

**ОТЗЫВ официального оппонента**  
**на диссертацию на соискание ученой степени**  
**кандидата экономических наук Коротковой Яны Игоревны**  
**на тему: «Внутренний рынок капитала как инструмент смягчения**  
**финансовых ограничений в отношении компаний бизнес-группы»**  
**по специальности 5.2.4. Финансы**

**Актуальность избранной темы исследования** обусловлена рядом обстоятельств. Во-первых, на основе традиционных взаимоотношений в группах компаний развиваются целостные экосистемы бизнеса. В мире такие процессы относятся к наименее изученным, а именно: движение денежных потоков внутри группы, роль такого перераспределения для формирования результатов деятельности как группы, так и отдельных ее единиц. Во-вторых, исследования внутреннего рынка капитала объективно ограничиваются сложностью сбора данных о внутренних процессах. Всё это обуславливает научную актуальность избранной темы диссертации.

В России изучение возможностей отечественных бизнес-групп по внутреннему маневрированию финансовыми средствами имеет высокую практическую востребованность в связи с оптимизацией инвестиционных процессов, обеспечиваемых во многом за счет собственных средств. Постановка национальных целей развития России в условиях структурной трансформации ее экономики и международных санкций требует максимально полного и продуктивного использования капитальных ресурсов отечественного бизнеса. Это, бесспорно, свидетельствует об актуальности темы и своевременности диссертационного исследования Коротковой Я.И., нацеленного на выявление и научное обоснование направлений воздействия

внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на финансовую обеспеченность компаний-участников.

Диссертация является оригинальным ответом на актуальные постановки проблем финансирования инвестиционных проектов в условиях финансовых ограничений, поскольку содержит комплексную характеристику особенностей финансового взаимодействия компаний на внутренних рынках капитала бизнес-групп в целях повышения их финансовой обеспеченности. Автор последовательно решает отвечающие цели работы исследовательские задачи, включающие систематизацию факторов возникновения у компании финансовых ограничений; разработку теоретико-методологического подхода к исследованию функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы как инструмента смягчения финансовых ограничений компаний-участников; характеристику практики финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях международных санкций и роли внутренних рынков капитала групп в поддержании инвестиционной активности их участников; сопоставление внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов; выделение и апробацию факторов, обуславливающих целесообразность использования внутригрупповых займов для финансирования инвестиционных проектов компаний группы.

**Степень обоснованности положений, выносимых на защиту, научных выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации, их достоверность.** Положения, выносимые на защиту, сформулированные в диссертации научные выводы и рекомендации следует признать достоверными и обоснованными. Это обусловлено логичностью внутренней структуры исследования, широтой и многообразием его эмпирической базы, релевантностью методов исследования, использованием работ ведущих российских и зарубежных ученых по изучаемой проблематике, а также содержанием собственных эмпирических исследований автора.

Исследование выполнено с использованием принятых в мире методов эконометрического моделирования. Данная методология использована корректно. Во-первых, проведен эмпирический анализ зависимости инвестиций аффилированных компаний от разнообразных внутрифирменных и групповых факторов. Для этого с помощью обобщенного метода моментов оценены динамические инвестиционные модели по данным о более чем 500 российских компаниях - участниках бизнес-групп. Во-вторых, проведен регрессионный анализ факторов, влияющих на распределение финансовых ролей компаний в бизнес-группах, построены логит-модели по данным о более чем 200 аффилированным акционерным обществам. В своем исследовании автор опирался на данные из официальных, открытых и достоверных источников, тщательно обозначал и описывал их применение в работе.

Выводы диссертации обоснованы и логично вытекают из полученных результатов, их анализа и интерпретации. Работа характеризуется четкой взаимосвязью теоретического, аналитического и рекомендательного компонентов. Научный стиль языка и логика изложения демонстрируют высокий научный уровень автора диссертации как исследователя. Автореферат полностью соответствует содержанию диссертации.

Основные результаты исследования были представлены на различных научных и научно-практических конференциях. Результаты опубликованы в ведущих рецензируемых научных журналах – в изданиях, индексируемых в международных базах данных, а также изданиях, рекомендованных Ученым советом МГУ имени М.В.Ломоносова для защиты в диссертационном совете МГУ по специальности 5.2.4. Финансы. В опубликованных работах основные положения диссертации изложены достаточно полно.

**Новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации,** не вызывает сомнений. Новизна определяется предложенным в работе авторским решением проблемы

финансирования инвестиционных проектов бизнес-группы в условиях финансовых ограничений с помощью ее внутреннего рынка капитала. В основу предложенного решения о финансировании инвестиционных проектов в рамках бизнес-групп положен разработанный и обоснованный соискателем функционально-затратный подход к сравнению внутреннего рынка капитала бизнес-группы, фондового и кредитного рынков как альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов.

К числу наиболее интересных и оригинальных результатов исследования можно отнести:

- выводы автора о параметрах компаний и инвестиционных проектов, для которых целесообразно предпочесть внутригрупповые займы альтернативным механизмам финансирования; эти выводы верифицированы в исследовании на данных о кредитном взаимодействии компаний на внутренних рынках капитала ведущих российских бизнес-групп;

- вывод о «светлой стороне» (“bright side”) внутреннего рынка капитала, положительном влиянии групповых факторов на инвестиционную активность компаний-членов группы в условиях финансовых ограничений, доказанном на обширном эмпирическом материале участников российских бизнес-групп;

- вывод о «темной стороне» (“dark side”) внутреннего рынка капитала, факторах потенциального разрушения стоимости внутренним рынком капитала бизнес-группы и выявленных пределах обращения к нему как к целесообразному механизму финансирования инвестиций.

Самостоятельность и компетентность автора диссертационной работы следует оценить очень высоко. Работа имеет явный самостоятельный характер, отвечает международным требованиям к исследовательским работам в области корпоративных финансов, содержит оригинальные положения и рекомендации. В заслугу автору следует отнести опору на конкурентностный подход в рамках исследования. Этот подход реализуется,

в частности, при анализе движения финансовых ресурсов внутри бизнес-группы (внутригрупповая конкуренция за капитальные ресурсы) и при сопоставлении внутреннего рынка капитала с внешними рынками – фондовым и кредитным – как альтернативными механизмами финансирования, доступными компаниям в группе.

Теоретическая значимость исследования заключается:

- 1) в углубленном понимании причин, относительных преимуществ и недостатков обращения к внутреннему рынку капитала бизнес-группы, фондовому и кредитному рынкам как альтернативным механизмам финансирования;
- 2) в систематизации факторов возникновения финансовых ограничений компании;
- 3) в раскрытии механизма функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы и его возможных стоимостных последствий.

Собранные и обработанные данные и методы, примененные к оценке внутригруппового финансового взаимодействия компаний, представляют собой достойный материал для изучения на научно-исследовательских семинарах магистров и аспирантов. По примечаниям к годовой отчетности ведущих российских публичных компаний автор вручную собрал данные по объемам предоставленного и привлеченного внутригруппового финансирования, а также распределения финансовых ролей компаний на внутренних рынках капитала бизнес-групп. Выводы по результатам анализа этих данных представляют особую ценность.

Практическая значимость исследования состоит в том, что основные результаты исследования могут быть использованы в практике финансового управления в российских компаниях, в работе советов директоров при разработке долгосрочных стратегий развития бизнес-групп. Характеристика сложившейся в санкционный период модели финансирования знаковых российских бизнес-групп, основанная на результатах глубокого

эмпирического исследования соискателя, безусловно интересна для широкого круга лиц – практиков, исследователей, преподавателей и студентов.

**Замечания по содержанию диссертации.** Несмотря на общий высокий уровень представленной диссертации, необходимо сделать некоторые комментарии.

Во-первых, по вопросам методологии анализа автор уделил много внимания сравнительному анализу группы затрат, связанных, с одной стороны, с привлечением финансирования посредством обычной практики работы с финансовым рынком и с другой- через механизм внутреннего рынка капитала. Систематизированы формализованные модели. Однако в работе *напрямую* не рассматривается важный аспект – это уровень рисков и соответственно требуемой за риск доходности заемного капитала и собственного капитала. На мой взгляд, данный аспект анализа на теоретическом уровне является необходимым и существенным условием для выводов о преимуществах либо недостатках внутреннего рынка капитала бизнес-групп. Выбор наименее затратного механизма финансирования, на котором сделан акцент автором, не может быть полным без анализа рисков.

Во-вторых, автор применяет метод чистой кредитной позиции для выявления внутригрупповой финансовой роли компаний, входящих в бизнес группу, приводя аргумент о том, что такой показатель позволяет осуществить прямой анализ движения ресурсов в группе. Автор использует подход, предложенный в работе Д.Бучука и соавторов. (с. 128). Однако не предоставлено комментариев, почему в этом подходе применен критерий-водораздел 5% совокупных активов, чем вызвана именно такая граница.

В-третьих, при построении исследовательской модели автор дает описание переменных (с.133). Считаю, что недостает обоснования показателя «положения компании в группе» (CFR) .Не ясно, почему он рассчитывается через долю дивидендов.

В-четвертых, в работе не акцентирован альтернативный механизм внутреннего рынка капитала в форме трансфертного ценообразования. Ясно, что это весьма сложный пласт для исследования с точки зрения возможности сбора данных. Однако именно для того, чтобы уловить и выявить возможную роль такого механизма в международной академической литературе строятся модели чувствительности объемов капиталовложений участников бизнес-групп к операционным потокам денежных средств.

В-пятых, выводы по задаче 5 – выделить факторы, обуславливающие целесообразность использования внутригрупповых займов, не систематизированы комплексно и в явной форме.

Наконец, на мой взгляд, не удачно сформулирована цель работы, поскольку автор делит ее на две части: на выявление и на научное обоснование направлений воздействия внутреннего рынка капитала на финансовую обеспеченность компаний – членов группы. Считаю, что вторая часть- «научное обоснование» не должно являться целью. Любая академическая работа на любую тему требует научного обоснования подхода как базы, рамок, в которых будет выстроена система инструментов.

Вместе с тем, указанные замечания не умаляют значимости диссертационного исследования. Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В.Ломоносова к работам подобного рода.

Содержание диссертации соответствует специальности 5.2.4. Финансы (по экономическим наукам), а именно следующему ее направлению п. 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент, 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, на соискание ученой степени доктора наук Московского государственного университета имени М.В.Ломоносова.

Считаю, что соискатель Короткова Яна Игоревна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Официальный оппонент:  
доктор экономических наук, профессор,  
руководитель Школы финансов  
Факультета экономических наук,  
заведующая научно-учебной лабораторией  
корпоративных финансов  
ФГАОУ ВО «Национальный  
Исследовательский Университет  
«Высшая Школа Экономики»

Ивашковская Ирина Васильевна

19 ноября 2024

Контактные данные:

тел.: +7(495)7729590, доб. 27407, e-mail: iivashkovskaya@hse.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом  
защищена диссертация:

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

109208, г. Москва, Покровский бульвар, д.11,

ФГАОУ ВО Национальный Исследовательский Университет «Высшая  
Школа Экономики», Школа финансов Факультета экономических наук,  
научно-учебная лаборатория корпоративных финансов

Тел.: +7(495)7729590, доб. 27407, e-mail: iivashkovskaya@hse.ru

Подпись сотрудника ФГАОУ ВО

«Национальный Исследовательский Университет

«Высшая Школа Экономики»

Ивашковской И.В. удостоверяю:

руководитель/кадровый работник