

МОСКОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ
имени М.В. ЛОМОНОСОВА

На правах рукописи

Короткова Яна Игоревна

**Внутренний рынок капитала как инструмент смягчения
финансовых ограничений в отношении компаний бизнес-группы**

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

Научные руководители – **Черкасова Татьяна Николаевна,**
кандидат экономических наук, доцент

Гуров Илья Николаевич,
доктор экономических наук

Официальные оппоненты – **Ивашковская Ирина Васильевна,**
доктор экономических наук, профессор, Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный Исследовательский Университет «Высшая Школа Экономики», руководитель Школы финансов Факультета экономических наук, заведующая научно-учебной лабораторией корпоративных финансов

Львова Ольга Александровна,
доктор экономических наук, доцент, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова», Факультет государственного управления, кафедра финансового менеджмента, профессор

Тютюкина Елена Борисовна,
доктор экономических наук, профессор, Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение высшего образования «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Факультет экономики и бизнеса, кафедра корпоративных финансов и корпоративного управления, профессор

Защита диссертации состоится «03» декабря 2024 г. в 14 часов 00 минут на заседании диссертационного совета МГУ.052.1 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-4.

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/3110>.

Автореферат разослан «___» _____ 20__ г.

Ученый секретарь
диссертационного совета МГУ.052.1,
кандидат экономических наук

Е.Э. Автухова

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования. Необходимым условием стабильной деятельности и развития любой компании является широкий доступ к финансовым ресурсам. В соответствии с Указом Президента РФ «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года» от 07.05.2024 №309, для достижения национальной цели «Устойчивая и динамичная экономика» к 2030 году предусматривается рост объема инвестиций в основной капитал не менее чем на 60 процентов по сравнению с уровнем 2020 года. Выполнение этой задачи налагает высокие требования к финансовой обеспеченности российского бизнеса. Востребованность источников долгосрочного финансирования усиливают и трансформационные проекты, нацеленные на достижение технологической независимости и модернизации экономики¹.

В финансировании инвестиций отечественных компаний доминирующую роль играют собственные средства, однако при этом российские промышленные предприятия указывают в качестве основного барьера для роста инвестиций недостаток собственных средств². Введенные в последние годы «беспрецедентные санкционные ограничения в финансовой и экономической сфере»³ против российских компаний при недостаточной для полноценного обслуживания потребностей российской экономики глубине финансовой системы России, признаваемой Банком России⁴, актуализируют задачи поиска и использования инструментов смягчения финансовых ограничений для отечественного бизнеса. Компании, входящие в состав бизнес-групп, с этой целью могут использовать внутренние рынки капитала своих групп.

Мировой опыт последних десятилетий свидетельствует, что активное экономическое и институциональное развитие как развивающихся, так и развитых стран не только не подрывает деятельность бизнес-групп, но и сопровождается усилением экономической роли интегрированных структур. Это справедливо и для российской экономики. По мнению отечественных исследователей, на фоне меняющейся приоритизации развития частного бизнеса и государственного сектора для обеспечения экономического роста страны, именно финансово-промышленные группы оказывают устойчиво преобладающее воздействие на экономическое

¹ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов. М. 2023. С. 9.

² Карлова Н., Пузанова Е., Богачева И. Почему промышленные предприятия не инвестируют: результаты опроса. Аналитическая записка, январь 2020 // Банк России. 2020. С. 3.

³ Российская экономика в 2022 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 44) / [Под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Мау В.А., д-ра экон. наук Радыгина А.Д., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2023. С. 9.

⁴ Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2022 год и период 2023 и 2024 годов // Центральный банк Российской Федерации. 2021. С. 19

развитие России⁵. При ограниченности внешнего финансирования перераспределение финансовых средств на внутренних рынках капитала бизнес-групп позволяет финансировать обширные инвестиционные программы компаний-участников, а также развитие новых фирм, создаваемых в рамках групп, обеспечивая в итоге успех многих быстрорастущих российских компаний («газелей»)⁶.

Вместе с этим необходимо отметить недостаточную разработанность вопросов о факторах и масштабах использования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп, особенностях привлечения на эти рынки средств внешних инвесторов и их дальнейшего перераспределения. Все отмеченные выше аспекты и обуславливают актуальность настоящего исследования.

Степень разработанности темы исследования. Начиная с 1970-х годов вопросы интеграции компаний стали объектом внимания все возрастающего числа исследователей. Вопросы, связанные с финансовыми мотивами интеграции, стали актуальными под влиянием работ Н.Леффа, В.Г.Левеллена, Дж.Штайна, Д.Шарфштайна, Р.Раджана, Г.Серваеса и Л.Зингалеса, Т. Ханна, Дж.Мацусака и В.Нанда. Среди отечественных исследователей большой вклад в понимание интеграционных процессов и функционирования бизнес-групп внесли С.Б.Авдашева, Ю.Б.Винслав, Я.С.Галухина, В.В.Голикова, Е.С.Гордеева (Антипина), В.Е.Дементьев, Т.Г.Долгопятова, Я.Ш.Паппэ, Е.В.Устюжанина, А.А.Яковлев. Проблемы формирования инвестиционной стратегии холдингов были предметом исследований Д.А.Бродского, А.Д.Касатова, Е.А.Хантуевой. Моделированию денежных потоков холдинга посвящены работы А.М.Димитриева, М.А.Халикова. Подходы к измерению стоимостных эффектов финансовой синергии в холдингах разрабатывались Е.Е.Григориади и И.В.Ивашковской, а подходы к их реализации – А.Н.Кулеминым.

Мотивы использования внутреннего рынка капитала бизнес-групп анализировались в рамках нескольких направлений исследований. Большой вклад в формирование и тестирование гипотезы вывода активов на внутреннем рынке капитала внесли С.Джонсон, Р.Ла Порта, Ф.Лопез-де-Силанез и А.Шляйфер. Гипотезу «спасения слабых предприятий» (propping) разрабатывали Э.Фридман, Т.Миттон, Г.Бае, М.Бертран, Дж.Канг, П.Мехта, С.Мулайнатан, Й.Риянто, Л.Тулсема, Ю.Чеонь. Факторы распределения финансовых ролей компаний на внутреннем рынке капитала бизнес-групп исследовались в работах Р.Гопалана, В.Нанды, А.Серу, Д.Бучука, Б.Ларрейна, Ф.Муньоа, Ф.Урзуа, Г.Цзян, Ч.Ли и Х.Юэ.

⁵ Российская экономика в 2018 году. Тенденции и перспективы. (Вып. 40) / [В. Мау и др.; под науч. ред. д-ра экон. наук Кудрина А.Л., д-ра экон. наук Синельникова-Мурылева С.Г.]; Ин-т экон. политики имени Е.Т. Гайдара. – Москва: Изд-во Ин-та Гайдара, 2019. С. 30

⁶ Юданов А.Ю., Яковлев А.А. «Неортодоксальные» быстрорастущие фирмы-«газели» и порядок ограниченного доступа // Вопросы экономики. 2018. № 3. С. 80–101.

Понятие финансовых ограничений компаний и подходы к их эмпирическому анализу были предметом исследований С.Фаззари, М.Эти, Р.Хуббарда, Б.Петерсена, А.Блиндера, Дж.Потербы, С.Каплана, Л.Зингалеса, С.Кумара, К.Ранджани и других.

Влияние внутреннего рынка капитала на инвестиционное поведение компаний – участников бизнес-групп стало предметом анализа в трудах Т.Хоши, А.Кашьяпа, Д.Шарфштайна, М.Делуфа, Л.Лэвена, Э.Перотти, С.Гелфера, А.Готье, М.Хамади, Р.Джорджа, Р.Кабира, Цз.Цянь и других. Среди отечественных исследований необходимо отметить работы Н.А.Волчковой, исследовавшей чувствительность сбережений к денежным средствам компаний-участников российских интегрированных бизнес-групп на рубеже XX–XXI веков, а также Е.А.Хантуевой, тестировавшей влияние денежного потока бизнес-групп на инвестиции крупнейших российских компаний в 2006–2011 годах. М.С.Крылова, Т.В.Теплова, В.А.Черкасова исследовали влияние ряда факторов на инвестиционное поведение российских компаний, однако участие фирм в бизнес-группах и их вовлеченность во внутригрупповые кредитные операции при этом не учитывались.

Результаты проведенного анализа научных источников свидетельствуют о наличии значительного круга работ, посвященных эффектам функционирования внутренних рынков капитала бизнес-групп, включая его влияние на интересы различных стейкхолдеров и экономическую стоимость. Вместе с тем недостаточно изученными остаются аспекты, связанные с проблемой выбора между альтернативными механизмами финансирования, доступными компаниям-участникам бизнес-группы, целесообразностью использования ресурсов внутреннего рынка капитала бизнес-группы для финансирования инвестиций в условиях финансовых ограничений. Это обусловило выбор цели и задач исследования.

Цель диссертационного исследования состоит в выявлении и научном обосновании направлений воздействия внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на финансовую обеспеченность компаний-участников.

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

- 1) Выявить факторы возникновения у компании финансовых ограничений, учет которых позволит определить направления их смягчения;
- 2) Разработать теоретико-методологический подход к исследованию функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы как инструмента смягчения финансовых ограничений компаний-участников;
- 3) Охарактеризовать практику финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях международных санкций и роль внутренних рынков капитала групп в поддержании инвестиционной активности их участников;

4) Провести сравнение внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компании-участника бизнес-группы;

5) На основе предложенного теоретико-методологического подхода к исследованию внутреннего рынка капитала бизнес-группы выделить факторы, обуславливающие целесообразность использования внутригрупповых займов для финансирования инвестиционных проектов компаний группы, и оценить их эмпирическую значимость.

Объект исследования – внутренний рынок капитала бизнес-группы как система движения финансовых ресурсов между компаниями-участниками группы.

Предмет исследования – влияние внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп на доступность финансовых ресурсов для аффилированных компаний.

Научная новизна исследования. В диссертации разработан и обоснован функционально-затратный подход к сравнению внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компаний группы. Предложенный подход углубляет и дополняет научные знания и практические представления о причинах, относительных преимуществах и недостатках применения этих финансовых механизмов в бизнес-группах. Научная новизна раскрывается в следующих результатах исследования:

1. На основе *систематизации* несовершенств финансовых рынков *выявлены* факторы возникновения у компании финансовых ограничений. *Показана* непосредственная зависимость финансовых ограничений компании от величины транзакционных издержек механизма финансирования, что позволило взять минимизацию транзакционных издержек за критерий выбора механизма финансирования.

2. *Разработан* теоретико-методологический подход к исследованию функционирования внутреннего рынка капитала как инструмента смягчения финансовых ограничений в отношении компаний группы. На основе различных теорий (теории асимметрии информации, агентской и компромиссной теорий) *раскрыт* механизм функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы и его возможные последствия, реализующиеся либо в создании, либо в разрушении стоимости.

3. Комплексно *охарактеризована* практика финансирования ведущих российских бизнес-групп в период с 2014 по 2023 год. *Показана* динамика и характерные особенности привлечения российскими группами финансовых ресурсов с международных и внутренних финансовых рынков и их последующего внутригруппового перераспределения. *Эмпирически установлено* положительное влияние функционирования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на инвестиционную активность компаний-участников.

4. *Предложен и реализован функционально-затратный подход к сравнению фондового рынка, кредитного рынка и внутреннего рынка капитала бизнес-группы как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компании-участника бизнес-группы. Результатом является система показателей финансовых затрат, соответствующих этим механизмам финансирования, на основе которой контролирующее лицо осуществляет выбор наименее затратного из них.*

5. *Были идентифицированы параметры компаний и инвестиционных проектов, обуславливающие целесообразность использования внутригрупповых займов для финансирования инвестиционных проектов компаний группы. Сопоставление обозначенных параметров с факторами кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп, выявленными в рамках проведенного эмпирического исследования, позволило апробировать предложенный автором функционально-затратный подход для целей смягчения финансовых ограничений компаний.*

Теоретическая значимость работы состоит в углублении и дополнении научных знаний о причинах, преимуществах и недостатках использования внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компаний группы.

Практическая значимость работы. Разработанная автором концептуальная модель выбора способа финансирования компании-участника бизнес-группы применима для использования в практической деятельности финансовых менеджеров при оценке целесообразности использования внутреннего рынка капитала группы для финансирования компаний-реципиентов и инвестирования свободных средств компаний-сберегателей. Результаты диссертационного исследования также могут быть использованы государственными органами при разработке мер по повышению доступности финансовых ресурсов для реального сектора экономики.

Методологическая, теоретическая и эмпирическая базы исследования

Теоретическую основу исследования составляют работы ведущих зарубежных и отечественных исследователей, посвященные особенностям бизнес-групп как предпринимательских объединений, функционированию внутреннего рынка капитала, факторам кредитной и инвестиционной активности входящих в бизнес-группу компаний.

Работа построена на общенаучных методах анализа и синтеза, дедукции, методах абстрагирования и классификации, систематизации, статистических методах, методах теоретического эконометрического моделирования.

Эмпирическая база исследования основывается на информации, доступной в базе данных СПАРК, по российским публичным компаниям и аффилированным с ними лицам, а также на

сведениях, публикуемых агентствами, уполномоченными раскрывать информацию на российском рынке ценных бумаг⁷, включающих в себя списки аффилированных лиц, ежеквартальные отчеты эмитента, годовую консолидированную финансовую отчетность по МСФО и годовую бухгалтерскую (финансовую) отчетность по РСБУ российских компаний и кредитных организаций, статистике Банка России.

Положения, выносимые на защиту

1. Проведен факторный анализ возникновения финансовых ограничений компании. Смягчение финансовых ограничений в отношении компаний бизнес-группы должно обеспечиваться выбором контролирующего группу лица такого механизма финансирования, который обеспечит экономию сопутствующих ему трансакционных издержек.

2. Комплексный подход к исследованию внутреннего рынка капитала как инструмента смягчения финансовых ограничений в отношении компаний бизнес-группы должен учитывать системные взаимосвязи между факторами возникновения финансовых ограничений компаний и спецификой функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы.

3. Характерные особенности модели финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях санкций включают в себя: (1) сокращение привлечения финансовых ресурсов с международных финансовых рынков; (2) установление тесных связей с российскими кредитными организациями, прежде всего системно значимыми; (3) наиболее частое выполнение функции привлечения внешнего долгового финансирования материнскими компаниями групп; (4) внутренние рынки капитала позволяют активнее осуществлять инвестиции бизнес-группам большего размера, с высокой рентабельностью активов и высокой долговой нагрузкой.

4. Функционально-затратный подход к выбору механизма финансирования инвестиционного проекта компании-участника бизнес-группы базируется на сопоставлении финансовых затрат с позиции контролирующего лица по различным механизмам финансирования.

5. Целесообразность выбора внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования повышается в случаях, когда компания-заемщик является молодой или небольшой компанией, характеризуется высокой долговой нагрузкой и капиталоемкостью, волатильностью операционного денежного потока, финансирует проект технологического или инновационного характера, не имеет больших финансовых вложений.

Степень достоверности и апробация результатов. Достоверность результатов диссертационного исследования обеспечивается использованием комплекса научных методов: теоретических методов (анализ и синтез, абстрагирование, классификация, сравнительный

⁷ «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации» [Электронный ресурс] URL: <http://www.e-disclosure.ru/> (дата доступа: 01.09.2021)

анализ), методов статистического и эконометрического анализа, а также подтверждается апробацией полученных результатов на международных конференциях и публикацией в журналах, рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ.

Результаты исследования прошли апробацию на международных научных конференциях «Ломоносовские чтения-2024, «Современные проблемы философии и методологии экономики» (2023), Пятом Российском экономическом конгрессе (РЭК-2023), «Ломоносовские чтения – 2023», «Ломоносовские чтения – 2021», «Ломоносов – 2021», «Хачатуровские чтения – 2019», ‘Modern Econometric Tools and Applications META2019’, «V Мартианские чтения» (2019), «Ломоносов – 2019», «Ломоносов – 2018». По теме исследования опубликовано 9 работ, выполненных автором лично (общий объем – 6,64 п.л.), в том числе 3 публикации в изданиях, индексируемых в базах данных Web of Science, Scopus, RSCI (общий объем – 3,56 п.л.), 2 публикации в изданиях, рекомендованных Ученым советом МГУ имени М.В.Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4. Финансы (общий объем – 2,46 п.л.), 4 публикации в прочих научных изданиях.

Соответствие диссертации паспорту научной специальности. Диссертационное исследование соответствует пункту 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент» паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы.

Структура диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 223 наименований, 3 приложений. Общий объем диссертации составляет 167 страниц, в том числе 27 таблиц и 3 рисунка в основном тексте работы.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В соответствии с акционерно-центрированным⁸ подходом в рамках данного исследования под бизнес-группами мы понимаем *группы компаний, в основе которых лежит иерархическая координация* (не сетевые объединения), и в которых контроль основан на имущественных правах. Мы также руководствуемся трактовкой внутреннего рынка капитала бизнес-группы, данной А.Н.Кулеминым, который охарактеризовал его как «систему движения долгосрочных финансовых ресурсов непосредственно между бизнес-единицами, а также между бизнес-единицами и головной компанией»⁹. При этом мы делаем одно уточнение, важное для российских бизнес-групп: вследствие широкого использования российскими компаниями краткосрочных источников финансирования на постоянной основе, финансовые инструменты со сроком жизни от трех месяцев до года мы тоже относим к внутреннему рынку капитала группы.

1. Проведен факторный анализ возникновения финансовых ограничений компании. Смягчение финансовых ограничений компании должно обеспечиваться выбором контролирующего группу лица такого механизма финансирования, который обеспечит экономию сопутствующих ему транзакционных издержек.

При всем разнообразии трактовок финансовых ограничений консенсусным для зарубежной и отечественной литературы является тезис о взаимно однозначном соответствии между наличием у компании финансовых ограничений и разрыва в стоимости дополнительного внешнего финансирования и ее внутренних средств. В академической литературе возникновение финансовых ограничений обуславливают несовершенства рынков, ведущими к удорожанию для компании дополнительного внешнего финансирования. Мы утверждаем, что непосредственной причиной возникновения у компании финансовых ограничений как разрыва в стоимости внешнего и внутреннего финансирования являются транзакционные издержки. Сопутствующие агентским проблемам агентские издержки с позиции теории прав собственности включаются в состав транзакционных издержек как их разновидность¹⁰. Другие факторы, отмечаемые исследователями – асимметрия информации, издержки финансовых затруднений и налогообложение – влияют на финансовые ограничения не напрямую, а через величину транзакционных издержек компании, требуемых для привлечения нового финансирования. Систематизация обозначенных факторов и взаимосвязей между ними позволяет комплексно раскрыть механизм возникновения финансовых ограничений компаний (Таблица 1).

⁸ Gopalan R., Nanda V., Seru A. Affiliated firms and financial support: Evidence from Indian business groups // Journal of Financial Economics. 2007. Vol. 86. P. 763

⁹ Кулемин А.Н. Финансовое управление внутренним рынком капитала в холдинговой компании: автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10/Кулемин Александр Николаевич. М., 2007. С. 7.

¹⁰ Тамбовцев В.Л. Транзакционные издержки: Трактовки и следствия // Экономическая наука современной России. 2023. №1(100). С. 20.

Таблица 1 – Система прямых и косвенных факторов возникновения финансовых ограничений компании



Источник: составлено автором

Предложенная в диссертации система прямых и косвенных факторов возникновения разрыва в стоимости внешнего и внутреннего финансирования компании показывает непосредственную зависимость ее финансовых ограничений от величины транзакционных издержек финансовых контрактов компании. Это позволяет определить целевую функцию контролирующего лица при смягчении финансовых ограничений компании как функцию минимизации транзакционных издержек используемого механизма финансирования.

2. Комплексный подход к исследованию внутреннего рынка капитала как инструмента смягчения финансовых ограничений в отношении компаний бизнес-группы должен учитывать системные взаимосвязи между факторами возникновения финансовых ограничений компаний и спецификой функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы.

Финансирование компаний, входящих в состав бизнес-группы, с помощью инструментов ее внутреннего рынка капитала (внутригрупповое финансирование) имеет ряд отличительных особенностей, обуславливаемых различиями в правах контроля, информационных потоках, стимулах, уровне специфичности активов, влияющих на величину транзакционных издержек его использования. Наличие у контролирующего группу лица остаточных прав контроля над компаниями-участниками внутреннего рынка капитала и доступа (вследствие формальных и неформальных каналов распространения информации в группе) к значительно большему объему информации об аффилированных компаниях, чем возможен у внешних инвесторов, обеспечивает внутригрупповое финансирование информационным и мониторинговым преимуществами перед внешним финансированием. Таким образом, внутренний рынок капитала бизнес-группы смягчает остроту проблемы асимметрии информации между менеджерами и акционером, обеспечивает контролирующее группу лицо широкими перераспределительными возможностями, снижающими вероятность возникновения финансовых затруднений. Однако стоимостной результат (положительный или отрицательный) от внутригруппового перераспределения средств (Таблица 2) определяется соотношением выгод от преимуществ контролирующего лица и издержек от снижения стимулов менеджмента к эффективному управлению, а также потенциального оппортунизма инсайдеров.

Благоприятное влияние широких перераспределительных возможностей внутреннего рынка капитала бизнес-группы на финансовую обеспеченность компаний группы обуславливается: (1) эффектом взаимного страхования обязательств компаний группы; (2) перекрестным субсидированием; (3) возможностью выбора между политиками централизации и децентрализации внешнего финансирования бизнес-группы с учетом соотношения их выгод и издержек.

Таблица 2 – Система факторов создания и разрушения стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы



Источник: составлено автором.

Пояснения: КЛ – контролирующее лицо; ВРК – внутренний рынок капитала бизнес-группы

Эффект взаимного страхования обязательств компаний группы состоит в повышении ожидаемой вероятности исполнения ими своих обязательств перед кредиторами при возникновении финансовых затруднений за счет поддержки от связанных сторон. Возможность такой групповой поддержки обеспечивается, во-первых, стремлением менеджмента и контролирующих акционеров группы к сохранению высокой финансовой репутации подконтрольных компаний в отдельности и бизнес-группы в целом, а во-вторых, относительной простотой реструктуризации внутригрупповых долгов. В результате функционирование внутреннего рынка капитала может обеспечивать снижение затрат на заемные источники финансирования, рост долгового потенциала и фактической долговой нагрузки входящих в бизнес-группу компаний (сопровождающийся благоприятным увеличением приведенной стоимости долговых налоговых щитов).

Перекрестное субсидирование, или перераспределение между компаниями бизнес-группы имеющихся финансовых ресурсов, способствует созданию стоимости в случае, если ресурсы перераспределяются от компаний/инвестиционных проектов с меньшими возможностями роста к компаниям/проектам с большими возможностями роста (*«выбор победителя»* – winner picking) или используются стратегически, например, для улучшения положения компаний-реципиентов на рынках¹¹.

Способность компаний-участников группы самостоятельно привлекать внешний капитал в сочетании с возможностью перераспределять внутри группы имеющиеся ресурсы позволяет контролирующему лицу выбирать между политикой централизации внешнего финансирования бизнес-группы и политикой его децентрализации с учетом соотношения выгод и издержек этих политик. Централизация привлечения долгового капитала в бизнес-группе позволяет в большей степени воспользоваться выгодами от эффекта взаимного страхования. Децентрализация, или аллокация долговых обязательств на уровне различных дочерних компаний, позволяет использовать принцип ограниченной ответственности материнской компании по долгам дочерних компаний для снижения ожидаемых издержек банкротства материнской компании группы¹² и увеличения ее частных выгод контроля, уменьшения риска распространения финансовых проблем внутри бизнес-группы от одной компании к другой¹³. В условиях, способствующих усилению финансовой ограниченности бизнеса (например, при сдерживающей монетарной политике государства¹⁴), бизнес-группы более склонны приоритизировать задачу

¹¹ Cestone G., Fumagalli C. Op. cit. P. 193–214.

¹² Черкасова В.А., Тимербулатов Б.С. Инновационный подход к снижению систематического риска компаний через отраслевую диверсификацию // Инновации. 2017. № 2(220). С. 93–94

¹³ Dewaelheyns N., Van Hulle C. Internal Capital Markets and Capital Structure: Bank Versus Internal Debt // European Financial Management. 2010. Vol. 16(3). P. 349

¹⁴ He J., Zhang H., Lu Z. Research on Monetary Policy and Group Corporate Debt Patterns // Management World. 2017. Vol. 5. P. 161

привлечения капитала, при которой выгоды от эффекта взаимного страхования долговых обязательств повышают целесообразность концентрированного финансирования бизнес-группы.

3. Характерные особенности модели финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях санкций включают в себя: (1) сокращение привлечения финансовых ресурсов с международных финансовых рынков; (2) установление тесных связей с российскими кредитными организациями, прежде всего системно значимыми; (3) наиболее частое выполнение функции привлечения внешнего долгового финансирования материнскими компаниями групп; (4) внутренние рынки капитала позволяют активнее осуществлять инвестиции бизнес-группам большего размера, с высокой рентабельностью активов и долговой нагрузкой.

В последние годы использование внутренних рынков капитала российских бизнес-групп участвующими в них компаниями перестает быть предметом внимания лишь отдельных групп стейкхолдеров и становится экономическим императивом. В современных экономических и институциональных условиях накапливается всё больше предпосылок к выполнению более финансово обеспеченными участниками российских бизнес-групп роли «кредиторов первой инстанции» для своих связанных сторон, сталкивающихся с нехваткой финансовых ресурсов.

Мощным негативным фактором ограниченности и дальнейшего сокращения доступного финансирования для отечественного бизнеса служат экономические санкции, вводимые против российских компаний с 2014 года, и сохраняющиеся риски их дальнейшего расширения. Динамика внешнего долга отечественного корпоративного сектора отражает падение объемов финансирования российского бизнеса зарубежными инвесторами: внешняя задолженность российских финансовых и нефинансовых компаний и Банка России¹⁵ за период 2014–23-х годов сократилась на 57,4%, составив 254,1 млрд долларов США на 01.01.2024 против 667,1 млрд долларов на 01.01.2014 (Рисунок 1).

Предоставление капитала российскими инвесторами не компенсирует в достаточной мере сжатие объемов зарубежного финансирования. Объемы банковского кредитования в процентном отношении к ВВП на начало 2024 года (36,0%) сопоставимы с уровнем начала 2015 года (36,5%); в процентном отношении к совокупным активам банковского сектора на десятилетнем периоде 2014–23 гг. объемы кредитования показали отрицательную динамику (сократившись с 40,1% до

¹⁵ Частный сектор (банки и прочие секторы, без органов государственного управления и Банка России) выделялся отдельно в аналитическом представлении внешнего долга России по 01.01.2022; аналитическое представление внешнего долга России с 2022 года группирует долг банков с долгом Центрального банка РФ. В связи с этим для целей сопоставимости данные по внешнему долгу за период с 01.01.2013 по 01.01.2022 тоже приведены к новому аналитическому представлению (частный сектор и Центральный Банк России).

37,0% за период)¹⁶. По нашим подсчетам¹⁷, без учета однодневных биржевых облигаций, регулярно размещаемых Банком ВТБ с 2016 года, объемы финансовых средств, привлекаемых отечественными компаниями на облигационном рынке Московской биржи, хотя и демонстрируют долгосрочный тренд к росту, в 2021–2022 годах возвращались к уровню 2017 года.

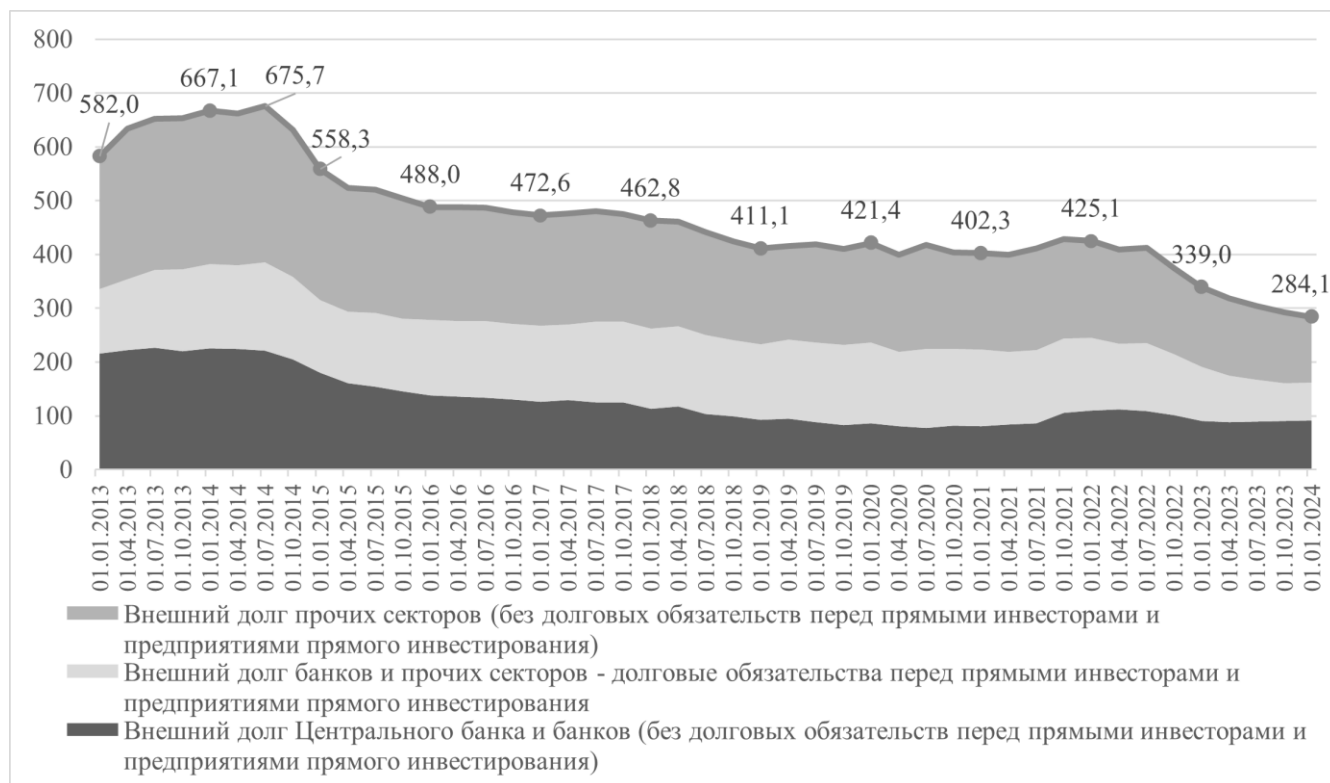


Рисунок 1 – Динамика объемов внешнего долга корпоративного сектора и Центрального Банка России в период с 01.01.2013 по 01.01.2024, млрд долл. США

Источник: составлено автором по данным Банка России (URL: http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/).

Ведущие российские бизнес-группы, возглавляемые компаниями первого уровня листинга Московской Биржи, активно взаимодействовали с зарубежными банками для привлечения кредитных средств в 2014–2017 годах: ежегодно доля зарубежных банков в общем числе упоминаний банков-кредиторов в годовой консолидированной отчетности по МСФО компаний из 39 бизнес-групп¹⁸ превосходила 45% (Таблица 3).

¹⁶ Оценки автора по данным сборников «Статистические показатели банковского сектора Российской Федерации» Банка России (URL: http://www.cbr.ru/statistics/bank_sector/review/).

¹⁷ Короткова Я.И. Облигационное финансирование российских бизнес-групп (на примере рынка облигаций Московской Биржи) // V Российский экономический конгресс «РЭК-2023» (сборник тезисов докладов). 2023. Т. XIX. С. 302–303.

¹⁸ 48 компаний в списке первого уровня листинга; исключены банковские бизнес-группы (возглавляемые Банк ВТБ (ПАО), ПАО "Банк "Санкт-Петербург", ПАО "МОСКОВСКИЙ КРЕДИТНЫЙ БАНК", ПАО "Совкомбанк", ПАО Сбербанк), бизнес-группы, возглавляемые МКПАО ЮМГ (отсутствует отчетность), ПАО Московская Биржа (вследствие специфики вида деятельности); на протяжении всего анализируемого периода с 2014 по 2023 годы группа ПАО МТС консолидируется группой АФК Система, группа ОК РУСАЛ – группой ЭН+ ГРУП

Таблица 3 – Анализ числа банков-кредиторов бизнес-групп в 2014–2022 гг.

Год	Число упоминаний банков-кредиторов			Доля в общем числе упоминаний банков-кредиторов		Число бизнес-групп, не раскрывших банки-кредиторов
	Зарубежных	Российских	Всего	Зарубежных	Российских	
2014	75	87	162	46,3%	53,7%	15
2015	67	74	141	47,5%	52,5%	19
2016	56	67	123	45,5%	54,5%	18
2017	45	54	99	45,5%	54,5%	19
2018	34	52	86	39,5%	60,5%	21
2019	31	50	81	38,3%	61,7%	23
2020	27	45	72	37,5%	62,5%	24
2021	6	29	35	17,1%	82,9%	25
2022	0	19	19	0,0%	100,0%	36

Источник: составлено и рассчитано автором на основе данных консолидированной годовой отчетности по МСФО компаний

Вместе с тем с 2015 года в списках банков-кредиторов ведущих российских бизнес-групп неуклонно возрастала доля российских банков, достигнув 100% в 2022 году. Ведущие российские бизнес-группы установили тесные широкие связи с российскими кредитными организациями, прежде всего системно значимыми¹⁹ (Таблица 4).

Таблица 4 – Топ-20 российских банков по количеству поддерживавшихся кредитных отношений с ведущими бизнес-группами, 2014–2023 годы

№	Название банка	Число бизнес-групп, указавших банк в числе кредиторов в соответствующий год										Общее число групп-лет	СЗКО
		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022			
1	ПАО Сбербанк	15	12	12	13	12	8	7	5	1	85	да	
2	Банк ГПБ (АО)	11	8	8	9	8	8	9	5	3	69	да	
3	Банк ВТБ (ПАО)	11	11	12	10	8	7	5	2	2	68	да	
4	ПАО «Московский Кредитный Банк»	4	4	5	3	3	6	2	2	2	31	да	
5	АО «АЛЬФА-БАНК»	5	3	4	4	2	4	4	1	3	30	да	
6	ПАО РОСБАНК	4	4	4	1	2	1	2	1	1	20	да	
7	«АБ «РОССИЯ»	3	3	1	2	3	3	1	1		17		
8	АО ЮниКредит Банк	7		2	1	2		1			13	да	
9	ПАО «Совкомбанк»		2	2	2	1	1	1	2	1	12	да	
10	ПАО «Промсвязьбанк»	1	1			2	2	2	3	1	12	да	
11	АО «Райффайзенбанк»	4	2	2	1		1	1	1		12	да	
12	Креди Агриколь КИБ	4	2	1	1	1	1	1			11		
13	ВЭБ	2	3	2	1	1	1				10		

¹⁹ Перечень системно значимых кредитных организаций на 17.10.2023. URL: http://cbr.ru/banking_sector/credit/SystemBanks.html/ (дата обращения: 31.05.2024)

14	ПАО Банк «ФК Открытие»		1		1	2	2	1	1	1	9	да
15	ИНГ Банк	1		1	1	1	1	1	1	1	8	
16	Банк Москвы	3	4	1							8	
17	Связь-Банк	1	2	2		1	1				7	
18	ВБРР	1	2	1				2	1		7	
19	Уралсиб	1	1	1	1		1			1	6	
20	АО «Россельхозбанк»	1	2	1			1	1			6	да

Источник: составлено и рассчитано автором на основе данных консолидированной годовой отчетности по МСФО компаний

Пояснение: СЗКО – системно значимая кредитная организация. Одно наблюдение соответствует одной бизнес-группе в одном году.

Для идентификации особенностей облигационного финансирования российских компаний-участников бизнес-групп исследовалась статистика размещений российскими компаниями облигаций на Московской бирже. По нашим подсчетам²⁰, за период с 2013 по 2022 год российские компании разместили 5346 выпусков облигаций. Для всех корпоративных эмитентов по состоянию на конец каждого года (1384 наблюдений) мы проверяли наличие контролирующей и контролируемых российских организаций. В зависимости от полученных результатов каждое наблюдение относилось к одной из двух подвыборок: (1) «эмитенты-участники российских бизнес-групп», (2) «эмитенты - независимые компании». Для наблюдений из первой подвыборки также устанавливалось положение компании в группе: 1 уровень соответствует компаниям, не имеющим контролирующей организации, 2 уровень – дочерним компаниям первого уровня и т. д.

Собранная нами статистика относительно положения эмитента-участника бизнес-группы в ее структуре собственности (Таблица 5) позволила оценить предпочтения контролирующих российские бизнес-группы лиц в выборе эмитента. Анализ представленных данных позволяет утверждать, что обеспечение бизнес-групп финансированием с помощью облигаций чаще других осуществляют материнские организации (эмитенты 1 уровня). В среднем за анализируемый период на их долю пришлось 54,8% номинальной стоимости размещений. Эмитенты второго уровня обеспечили привлечение в среднем 38,8% финансовых средств.

²⁰ Короткова Я.И. Облигационное финансирование российских бизнес-групп (на примере рынка облигаций Московской Биржи)// V Российский экономический конгресс «РЭК-2023» (сборник тезисов докладов). 2023. Т. XIX. С.302-303

Таблица 5 – Распределение номинальной стоимости облигационных выпусков, размещенных эмитентами – участниками российских бизнес-групп на Московской бирже в 2013–2022 годах по уровню компании-эмитента в структуре бизнес-группы

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2013–2022 г..
Все эмиссии	1 668,51	1 671,76	1 789,00	2 343,09	2 790,54	2 314,53	3 135,49	3 935,94	3 374,88	2 563,03	25 586,77
Эмиссии компаний-участников групп	1 545,67	1 426,16	1 643,23	2 111,22	2 595,95	2 252,60	3 042,78	3 838,03	3 242,48	2 528,55	24 226,67
Эмитент - компания 1 уровня	869,34 (56,2%)	365,10 (25,6%)	787,61 (47,9%)	893,59 (42,3%)	978,72 (37,7%)	1 512,56 (67,1%)	1 728,44 (55,1%)	2 580,25 (67,2%)	2 163,47 (66,7%)	1 367,72 (54,1%)	13 266,81 (54,8%)
Эмитент - компания 2 уровня	473,33 (30,6%)	939,68 (65,9%)	772,39 (47,0%)	1 062,91 (50,3%)	1 541,44 (59,4%)	639,59 (28,4%)	1 017,89 (32,5%)	1 068,79 (27,8%)	940,61 (29,0%)	964,40 (38,1)	9 401,02 (38,8%)
Эмитент - компания 3 уровня	203,00 (13,1%)	121,37 (8,5%)	68,23 (4,2%)	141,91 (6,7%)	65,79 (2,5%)	65,45 (2,9%)	210,20 (6,7%)	105,82 (2,8%)	110,90 (3,4%)	152,43 (6,0%)	1 245,10 (5,1%)
Остальные			15,00 (0,9%)	12,82 (0,6%)	10,00 (0,4%)	25,00 (1,1%)	50,00 (1,6%)	83,17 (2,2%)	27,50 (0,8%)	44,00 (1,7%)	313,74 (1,2%)
Частные бизнес-группы:											
Все эмиссии	715,71	463,04	701,30	808,77	618,74	432,06	1 083,71	1 128,30	1 072,88	953,35	7 977,84
Эмитент - компания 1 уровня	403,84 (56,4%)	170,68 (36,9%)	473,36 (67,5%)	493,12 (61,0%)	419,77 (67,8%)	211,51 (49,0%)	611,28 (56,4%)	458,85 (40,7%)	597,50 (55,7%)	431,02 (45,2%)	4 270,93 (53,5%)
Эмитент - компания 2 уровня	265,87 (37,1%)	249,85 (54,0%)	205,73 (29,3%)	251,59 (31,1%)	155,67 (25,2%)	146,09 (33,8%)	217,48 (20,1%)	567,13 (50,3%)	347,48 (32,4%)	338,24 (35,5%)	2 745,14 (34,4%)
Остальные	46,00 (6,5%)	42,51 (9,1)	22,21 (3,2%)	64,06 (7,9%)	43,30 (7,0%)	74,46 (17,2%)	254,95 (23,5%)	102,32 (9,0%)	127,90 (11,9%)	184,09 (19,3%)	961,77 (12,1%)
Государственные бизнес-группы:											
Все эмиссии	829,96	963,12	941,93	1 302,45	1 977,21	1 820,54	1 959,07	2 709,73	2 169,60	1 575,20	16 248,83
Эмитент - компания 1 уровня	465,50 (56,1%)	194,42 (20,2%)	314,25 (33,4%)	400,47 (30,7%)	558,95 (28,3%)	1 301,05 (71,5%)	1 137,16 (58,0%)	2 121,40 (78,3%)	1 565,97 (72,2%)	936,71 (59,5%)	8 995,87 (55,4%)
Эмитент - компания 2 уровня	207,46 (25,0%)	689,83 (71,6%)	566,65 (60,2%)	811,32 (62,3%)	1 385,76 (70,1%)	493,49 (27,1%)	780,41 (39,8%)	501,66 (18,5%)	593,13 (27,3%)	626,15 (39,8%)	6 655,88 (41,0%)
Остальные	157,00 (18,9%)	78,87 (8,2%)	61,03 (6,4%)	90,66 (7,0%)	32,50 (1,6%)	26,00 (1,4%)	41,50 (2,2%)	86,67 (3,2%)	10,50 (0,5%)	12,34 (0,7%)	597,08 (3,6%)

Источник: составлено автором

По нашим оценкам²¹, в 2013–2023 годах 73 бизнес-группы, ведущие деятельность в России, проявляли активность на рынках акций и депозитарных расписок. Компании из 39 бизнес-групп провели первоначальное размещение (IPO – Initial public offering) акций/депозитарных расписок. В 40 бизнес-группах действующие публичные компании провели 80 сделок по продаже на бирже пакетов акций/депозитарных расписок (далее SPO – secondary public offering). 23 компании из 20 бизнес-групп получили допуск к участию в торгах на Московской бирже²², 5 компаний из 5 бизнес-групп – допуск к участию в торгах на Астанинской международной бирже (AIX – Astana International Exchange²³), компания из еще одной бизнес-группы (Raven Property Group Limited) получила допуск к участию в торгах на Йоханнесбургской фондовой бирже (JSE – Johannesburg Stock Exchange).

Большинство бизнес-групп (64 из 71²⁴), чьи компании-участники проводили публичные размещения акций или получали допуск к участию в торгах на бирже, следовали принципу концентрации внешнего акционерного финансирования – активность от бизнес-группы проявляла только одна компания-эмитент.

Для оценки влияния внутренних рынков капитала бизнес-групп на финансовые ограничения российских компаний с помощью регрессионного анализа исследовалась чувствительность инвестиций фирм к внутрифирменным показателям и характеристикам бизнес-групп (Таблица 6). Исследование базировалось на выборке из 514 российских компаний, аффилированных с негосударственными бизнес-группами за 2014–2018 годы. Было выявлено положительное влияние совокупной долговой нагрузки и рентабельности бизнес-группы на инвестиционную активность входящих в нее компаний, что говорит в пользу благоприятного влияния внутренних рынков капитала бизнес-групп на финансирование капиталовложений. Ряд свидетельств указывает на то, что: (1) российские компании, аффилированные с более крупными бизнес-группами, при прочих равных условиях, осуществляют большие инвестиции в основные средства; (2) объем выручки бизнес-группы (полученной за предшествующий отчетный период) положительно влияет на инвестиции аффилированных компаний.

²¹ Необходимые для исследования данные были собраны нами с помощью публично доступных данных Preqvеса (URL <http://preqvesa.ru/placements/>), Московской Биржи, проспектов эмиссии и годовых отчетов компаний-эмитентов.

²² Получение допуска несколькими компаниями из одной бизнес-группы происходило из-за редомициляции: в бизнес-группе ВК (Mail.ru Group Limited в июле 2020 года, МКПАО "ВК" – в октябре 2023 года), Софтлайн (Softline Holding PLC в ноябре 2021 года, ПАО «Софтлайн» – в сентябре 2023 года), а также ЭН+ Групп (United Company RUSAL Plc, МКПАО "ЭН+ ГРУПП"; En+ Group провело IPO с двойным листингом на LSE и ММВБ в ноябре 2017 г.).

²³ Группы Fix Price (Fix Price Group PLC), Ozon (Ozon Holdings PLC), ROS AGRO (ROS AGRO PLC), O`KEY (O`KEY Group S.A.), Polymetal (Polymetal International Plc)

²⁴ Без учета бизнес-групп эмитентов ОАО «Живой офис» и ПАО «ТПГ АЭССЕЛЬ»

Таблица 6 – Результаты моделирования зависимости инвестиций в основные средства от внутрифирменных и групповых характеристик (винзоризированные данные, двухшаговая динамическая панельная модель, 514 компаний за 2014–2018 годы)²⁵

Модель	(1)	(2)	(3)	(4)
Зависимая переменная	Инв. (ОФП)	Инв. (ОФП)	Инв. (ОДДС)	Инв. (ОДДС)
Метод оценивания	GMM-DIF	GMM-SYS	GMM-DIF	GMM-SYS
Наблюдений	1542	2056	1542	2056
Лагированные инвестиции	0,1074 ** (0,0472)	0,1424 *** (0,0418)	0,2306 *** (0,0805)	0,2283 *** (0,0562)
Константа	−0,0047 (0,0059)	−0,0057 (0,0350)	0,0008 (0,0034)	−0,0473 ** (0,0205)
Размер (ДК)	−0,0672 *** (0,0138)	0,0014 (0,0012)	−0,0224 *** (0,0065)	0,0025 *** (0,0008)
Размер (МК)	0,0743 *** (0,0206)	−0,0002 (0,0016)	0,0329 ** (0,0137)	0,0020 * (0,0011)
Денежный поток (ДК)	−0,0104 (0,0146)	−0,0050 (0,0127)	0,0226 * (0,0120)	0,0200 ** (0,0094)
Денежный поток (МК)	0,0016 (0,0503)	0,0016 (0,0334)	−0,0236 (0,0335)	0,0107 (0,0232)
ROA (ДК)	−0,0033 (0,0272)	−0,0038 (0,0179)	−0,0329 ** (0,0146)	−0,0214 ** (0,0101)
ROA (МК)	0,0466 * (0,0264)	0,0511 ** (0,0226)	0,0001 (0,0168)	0,0029 (0,0141)
Доля финансовых активов (ДК)	0,0098 (0,0290)	−0,0070 (0,0126)	0,0077 (0,0176)	−0,0285 *** (0,0086)
Доля денежных средств (ДК)	0,0110 (0,0388)	0,0091 (0,0214)	0,0248 (0,0247)	−0,0024 (0,0144)
Доля денежных средств (МК)	−0,0914 (0,0826)	−0,0552 (0,0377)	−0,0131 (0,0506)	0,0378 (0,0240)
Долговая нагрузка (ДК)	−0,0086 (0,0153)	−0,0089 * (0,0047)	−0,0131 * (0,0075)	−0,0094 *** (0,0033)
Долговая нагрузка (МК)	0,0169 (0,0249)	0,0015 (0,0061)	0,0299 * (0,0161)	−0,0002 (0,0043)
Выручка / активы (ДК)	−0,0017 (0,0026)	0,0027 *** (0,0009)	0,0034 * (0,0021)	0,0012 * (0,0006)
Выручка / активы (МК)	0,0125 (0,0125)	−0,0021 (0,0034)	0,0041 (0,0096)	−0,0013 (0,0030)
Дамми-переменные года	да	да	да	да
AR(1): p-значение	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
AR(2): p-значение	0,4071	0,7615	0,6697	0,5473
Тест Саргана: p-значение	0,9760	0,9791	0,6032	0,4619
Совместный тест Вальда: p-значение	0,0000	0,0000	0,0011	0,0000
Тест Вальда (фиктивные переменные года): p-значение	0,5503	0,1198	0,8789	0,5617

Источник: рассчитано автором

²⁵ Опубликовано в статье автора: Korotkova, Y. Internal Capital Markets in Russian Business Groups: Evidence from Corporate Investments // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы. 2020. Vol. 14(2). P. 67-68.

Комментарии к таблице: Инв. – инвестиции, ОФП – отчет о финансовом положении, ОДДС – отчет о движении денежных средств, ДК – дочерняя компания, МК – материнская компания (консолидирует активы и пассивы бизнес-группы). Размер – логарифм совокупных активов компании на начало года; денежный поток – операционный денежный поток компании за год; ROA – рентабельность совокупных активов компании на начало года; доля финансовых активов – доля долгосрочных вложений в финансовые активы в совокупных активах компании на начало года; доля денежных средств – доля денежных средств и эквивалентов в совокупных активах компании на начало года; долговая нагрузка – финансовый рычаг компании на начало года; выручка / активы – отношение выручки за предыдущий год к совокупным активам компании на начало года.

4. Функционально-затратный подход к выбору механизма финансирования инвестиционного проекта компании-участника бизнес-группы базируется на сопоставлении финансовых затрат с позиции контролирующего лица по различным механизмам финансирования.

Анализ и синтез различий в выполнении финансовых функций различными механизмами финансирования (финансовыми рынками, банковским финансированием, внутренним рынком капитала бизнес-группы) и сопряженных с ними транзакционных издержек позволил сформировать научно-обоснованный – функционально-затратный – подход к выбору наиболее подходящего механизма для осуществления определенных инвестиций.

Рассмотрим проблему выбора способа привлечения *долгового* финансирования аффилированной с бизнес-группой компанией на примере бизнес-группы, состоящей из двух компаний, подконтрольных инсайдеру (контролирующему лицу). У компании А денежный поток от операционной деятельности превышает планируемый ей объем инвестиций на сумму D . Предположим, что компания А не рассматривает погашение долга (меняющее ее структуру капитала) и открытие банковского депозита (как проект с ожидаемой отрицательной чистой приведенной стоимостью) в качестве вариантов использования этих средств и ориентируется на две другие возможности: выплатить дивиденды или предоставить средства в долг другой компании из бизнес-группы. Пусть доля контролирующего лица в денежном потоке (или права контролирующего лица на денежный поток) компании А составляет $0,5 < \alpha \leq 1$. У компании В операционный денежный поток меньше, чем требуемый объем финансирования имеющегося у нее инвестиционного проекта с положительной чистой приведенной стоимостью $NPV > 0$, отчего ей требуется привлечь дополнительный заемный капитал размере D . Доля контролирующего лица в денежном потоке компании В составляет $0,5 < \beta \leq 1$. Обозначим разницу в долях контролирующего лица на денежные потоки компаний В и А как $b = \beta - \alpha$. Если эта разница есть, она может быть как положительной $b > 0$ (доля контролирующего лица в денежном потоке компании-заемщика В больше, чем в денежном потоке компании-сберегателя А), так и отрицательной (доля контролирующего лица в денежном потоке компании-заемщика В меньше, чем в денежном потоке компании-сберегателя А). Будем называть b относительной

ценностью денежного потока компании-заемщика для контролирующего лица. Тогда $\beta = \alpha + b$.

Предпосылки анализа:

- 1) Контролирующее бизнес-группу лицо имеет мониторинговые возможности, которые позволяют ему получать информацию (но возможно с искажениями) об инвестиционных возможностях компаний-участников бизнес-группы;
- 2) Акционерные права контролирующего лица обеспечивают его возможностью перераспределять финансовые средства между компаниями-участниками группы;
- 3) Контролирующее бизнес-группу лицо не рассматривает возможность финансирования компаний за счет собственных средств, за исключением перенаправления полученных им дивидендов;
- 4) Контролирующее бизнес-группу лицо наделено остаточными правами контроля над текущими и будущими активами бизнес-группы и способно извлекать частные выгоды контроля – выводить часть создаваемой проектом стоимости; это приводит к снижению стимулов менеджмента компаний к эффективному управлению²⁶;
- 5) Доходы, полученные от компании в форме дивидендных выплат и в форме прироста капитала, равноценны для контролирующего лица с точки зрения налогообложения.

Компании В доступны три способа привлечения необходимого ей долгового финансирования: (1) с помощью публичного долгового рынка, (2) с помощью банковского финансирования, (3) с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы. Построим три относительные меры сопоставления способов привлечения финансирования – три информационных критерия (по одному для каждого способа), суммирующие *отличительные* финансовые затраты соответствующего способа привлечения финансирования *с позиции контролирующего лица*. При этом важно учитывать то, что все затраты компании А влияют на совокупный денежный поток в пользу контролирующего группу лица с коэффициентом $0,5 < \alpha \leq 1$, и все затраты компании В – с коэффициентом $\beta = \alpha + b \leq 1$.

В диссертации предложены и обоснованы:

- 1) информационный критерий *PDC* для публичного долгового рынка вида (1):

$$PDC = (\alpha + b) \cdot (bic \cdot D + bic1 \cdot debut) + (\alpha + b) \cdot PV_{cfd} \cdot p_{cfd} + \\ + (\alpha + b) \cdot p_{disc} \cdot NPV \cdot (d_{tech} + d_{str}) + \alpha \cdot ScrC + \alpha \cdot MC + \alpha \cdot SMTc \cdot (p_{LA} + p_{LB}), \quad (1)$$

где: *PDC* – приростные затраты бизнес-группы при привлечении финансирования на публичном долговом рынке; *bic* – затраты на эмиссию облигаций в % от суммы выпуска; *debut* – дамми-переменная, принимающая значение 1, если компания ранее не выпускала облигации, 0 – иначе;

²⁶ Предпосылки (1)–(4) являются скорректированными для бизнес-группы (вместо корпорации) предпосылками Дж. Штайна в работе: Stein J.C. Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources // The Journal of Finance. 1997. №52 (1). P. 117

p_{cfd} – вероятность возникновения финансовых затруднений у компании-заемщика; PV_{cfd} – ожидаемые издержки финансовых затруднений (costs of financial distress); $pdisc$ – потери от публичного раскрытия информации в % от базовой чистой приведенной стоимости проекта; d_{tech} (d_{str}) – дамми-переменная, принимающая значение 1 для проектов, полагающихся на инсайдерскую информацию технологического (стратегического) характера, 0 – для остальных проектов; $ScrC$ – затраты компании-сберегателя на скрининг инвестиционных возможностей на рынке; MC – затраты компании-сберегателя на мониторинг профинансированных инвестиций; $SMTC$ – транзакционные издержки торговли на вторичных рынках компании-сберегателя; p_L – вероятность возникновения шока ликвидности у компании;

2) информационный критерий BC для банковского финансирования вида (2):

$$BC = (\alpha \cdot r_{lds} + b \cdot r_{ls}) \cdot D + (\alpha + b) \cdot BDisc + (\alpha + b) \cdot SLC + \\ + (\alpha + b) \cdot PV_{cfd} \cdot p_{cfd} + \alpha \cdot p_{bd} \cdot D + \alpha \cdot p_L \cdot r_{dep} \cdot D, \quad (2)$$

где: BC – приростные затраты бизнес-группы при использовании услуг банка; $BDisc$ – затраты на ежеквартальное раскрытие информации банку компанией-заемщиком; SLC – затраты на залоговое обеспечение компании-заемщика; p_{bd} – вероятность дефолта банка;

p_L – вероятность возникновения шока ликвидности у компании-сберегателя; r_{dep} – процентная ставка по депозиту компании-сберегателя.

3) информационный критерий $ICMC$ для внутреннего рынка капитала бизнес-группы:

$$ICMC = (\alpha + b) \cdot p_{ineff} \cdot \gamma \cdot NPV + (\alpha + b) \cdot CECG + \alpha \cdot p_L \cdot (1 - coins) \cdot r_{len} \cdot D, \quad (3)$$

где $ICMC$ – приростные затраты бизнес-группы при использовании внутригруппового финансирования; p_{ineff} – вероятность финансирования неэффективного проекта; γ – доля недополученных доходов от проекта, в % от изначальной оценочной величины чистой приведенной стоимости проекта, NPV ; $CECG$ – затраты на функционирование механизмов внешнего корпоративного контроля; p_L – вероятность возникновения шока ликвидности у компании-сберегателя; $(1 - coins)$ – процентное уменьшение вероятности возникновения шока ликвидности у компании-сберегателя благодаря эффекту взаимного страхования; r_{len} – процентная ставка по кредиту компании-сберегателя для урегулирования шока ликвидности.

Чем меньше значение информационного критерия, тем относительно менее затратным является соответствующий способ привлечения финансирования, а значит, более предпочтительным для контролирующего бизнес-группу лица.

5. Целесообразность выбора внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования повышается в случаях, когда компания-заемщик является молодой или небольшой компанией, характеризуется высокой долговой нагрузкой и капиталоемкостью, волатильностью операционного денежного потока, финансирует

проект технологического или инновационного характера и не имеет больших финансовых вложений.

Сравнение компонентов (видов затрат) предложенных информационных критериев позволило идентифицировать факторы, которые, понижая величину информационного критерия *ICMC* относительно значений двух других критериев, *PDC* и *BC*, повышают целесообразность выбора механизма внутригруппового долгового финансирования, это: (1) высокая относительная ценность денежного потока компании-заемщика для контролирующего группу лица; (2) небольшой размер и/или возраст компании-заемщика; (3) технологический или инновационный характер проекта, требующего финансирования; (4) высокая волатильность операционного денежного потока компании-заемщика, высокая сила ее операционного рычага, капиталоемкость компании; (5) высокая долговая нагрузка компании-заемщика; (6) низкая корреляция денежных потоков компаний в бизнес-группе; (7) низкая доля финансовых вложений компании-заемщика (обеспечивающая отсутствие залоговых преимуществ в случае банковского финансирования).

Против выбора внутреннего рынка капитала бизнес-группы как предпочтительного механизма финансирования работает риск финансирования неэффективного инвестиционного проекта. При прочих равных условиях, его повышает недостаточность экспертизы контролирующего лица в оценке проектов данного вида (негативное влияние потенциально оказывает отраслевая диверсификация компаний в группе), риск вывода активов (может меняться в зависимости от экономической конъюнктуры), низкая эффективность мониторинга в отношении менеджеров и слабость внешних механизмов корпоративного управления в группе. Поэтому при планировании инвестиционного проекта, предполагающего привлечение внутригруппового финансирования, рекомендуется обращаться к услугам внешних консультантов, при его реализации – к услугам внешних аудиторов и аналитиков. Использование обозначенных механизмов внешнего корпоративного управления позволяет минимизировать риск разрушения акционерной стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы.

Значимость большинства идентифицированных факторов подтвердилась результатами эмпирического исследования кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп. Оно проводилось по выборке из публичных российских компаний первого уровня котировального списка Московской биржи, и аффилированных с ними акционерных обществ, раскрывавших информацию о состоянии расчетов со связанными сторонами в течение 2016–2020 годов. Каждому наблюдению (717 фирм-лет), исходя из относительной величины чистой кредитной позиции компании на внутреннем рынке капитала на конец года, был присвоен статус заемщика, кредитора или нейтральный кредитный статус на внутреннем рынке капитала бизнес-группы. Были построены логит-модели, в рамках которых

вероятность фирмы выступить кредитором (заемщиком) на внутреннем рынке капитала оценивалась как функция от внутрифирменных характеристик компаний (Таблица 7).

Таблица 7 – Результаты оценивания логит-моделей для кредиторов и заемщиков на внутреннем рынке капитала российских бизнес-групп

Вероятность выступить:	Заемщиком	Заемщиком	Кредитором	Кредитором
Модель:	(1)	(2)	(3)	(4)
Показатель прав контролирующего акционера на денежные потоки компании (CFR)	0,8290 (0,1081)	0,8031 (0,1216)	0,0311 (0,9517)	0,0385 (0,9389)
Показатель прав контролирующего акционера на денежные потоки компании * дамми-переменная для государственной бизнес-группы (CFR * STATE)	0,3600 (0,1769)	0,3578 (0,1697)	−1,3570 *** (<0,0001)	−1,3408 *** (<0,0001)
Размер компании (SIZE)	−0,0890 ** (0,0265)	−0,0819 ** (0,0328)	0,0618 (0,1860)	0,0651 (0,1565)
Возраст компании (AGE)	0,0207 (0,2149)	0,0195 (0,2297)	0,0433 *** (0,0042)	0,0438 *** (0,0038)
Доля основных средств в совокупных активах (TANG)	1,1855 *** (0,0039)	1,2528 *** (0,0016)	−0,3215 (0,4303)	−0,3260 (0,4305)
Финансовый рычаг (долговая нагрузка) (LEV)	4,2121 *** (<0,0001)	4,3525 *** (<0,0001)	−2,5930 *** (<0,0001)	−2,6208 *** (<0,0001)
Доля финансовых вложений в совокупных активах (FA)	0,2694 (0,5642)	0,2286 (0,6214)	1,9154 *** (<0,0001)	1,9375 *** (<0,0001)
Рентабельность совокупных активов (ROA)	−0,0693 (0,9180)		0,3063 (0,7020)	
Темп роста выручки (после винзоризации) (SG wins.)	0,0280 (0,6856)		0,0115 (0,8543)	
Относительный прирост стоимости основных средств (dPPE)	0,2768 (0,5458)		−0,5739 (0,5512)	
Показатель текущей ликвидности (после винзоризации) (CLR wins.)	−0,0171 (0,4791)		−0,0002 (0,9457)	
Константа	−2,1665 *** (0,0037)	−2,3376 *** (0,0012)	−2,3319 *** (0,0011)	−2,4019 *** (0,0007)
Среднее зав. переменной	0,2929	0,2929	0,2455	0,2455
Ст. откл. зав. переменной	0,4554	0,4554	0,4307	0,4307
R-квадрат Макфаддена	0,2330	0,2283	0,1760	0,1744
Испр. R-квадрат	0,2053	0,2098	0,1460	0,1543
Лог. Правдоподобие	−332,5789	−334,6094	−329,2392	−329,9147
Крит. Шварца	744,0586	721,8195	737,3794	712,4300
Количество 'корректно предсказанных' случаев	547 (76,3%)	547 (76,3%)	567 (79,1%)	567 (79,1%)
Критерий отношения правдоподобия: р-значение	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

В скобках указаны р-значения коэффициентов моделей. * - значимость на 10-процентном уровне; ** - значимость на 5-процентном уровне; *** - значимость на 1-процентном уровне.

Источник: рассчитано и составлено автором

Результаты моделирования подтвердили, что реципиентами внутригрупповых финансовых ресурсов чаще выступают: (1) менее крупные компании (избегающие благодаря этому премии за риск финансовых затруднений и высоких издержек контрактации, которые бы сопутствовали привлечению финансирования от внешних инвесторов); (2) более капиталоемкие компании (избегающие тем самым премии за высокий операционный риск, требуемой внешними инвесторами), (3) компании с относительно высокой долговой нагрузкой (используют преимущество внутригруппового финансирования в издержках финансовых затруднений); (4) компании с относительно небольшой долей финансовых вложений в совокупных активах (как следствие, не имеющие достаточных залоговых возможностей для удешевления банковского финансирования).

В силу отмеченных факторов привлечение финансирования от внешних инвесторов для этих компаний будет сопряжено с повышенными транзакционными издержками. Задействование ресурсов внутреннего рынка капитала группы для финансирования таких компаний при наличии у них экономически эффективных инвестиционных возможностей будет создавать дополнительную стоимость. Результаты моделирования также подтверждают, что кредиторами связанных сторон, напротив, чаще выступают компании, склонные в силу своих характеристик к профициту финансовых средств – более крупные, возрастные и менее капиталоемкие компании с относительно небольшим уровнем долга и большой долей финансовых вложений в активах.

Таким образом, результаты эмпирического анализа свидетельствуют, что теоретически идентифицированные нами факторы использования внутригрупповых займов во многом объясняют характер кредитного взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала российских бизнес-групп. Это подтверждает валидность предложенного в диссертационном исследовании функционально-затратного подхода к принятию решения об использовании внутреннего рынка капитала бизнес-группы как механизма финансирования.

III. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В диссертационном исследовании предложено решение научной проблемы финансирования инвестиционных проектов бизнес-группы в условиях финансовых ограничений с помощью ее внутреннего рынка капитала. Развитое в работе комплексное понимание факторов финансовых ограничений позволило определить целевую функцию контролирующего лица при смягчении финансовых ограничений компании как функцию минимизации транзакционных издержек используемого механизма финансирования. Как следствие, предложенный в диссертации функционально-затратный подход к выбору механизма финансирования инвестиционного проекта компании-участника бизнес-группы основан на сопоставлении

финансовых затрат с позиции контролирующего лица по различным механизмам финансирования.

С применением данного подхода показано, что целесообразность использования внутреннего рынка капитала бизнес-группы как инструмента смягчения финансовых ограничений повышается в случаях, когда компания-заемщик является молодой или небольшой компанией, характеризуется высокой долговой нагрузкой и капиталоемкостью, волатильностью операционного денежного потока, финансирует проект технологического или инновационного характера, не имеет больших финансовых вложений. Вместе с тем границы использования внутреннего рынка капитала бизнес-группы как предпочтительного механизма финансирования связаны с риском финансирования неэффективного инвестиционного проекта. Поэтому при планировании инвестиционного проекта, финансируемого с помощью внутреннего рынка капитала бизнес-группы, рекомендуется привлечение внешних консультантов, при его реализации – обращение к услугам внешних аудиторов и аналитиков. Использование обозначенных механизмов внешнего корпоративного управления позволяет минимизировать риск разрушения акционерной стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы.

Результаты исследования практики финансирования российских бизнес-групп в период с 2014 по 2023 годы показали, что для поддержания своей финансовой обеспеченности отечественные группы компаний установили обширные тесные связи с российскими банками, прежде всего системно значимыми, а также следовали политике централизации внешнего финансирования – как долгового, так и долевого. Эмпирически установлено положительное влияние функционирования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на инвестиции входящих в них компаний.

Дальнейшая разработка вопросов финансового управления в группе компаний может быть направлена на изучение взаимосвязей между внутригрупповым перераспределением капитала и дивидендной политикой входящих в группу компаний.

ПУБЛИКАЦИИ СОИСКАТЕЛЯ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в изданиях, индексируемых в базах данных Web of Science, Scopus, RSCI:

1. Korotkova Y. Empirical Analysis of Motives for Intra-Group Lending in Russian Business Groups // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы. – 2022. – Vol. 16(1). – P. 5–13. (0,99 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,100)
2. Короткова Я.И. Бизнес-группы и их внутренние рынки капитала: зарубежный и российский опыт // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. – 2021. – №5. – С. 72–90. (1,2 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,871)

3. Korotkova Y. Internal Capital Markets in Russian Business Groups: Evidence from Corporate Investments // Journal of Corporate Finance Research / Корпоративные финансы. – 2020. – № 14(2). – Р. 58–71. (1,37 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,100)

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

4. Короткова Я.И. Экономический анализ нормативного регулирования взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала бизнес-групп // Проблемы теории и практики управления. – 2021. – №9. – С. 218–235. (1,25 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,481)

5. Короткова Я.И. Эффективность внутреннего рынка капитала российских бизнес-групп // Проблемы теории и практики управления. – 2019. – №7. – С. 100–115. (1,21 п.л.) (Импакт-фактор РИНЦ: 0,481)

Иные публикации:

6. Короткова Я.И. Облигационное финансирование российских бизнес-групп (на примере рынка облигаций Московской Биржи) // V Российский экономический конгресс «РЭК-2023» (сборник тезисов докладов). – 2023. – Том XIX. – С.301-304. (0,18 п.л.) (Импакт-фактор: нет)

7. Короткова Я.И. Роль внутренних рынков капитала бизнес-групп в управлении финансовой обеспеченностью компаний // Материалы Международного молодежного научного форума «Ломоносов-2021». Издательство ООО "МАКС Пресс" (Москва). – 2021. (0,16 п.л.) (Импакт-фактор: нет)

8. Короткова Я.И. Анализ экономической составляющей устойчивого развития российских бизнес-групп // Сборник «Устойчивое развитие и новые модели экономики. Международная научная конференция, посвященная 40-летию кафедры экономики природопользования экономического факультета МГУ имени М. В. Ломоносова»: Сборник тезисов под редакцией С. Н. Бобылева. Экономический факультет МГУ имени М. В. Ломоносова. – 2019. – С. 316–318. (0,12 п.л.) (Импакт-фактор: нет)

9. Короткова Я.И. Особенности формирования финансового рычага компаний в бизнес-группах // Материалы Международного молодежного научного форума «ЛОМОНОСОВ-2019». Издательство ООО "МАКС Пресс" (Москва). – 2019. – Т.1. (0,16 п.л.) (Импакт-фактор: нет)