

В диссертационный совет МГУ.052.1
при Московском государственном
университете имени М.В. Ломоносова

ОТЗЫВ официального оппонента
на диссертацию на соискание ученой степени
кандидата экономических наук Красильниковой Елены Вадимовны
на тему: «Стратегии финансирования компаний на стадиях жизненного
цикла с позиции устойчивого развития»
по специальности 5.2.4. Финансы

Актуальность темы кандидатской диссертации Красильниковой Е.В. не вызывает сомнений и обусловлена существенными практическими и теоретическими проблемами финансирования современных нефинансовых компаний. В настоящее время финансирование компаний выступает механизмом не только количественного роста компаний, но и стимулирует устойчивое развитие компаний. Соискатель указывает на значимые проблемы ограниченности финансирования компаний на практике, в условиях новых вызовов и поставленных Целей устойчивого развития выделяет дополнительные ключевые аспекты финансирования и определяет, что в научной литературе они исследованы отдельно, вне системных представлений. Сочетание практических ограничений и теоретических пробелов ухудшает качество разрабатываемых стратегий финансирования компаний. Новые вызовы, связанные с ЦУР, обуславливают использование инструментов устойчивых финансов. Однако для компаний, которые не являются «зелеными», выпуск устойчивых облигаций менее реалистичен. Для них соискатель указывает на значимость улучшения их Environmental, Social, Governance (ESG) результатов, что непосредственно влияет на привлечение нового финансирования.

Важным представляется решение соискателем стратегических вопросов в контексте изучения финансирования компаний, что в конечном итоге, может ускорить экономический подъем, является существенным для развитых и для развивающихся стран – все это усиливает актуальность и долгосрочный интерес выбранной соискателем темы исследования.

В заслугу соискателя следует отнести глубину поставленных задач и фундаментальность цели исследования. Соискателем решен комплекс взаимосвязанных задач: выделены ключевые компоненты стратегии финансирования, доказаны взаимосвязи между ними, все это логически и методологически привело к достижению цели исследования для решения научной проблемы о развитии подхода к стратегиям финансирования компании.

Соискателем всеобъемлюще и с разных сторон эмпирически исследованы проблемы финансирования современных компаний.

Степень обоснованности положений, выносимых на защиту, научных выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, их достоверность.

Обоснованность положений и достоверность полученных научных результатов и выводов подтверждается корректностью методологии исследования, обеспечена использованием фундаментальных теорий и концепций по теме исследования, академических и современных научно-практических работ в ведущих изданиях. В заслугу соискателя следует отнести использование обширного списка научной литературы, состоящего из 385 наименований.

Достоверность положений и результатов исследования подтверждается применением соискателем корректных общенаучных методов: анализа и синтеза, систематизации и классификации, использованием широкого спектра прикладных методов, методов статистического и регрессионного анализа. Также достоверность положений и результатов основана на

использовании современных открытых данных из достоверных источников. Заслуживает внимания широкая апробация положений и научных результатов диссертационной работы в виде большого числа публикаций и ежегодных выступлений на научных мероприятиях разного уровня.

Текст диссертации Красильниковой Е.В. является целостным, представлен структурированно, четко прослеживается логика исследования. Рассуждения, выводы и рекомендации соискателя уместно сопровождаются таблицами и рисунками. Личный вклад соискателя отражен в содержании диссертации и характеризует научные значимые результаты.

Научной новизной и отличительной особенностью является системный взгляд соискателя на стратегию финансирования компании за счет обоснованных и эмпирических доказанных взаимосвязей между выделенными существенными компонентами стратегии – все это определяет более глубокую теоретическую основу исследования.

Среди основных результатов, обладающих элементами научной новизны, можно отметить, что соискателем дополнены выводы о том, что особенности агентских отношений, которые характеризуются структурой собственности и структурой совета директоров компании, связаны с предпочтительностью источников финансирования. Эмпирически доказано, что для российских компаний с присутствием крупных собственников и участием государства, разнообразием Совета директоров повышается балансовый и рыночный леведредж, который характеризует структуру капитала компании. При этом соискатель различает особенности агентских отношений для компаний, действующих в условиях разной институциональной среды, а также структурирует агентские проблемы и предпочтительные источники финансирования на разных стадиях жизненного цикла.

Особое внимание в диссертационной работе уделено новым вызовам, связанным с устойчивым развитием. Во-первых, соискателем обосновано,

что в упрощенном виде следование компаниями принципам устойчивого развития может быть интерпретировано через их ESG результаты. Во-вторых, существенным новым научным результатом, который обладает, как практической значимостью, так и теоретической ценностью является вывод о том, что гармонизация агентских отношений (при прочих равных неизменных финансовых результатах) является нефинансовым драйвером и ускоряет следование компаниями принципам устойчивого развития. К элементам научной новизны также можно отнести выводы о сопоставлении влияния разнообразия Совета директоров: присутствия женщин в Совете, числа независимых директоров, общего числа директоров на улучшение общих ESG результатов и отдельно индикаторов E, S, G для российских компаний и компаний на развитом рынке капитала. В-третьих, новым значимым научным результатом является вывод о том, что: 1) присутствие крупных собственников, разнообразие Совета директоров в российских компаниях улучшает ESG результаты; 2) в свою очередь, для компаний, улучшающих ESG результаты, обосновано и доказано снижение затрат на собственный и заемный капитал, расширение источников финансирования. Причем соискателем выявлено разное по силе влияние отдельных индикаторов E, S, G на снижение затрат на капитал, на повышение долговой нагрузки и капитализации компаний. Также соискателем получены новые выводы о различии влияния долговой нагрузки на вероятность нахождения на стадиях жизненного цикла для малых и крупных компаний.

Кроме того, к сильным сторонам работы также следует отнести научные результаты о нелинейности влияния: увеличение директоров в Совете до определенного числа способствует росту ESG результатов, а далее возможно снижение; в свою очередь, если компания демонстрирует слабые ESG результаты, то их незначительное улучшение может не приводить к снижению затрат на капитал, в отличие от компании с высокими ESG результатами. В результате, соискателем обоснована и доказана необходимость встраивания ESG результатов в стратегии финансирования

компаний в контексте новых вызовов устойчивого развития. Причем данный вывод, но с разной силой воздействия ESG, эмпирически подтверждается соискателем, как для компаний на развитом рынке, так и на развивающемся.

Теоретическая значимость диссертационной работы заключается в углублении теоретических основ финансирования компаний: на основе полученных научных результатов соискателем разработан и сформулирован научный подход к разработке стратегии финансирования.

Практическая значимость диссертационной работы заключается в широкой применимости выводов исследования, в том числе в долгосрочном периоде. Например, научные результаты соискателя о том, что концентрация собственности и разнообразие Совета директоров выступает благоприятным фактором в следовании принципам устойчивого развития могут быть использованы в повышении качества корпоративного управления в компании. Научные результаты соискателя о снижении стоимости затрат на капитал при улучшении ESG результатов могут быть применимы: институтами развития в усовершенствовании методических принципов устойчивого развития; банками для разработки условий и для определения ковенант в предоставлении кредитов, для определения возможных скидок и снижения ставок по кредитам; непосредственно менеджерами для рекомендаций по управлению финансами устойчивого развития. На основе развитого научного подхода соискателем предложен методический инструментарий, а именно сформулирована пошаговая методика разработки стратегии финансирования, обоснована ее применимость для большинства нефинансовых компаний; представлены приоритетные источники финансирования на разных стадиях жизненного цикла компании.

Тем не менее, можно выделить ряд **дискуссионных моментов и замечаний** к диссертационной работе Красильниковой Е.В.

Во-первых, соискателем определено и эмпирически доказано, что концентрация собственности является стимулирующим фактором,

улучшающим ESG результаты российских компаний. Однако в России очень концентрирована собственность, и ее дальнейшая концентрация не всегда приводит к положительным результатам. В таком случае, уместно определить пороговое значение концентрации собственности, после которого не будет наблюдаться положительных эффектов в улучшении ESG.

Во-вторых, в эмпирическом исследовании влияния значений ESG-критериев на леверидж, рыночную стоимость и величину долга, целесообразно было рассмотреть влияние самого раскрытия самих ESG-показателей на эти показатели. Это усилило бы аргументацию соискателя о том, что улучшение ESG результатов расширяет финансирование данных компаний.

В-третьих, работа бы выиграла, если автор рассмотрел связь ESG-финансирования со стадиями жизненного цикла не только российских, но и зарубежных компаний, рассмотрел отраслевую специфику этой связи.

В-четвертых, широкий замах соискателя по развитию концептуальной идеи о разработке стратегии финансирования привел к присутствию повторов мыслей в тексте диссертации.

Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней.

Вместе с тем, указанные замечания не умаляют теоретическую и практическую значимость диссертационной работы Красильниковой Е.В., не ставят под сомнение новизну исследования и ценность результатов. Диссертационная работа является самостоятельным, законченным научным исследованием, выполнена на высоком научном уровне, результаты обладают научной новизной.

Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В. Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 5.2.4. Финансы (по экономическим наукам), а также критериям, определенным пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых

степеней в Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова, а также оформлена согласно требованиям Положения о совете по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Таким образом соискатель, Красильникова Елена Вадимовна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Официальный оппонент:

профессор Кафедры корпоративных финансов и
корпоративного управления,

Факультета экономики и бизнеса,

федеральное государственное образовательное бюджетное
учреждение высшего образования

«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

доктор экономических наук, профессор

Батаева Бэла Саидовна

14.05.2024

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:

08.00.05 - Экономика и управление народным хозяйством

Адрес места работы:

125167, г. Москва, Ленинградский проспект, 49/2

Тел.: 84999439855; e-mail: bbataeva@fa.ru