутствуют связи переменных с остатками. Нет обратной причинно-следственной связи.

r_{eit+1} – затраты на привлечение собственного капитала в году $t+1$;

r_{dit+1} : затраты на привлечение заемного капитала $t+1$;

Независимые переменные:

r_{eit} , r_{dit} – затраты на привлечение собственного и заемного капитала; ESG_{it} – фактор ЦУР; ESG^2_{it} – квадрат переменной ЦУР; β_{it} – мера систематического риска; ERP_t – премия за рыночный риск; r_f – безрисковая ставка; EPS_{it} – чистая прибыль на акцию; Div_{it} – дивиденды к чистой прибыли (введены в модель по очереди); OPM_{it} – маржа операционной прибыли (отношение операционной прибыли к выручке); $Mcap_GDP_t$ – капитализация российских компаний по отношению к ВВП; $Credit_GDP_t$ – выданные кредиты российским компаниям по отношению к ВВП; CPI_t – индекс потребительских цен; ε_{it} – случайная ошибка; t – год; i – номер компании.

Подтвержден вывод о значимом снижении стоимости собственного и заемного капитала при повышении *ESG* результатов и (*E*), (*S*), (*G*) (табл. 2).

Таблица 2. Результаты оценки влияния *ESG* на стоимость собственного и заемного капитала для российских нефинансовых компаний

Независимые переменные:	Зависимая переменная r_{e+1} (стоимость собственного капитала)		Зависимая переменная r_{d+1} (стоимость заемного капитала, долга)	
	FE	GMM	FE	GMM
Стоимость собственного капитала r_e	0,09*** (0,01)	0,09*** (0,01)		
Стоимость заемного капитала (долга) r_d			0,24** (0,12)	0,55*** (0,03)
ESG результаты	-0,06** (0,03)	-0,05* (0,03)	-0,02** (0,009)	-0,05*** (0,01)
ESG ² результаты	-0,001* (0,0004)	-0,0006** (0,0003)	-0,0002** (0,0001)	-0,0001*** (0,0000)
Отношение к окружающей среде (Environmental)	-0,028 (0,02)	-0,04** (0,02)	-0,019*** (0,006)	-0,059*** (0,01)
Социальная политика (Social)	-0,03 (0,02)	-0,006 (0,02)	-0,013* (0,007)	-0,044*** (0,008)
Качество управления (Governance)	-0,04* (0,02)	-0,08*** (0,01)	-0,007 (0,006)	-0,003 (0,006)
Маржа операционной прибыли (OPM)	-3,14 (6,7)	8,29 (2,4)	-3,39* (1,3)	-4,92*** (0,5)
Мера систематического риска (β)	4,97*** (0,04)	5,44*** (0,07)		
Премия за риск (ERP)	0,11* (0,03)	0,11* (0,03)		
Безрисковая ставка (r_f)	0,2 (0,3)	0,38* (0,23)		
Прибыль на акцию (EPS)	-0,57* (0,14)	-0,7*** (0,04)		
Дивиденды (Div)	-0,58* (0,32)	-0,08 (0,07)		
	R ² =0,92	J-statistic=10	R ² =0,78	J-statistic=21
	F=47	Prob.=0,29	F=11	Prob.=0,9
	F> Prob(0.000)	Prob.=0,29	F> Prob (0.000)	Prob.=0,9
Количество наблюдений	216			

Примечание: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$; в скобках указана стандартная ошибка

Источник: расчеты соискателя по результатам моделирования

Улучшение *ESG* для компаний с низкими результатами не способствует снижению стоимости капитала, а для компаний с высокими *ESG* сильнее снижается стоимость капитала (нелинейная \cap -образная связь).

Определен смягчающий эффект улучшения *ESG* в уменьшении систематического риска компании, что способствует снижению стоимости собственного капитала. На снижение стоимости собственного капитала оказывает более сильное влияние повышение качества управления в компании (*G*). На снижение стоимости долга – улучшение экологической политики (*E*).

Улучшение *ESG* повышает балансовый и рыночный левередж компании. В итоге, индикаторы устойчивого развития являются значимыми целевыми ориентирами финансирования.

Макроэкономические факторы: страновая капитализация компаний закономерно отрицательно связана со стоимостью собственного капитала; кредиты по отношению к ВВП – отрицательно со стоимостью долга; а рост инфляции увеличивает стоимость долга.

4.3. Установлены закономерности влияния роста долга (прокси-переменная левередж) и финансово-экономических факторов на движение компании по стадиям жизненного цикла.

Для российских крупных компаний²⁰ построены логит-модели (уравнения 4-6, рис.2.)

Зависимая переменная: $p = F(Z) = \frac{1}{1 + e^{-Z}}$, p – вероятность нахождения компании на стадии жизненного цикла ($p = 1$, если компания находится на новой стадии / $p = 0$ на базовой стадии). Нелинейно определяется как функция Z – комбинация независимых объясняющих переменных.

Независимые переменные: OPM_{it} – маржа операционной прибыли; MC_{it} – капитализация компании; CR_{it} – коэффициент текущей ликвидности (отношение текущих активов к текущим обязательствам); $BLev_{it}$ – балансовый левередж, отношение долга к собственному капиталу; ε_{it} – случайная ошибка; t – год; i – номер компании.

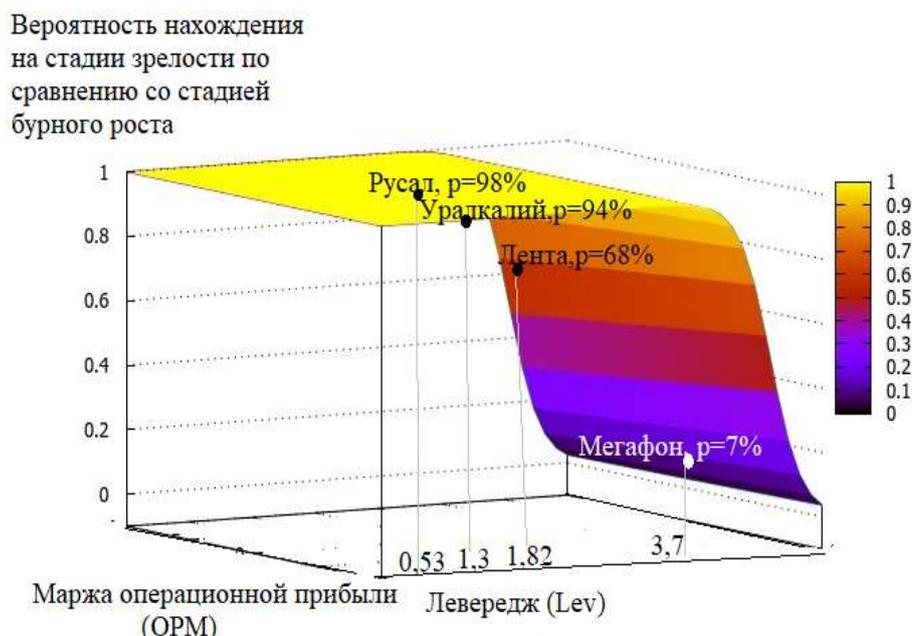
Для каждой модели (уравнения 4-6) на основе производной по вероятности $\frac{dP}{dBlev}$ и средних значений левереджа ($Blev$) рассчитан предельный эффект (рис.2). При прочих равных неизменных переменных, показывает динамику вероятности нахождения компании на новой стадии жизненного цикла по сравнению с базовой стадией при изменении левереджа.

²⁰Методическая основа: выборка 50 российских крупных публичных нефинансовых компаний с 2015-2019 гг., источник данных: Bloomberg, СПАРК, отчетность эмитентов. Эндогенность исследована включением лаговых независимых переменных.



Рис. 2. Влияние роста левереджа на переход компании на новую стадию жизненного цикла
 Источник: построено соискателем по результатам моделирования

При подстановке данных из отчетности за 2022г. на основе уравнения (5) для МКПАО «Русал» рассчитана 98% вероятность нахождения на стадии «зрелости» (на стадии «бурного роста» 2%); для Мегафона 7% – на стадии «зрелости» («бурного роста» 93%). На рис.3. показано трехмерное представление вероятности: рост маржи (OPM) повышает, а рост левереджа (Lev) снижает вероятность нахождения фирм на стадии «зрелости» по сравнению с «бурным ростом».



$$P_{(зрелость/бур.рост)} = \frac{1}{(1+e^{-(4,51+0,02*OPM_{it}-2*lev_{it})})}$$

Рис.3. Трехмерное представление вероятности нахождения компаний на стадии «зрелости»
 Источник: построено соискателем по результатам моделирования

Таким образом доказано, что рост долга оказывает, как стимулирующий, так и ограничивающий эффект в развитии компании.

Результаты оценки логит-моделей для малых и средних российских компаний²¹ выявили: рост рентабельности активов и маржи прибыли повышает вероятность перехода компании со стадии «медленного роста» на стадию «бурного роста», снижает вероятность перехода со стадии «бурного роста» к «кризису».

5. Методические положения по разработке стратегий финансирования компаний обоснованы по итогам эмпирического анализа, предложена методика разработки стратегий финансирования.

В результате обоснованы и эмпирически доказаны концептуальные связи между компонентами стратегии финансирования: *структурой капитала, особенностями агентских отношений, ESG и стадиями жизненного цикла* (рис.1). Например, для российских компаний такая особенность агентских отношений, как наличие крупных собственников смягчает агентские конфликты, инициирует следование устойчивому развитию и рост *ESG* (Результат 3.1), а также – способствует повышению долговой нагрузки, леввереджа (Результат 2.1). При этом, более высокие *ESG* результаты наблюдаются для зрелых компаний (Результат 4.1). В свою очередь, высокие *ESG* результаты определяют снижение стоимости – затрат на капитал и рост леввереджа (Результат 4.2.). При прочих равных финансовых результатах, рост леввереджа активизирует развитие компании, ускоряет переход со стадии «медленного роста» → на стадию «бурного роста», тормозит переход со стадии «бурного роста» → на стадию «зрелости», приводит со «зрелости» → к «спаду» (Результат 4.3).

Обоснованность и системность установленных зависимостей используется в формулировке теоретико-методических положений, в разработке методики стратегий финансирования²² и матрицы источников финансирования, а также в применении на практике. На примере МКПАО «Лента»²³ представлена методика разработки стратегии финансирования. Сначала определяется потребность компании в привлечении финансирования, отрасль, размер компании.

Шаг 1. Определение стадии жизненного цикла компании (табл. 3).

Определение стадий «Ленты» по методике Ж. Энтони и К. Рамеша затруднительно.

²¹ Методическая основа: выборка 80 малых и средних российских компаний Москвы с 2015-2019 г. Источником данных: СПАРК, отчетность эмитентов. Вместо стадии спада – кризис.

²² Рис.23 в диссертации–концептуальные основы финансирования, рис.30–в общем виде методика разработки стратегий финансирования.

²³Рис. 31 и 32 в диссертации – детально показана методика разработки стратегии финансирования «Ленты».

Таблица 3. Позиции МКПАО «Лента» на стадиях жизненного цикла согласно традиционным методикам и расчетам соискателя на основе логит-моделей

Характеристики жизненного цикла	Стадии жизненного цикла					
	Методика Ж. Энтони и К. Рамеш					
	Данные «Ленты»	Рост	Зрелость			Спад
Рост продаж	6%	Высокий	Средний			Низкий
Расходы на основной капитал	3%	Высокие	Средние			Низкие
Дивиденды	Нет	Низкие	Средние			Высокие
Возраст	30	Низкий	Средний			Высокие
Выводы	Определение нахождения Ленты на стадии жизненного цикла затруднительно					

Источник: составлено соискателем на основе исследования и расчетов

По методике В. Дикинсон «Лента» находится на стадии «роста» по знакам денежных потоков.

Таблица 3. Продолжение

	Методика В. Дикинсон							
	Зарождение	Рост	Зрелость	Турбулен- тность 1	Турбуле- тность 2	Турбулент- ность 3	Спад 1	Спад 2
Денежный поток от операционной деятельности	-	+	+	-	+	+	-	-
Денежный поток от инвестиционной деятельности	-	-	-	-	+	+	+	-
Денежный поток от финансовой деятельности	+	+	-	-	+	-	+	-
Выводы	Лента находится на стадии «роста» жизненного цикла. Но знак потока от финансовой деятельности часто изменяется, что определяет краткосрочность изменения нахождения на стадии «роста» и на стадии «зрелости»							
Методика соискателя на основе построенных логит-моделей								
	Медлен- ный рост	год	Бурный Рост	Зрелость			Спад	
Вероятность нахождения на стадии жизненного цикла	Низкая вероятно- сть	2015	74%	26%			Низкая вероятность	
		2021	53%	47%				
		2022	32%	68%				
Выводы	Подтверждена вероятность нахождения компании на стадии «бурного роста» (в условии роста леввереджа) и на стадии «зрелости» (в условии снижения леввереджа)							

Источник: составлено соискателем на основе исследования и расчетов

На основе логит-модели (уравнение 5) и данных отчетности определена вероятность нахождения «Ленты» на стадии «бурного роста»: 74% в 2015г., 53% в 2021 г., 32% в 2022 г.

Шаг 2. Анализ влияния особенностей агентских отношений и финансовых показателей на структуру капитала на стадиях жизненного цикла.

Для компаний, действующих в слабой институциональной среде, ранее доказано, что наличие крупных собственников повышает шансы на привлечение заемного финансирования, например, кредитов банков, а наличие государства – бюджетного финансирования. Для

компании «Лента» на стадии «медленного» роста в силу ограниченности собственных средств привлечен иностранный частный инвестор. Это расширило доступ к внешнему заемному зарубежному финансированию – крупные кредиты иностранных банков, леввередж стал выше среднего по отрасли ($Blev=2,2$). На стадии «бурного роста» привлечены иностранные директора, рост заемного финансирования. В настоящее время 82% акций аккумулированы у крупного отечественного стратегического собственника, леввередж снижался до 2023г. Доля долгосрочного долга к общему долгу: 44,8%, краткосрочного долга: 19,5%, аренды: 35,7%.

Шаг 3. Влияние факторов на ESG.

Гармонизация агентских отношений – нефинансовый драйвер в следовании устойчивому развитию и улучшению ESG. Ранее доказано, что присутствие независимых директоров и женщин в Совете, наличие крупных собственников, при прочих равных финансовых результатах, усиливает следование компанией ЦУР и улучшает ESG. В 2021 г. в «Ленте» 4 директора в Совете, в том числе – 1 женщина. В 2022 г. состав Совета не раскрывался. Но для «Ленты» ESG результаты хуже по сравнению с конкурентами. НРА²⁴ ESG-рэнкинг «Ленты» составляет 0.53; «Магнита» – 0.88; X5 Retail Group – 0.83. Эксперт РА:²⁵ ESG-рэнкинг «Ленты» равен 0.35; X5 Retail Group – 1.8.

Шаг 4. Влияние индикаторов ESG на стоимость и структуру капитала.

Для компаний на развитом и развивающемся рынке установлено снижение стоимости собственного и заемного капитала при улучшении ESG. Но для «Ленты» наблюдаются низкие ESG результаты, а в структуре финансирования отсутствуют инструменты устойчивых финансов. Российские компании ритейла не осуществляли выпуск устойчивых облигаций и привлечение ESG кредитов.

Шаг 5. Переход компании на новую стадию жизненного цикла.

Развитие компании происходит итерационно. В зависимости от величины структуры капитала, отклонения от целевой ($Lev \rightarrow Lev^*$)²⁶, целей менеджмента и собственника, позиции компании на стадии жизненного цикла, построена матрица приоритетных источников финансирования²⁷. На стадии «медленного роста» «Ленты» используются «быстрые» средства собственников, которых недостаточно, и более «медленные» синдицированные кредиты иностранных банков. На стадии «бурного роста» «Ленты» проводится вторичное размещение

²⁴ ESG-Рэнкинг российских компаний потребительского сектора и сектора нефинансовых услуг // URL: <https://www.ranational.ru/renkingi/esg-rjenkingi-rossijskih-kompanij-potrebitelskogo-sektora-i-sektora-nefinansovyh-uslug/>

²⁵ Отраслевые рэнкинги ESG // URL: <https://raexpert.ru/rankingtable/esg/2023/tab2/>

²⁶ Скорость приспособления текущей структуры капитала к целевой – возврат структуры капитала к равновесию при отклонении. Высокая скорость – возможность использовать более «медленные» источники и наоборот. Скорость приспособления увеличивается по мере развития компании (табл.37 в диссертации). Введение переменных ESG повышает скорость.

²⁷ Рис.30.3. в диссертации – детально показаны и обоснованы предлагаемые источники финансирования на стадиях.

акций (SPO), что не размывает собственность и является «медленным» инструментом, выпуск облигаций, но снижение долга, выплачиваются проценты.

На основе логит-моделей и расчета производной (уравнение 5), подстановки данных за 2022г. из отчетности выявлено: при увеличении левереджа ($B_{lev}=1,82$) вероятность перехода компании «Лента» со стадии «бурного роста» на стадию «зрелости» снижается на 43%:
$$f\left(z(\overline{lev})\right) * \beta_{lev} = \frac{e^{-z}}{(1+e^{-z})^2} * (\beta_{lev}) = \frac{0,46}{(1+0,46)^2} * (-2) = - 0,43.$$
 То есть, снижение левереджа эмпирически определяет нахождение на стадии «зрелости».

Это соответствует объявленной стратегии компании о поддержании долговой нагрузки на уровне стратегических приоритетов. Но в 2023г рост долга ($B_{lev}=2,6$). Хотя согласно генеральному директору «Ленты», приоритет – снижение долговой нагрузки, удержание левереджа ($B_{lev}^*=1,5$) на среднеотраслевом уровне, обслуживание текущего долга и выплата процентов. В результате, полученные соискателем оценки о приоритетности снижения долговой нагрузки для перехода на стадию «зрелости» подтверждаются действиями менеджмента компании на практике. Изучение взаимосвязей компонентов стратегии показало закономерности изменения финансирования и агентских отношений «Ленты».

Общий вывод. Развиваемый в диссертации системный подход к разработке стратегий финансирования в новом теоретико-методическом ракурсе позволяет решить проблему фрагментарности и разрозненности в изучении аспектов финансирования компаний. Подход не ограничен решением задачи выбора лучшего соотношения долга к собственному капиталу или активам, расширен представлениями о финансировании, поскольку приняты во внимание взаимосвязи между существенными компонентами стратегии: структурой капитала, особенностями агентских отношений, индикаторами устойчивого развития *ESG*, стадиями жизненного цикла.

В диссертации обосновано и эмпирически доказано стимулирующее влияние особенностей агентских отношений на повышение левереджа и на улучшение *ESG*. Если компания демонстрирует высокие *ESG* результаты, то для нее снижается стоимость собственного и заемного капитала, растет долг и капитализация, изменяется структура капитала – увеличивается левередж. Доказано, что при прочих равных финансово-экономических результатах, рост левереджа на стадии «медленного роста» ускоряет переход компании на стадию «бурного роста»; но слишком высокий левередж ограничивает переход компании со стадии «бурного роста» на стадию «зрелости»; рост левереджа на стадии «зрелости» приводит компанию к «спаду».

На основе системного подхода к финансированию представлена пошаговая методика разработки стратегии финансирования, которая применима для большинства нефинансовых

компаний. Таким образом, цель исследования достигнута, все задачи решены. Дальнейшее исследование направлено на развитие методологии и модификацию концепции финансов устойчивого развития.

III. СПИСОК ОСНОВНЫХ РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ СОИСКАТЕЛЕМ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

**Публикации в изданиях, рекомендованных Ученым советом МГУ имени М.В.
Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4.**

Финансы

1. Красильникова Е.В. Способы корректировки оценки стоимости компании с учетом факторов собственности и ликвидности // Аудит и финансовый анализ. – 2010. – № 6. – С. 116-133. (2 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,250)
2. Красильникова Е.В. Подход к формированию структуры капитала российскими компаниями с учетом агентских особенностей // Финансы и кредит. – 2013. – № 6 (534). – С. 74-84. (1 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,460)
3. Красильникова Е.В. Поведенческие особенности и конфигурация управления в высокотехнологичных компаниях // Проблемы теории и практики управления. – 2014. – № 1. – С. 56-63. (0,7 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,618)
4. Красильникова Е.В. Никитушкина И.В. Финансирование в малых и средних фирмах: факторы, связи, оценки // Аудит и финансовый анализ. – 2015. – № 5. – С. 235-243. (1,2 п.л./авт. 0,7 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,250)
5. Красильникова Е.В. Устойчивый рост компании: связь концепций жизненного цикла и финансово-экономических факторов, моделирование вероятности // Экономический анализ: теория и практика. – 2017. – Т. 16. – № 8 (467). – С. 1400-1419. (1,1 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,868)
6. Красильникова Е.В. Совершенствование финансовых механизмов стимулирования инновационных предприятий в нестабильной среде // Аудит и финансовый анализ. – 2017. – № 3-4. – С 231-242. (0,9 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,250)
7. Красильникова Е.В. Исследование особенностей корпоративных отношений, стратегий, этапов жизненного цикла и связей между ними // Экономический анализ: теория и практика. – 2018. – Т. 17. – № 4 (475). – С. 704-721. (1 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,868)
8. Красильникова Е.В. Стратегии финансирования компаний: проблемы управления капиталом и агентскими отношениями как ключевыми подсистемами стратегий // Проблемы теории и практики управления. – 2018. – № 4. – С. 101-109. (0,9 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,618)

9. Красильникова Е.В. Влияние структуры собственности и Совета директоров на результативность, финансирование, Environmental, Social, Governance // Финансы и кредит. – 2023. – Т.29. – №10 (838). – С.2292-2313. (1,2 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,460)

Иные публикации в рецензируемых журналах, рекомендованных ВАК при Минобрнауки РФ

10. Красильникова Е. В. Возможности и ограничения стоимостных оценок в принятии инвестиционных решений в России // Финансовый бизнес. – 2013. – № 3 (164). – С. 15–23. (0,8 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,361)

11. Красильникова Е.В. Разработка индекса устойчивого развития компании на основе анализа корпоративных особенностей и перспектив роста с учетом внутрифирменных и макроэкономических факторов // Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 12-1 (77). – С. 786-792. (0,5 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,262)

12. Krasilnikova E.V. Sustainable corporate growth: relationship between life cycle concepts and financial and economic factors, probabilistic modeling // Дайджест-финансы. – 2017. – Т. 22. – № 4 (244). – С. 425–436. (0,9 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,467)

13. Красильникова Е.В. Усовершенствование исследования агентских отношений на основе применения методов нечеткой логики // Экономика и управление: проблемы и решения. – 2018. – Т. 7. – № 5. – С. 138-143. (0,4 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,408)

14. Krasilnikova E.V. Agency problems and transfer along life cycle for Russian enterprises // Экономика: вчера, сегодня, завтра. – 2020. – Т. 10. – № 3-1. С. 25-32. (0,6 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,429)

15. Никонова А.А., Красильникова Е.В., Иванова О.П. Экосистемное мышление в стратегировании экономики // Beneficium. – 2022. – № 1(42). – С. 74-84. (1,2 п.л./авт. 0,3 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,811)

16. Красильникова Е.В. Финансовый анализ в компаниях: законные способы манипулирования и влияние на раскрытие ESG-информации // Финансовый бизнес. – 2022. – № 10 (232). – С. 144-149. (0,8 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,361)

Коллективная монография

17. Красильникова Е.В. Влияние типа агентских конфликтов на формирование структуры капитала на российском рынке // Никитушкина И.В., Макарова С.Г. Структура капитала корпорации: теория и практика. Монография. М.: Изд-во Проспект. – 2016. – С. 112. (8 п.л./авт. 1 п.л.)