

**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 диссертационного исследования.** Диссертация Коротковой Яны Игоревны посвящена исследованию роли внутреннего рынка капитала бизнес-группы в удовлетворении финансовых потребностей компаний-участников в условиях ограниченности возможностей получения средств от внешних инвесторов. Поиск и грамотное использование внутренних финансовых резервов для расширения инвестиционных процессов в российских компаниях, безусловно, является важной задачей, стоящей перед отечественным бизнесом в современных условиях.

Принимая во внимание высокую степень распространения бизнес-групп в российской экономике, их доминирующую роль в формировании ВВП страны и обеспечении экономического роста, исследование особых финансовых возможностей внутренних рынков капитала таких субъектов приобретает особую актуальность. Именно поэтому выявление и обоснование направлений воздействия внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на финансовую обеспеченность компаний-участников, на наш взгляд, заслуживает одобрения, имеет высокую теоретическую и прикладную ценность.

Результаты проведенного Коротковой Я.И. разностороннего эмпирического исследования проблем финансирования российских бизнес-групп и перераспределения капитала между аффилированными компаниями представляют практический интерес как для существующих, так и для потенциальных инвесторов таких компаний. Предложенные в диссертации

перспективные направления использования внутригруппового финансирования для расширения инвестиционного процесса в компаниях-участниках могут быть использованы в практической профессиональной деятельности финансовых менеджеров. Кроме того, отдельные элементы диссертационного исследования соискателя также могут быть полезны для органов государственного управления при разработке ими мер по повышению доступности финансовых ресурсов для реального сектора экономики.

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

Обоснованность теоретических выводов и практических рекомендаций, содержащихся в диссертации, обеспечена квалифицированным анализом множества работ зарубежных и российских ученых. Список источников содержит 223 наименования, включая более 146 первоисточников на английском языке, что подтверждает глубину проработки материала, обоснованность и достоверность выводов.

Апробированный автором научно-методический аппарат представляется корректным для реализации поставленных в диссертации задач, характеризуется применением общепринятых в экономической науке методов исследования: анализа и синтеза, дедукции, методов абстрагирования и классификации, систематизации, статистических методов, методов эконометрического моделирования.

Диссертацию отличает богатая эмпирическая и информационная база исследования, высокая степень, глубина и качество проработки статистических и аналитических материалов, релевантных для предмета исследования: материалов Банка России и Московской Биржи, баз данных агентств, уполномоченных раскрывать информацию на российском рынке ценных бумаг, системы СПАРК, Preqvesa.

Достоверность проведенного исследования также подтверждается апробацией его результатов на практике. Основные положения диссертации

Коротковой Я.И. доложены автором и положительно оценены академическим сообществом на 11 конференциях, опубликованы в 5 работах в рецензируемых научных изданиях, индексируемых в Web of Science, Scopus и RSCI и рекомендованных для защиты в диссертационном совете МГУ имени М.В. Ломоносова по специальности 5.2.4. Финансы.

Обоснованность научных положений и выводов, представленных соискателем к защите, также достигается за счет четко выстроенной логики исследования, последовательно раскрываемой в разделах диссертации для достижения поставленной цели и решения сформулированных задач.

**Новизна научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.**

В диссертации Коротковой Я.И. представлены оригинальные идеи и положения, дающие возможность решать новые научные задачи в сфере исследования проблем выбора между альтернативными механизмами финансирования, доступными компаниям-участникам бизнес-группы. К наиболее существенным результатам диссертационного исследования, которые характеризуются научной новизной, можно отнести следующие:

1. Предложена система прямых и косвенных факторов, обуславливающих возникновение финансовых ограничений у компании, среди которых доминирующая роль отведена автором транзакционным издержкам по привлечению нового финансирования, выступающим таким образом главной причиной финансовых ограничений. Данная систематизация выступает отправной точкой для развития и обоснования авторского подхода к сравнению альтернативных механизмов финансирования инвестиционных проектов компании.

2. На основе учета специфики внутригруппового перераспределения финансовых средств и описания влияния каждого из выявленных факторов на стоимость компании, обоснована финансовая ценность внутреннего рынка капитала бизнес-группы как инструмента смягчения финансовых ограничений.

3. Проведено комплексное эмпирическое исследование практики финансирования ведущих российских бизнес-групп в период с 2014 по 2023 год, в результате которого автором на основе репрезентативной выборки подтверждено положительное влияние функционирования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп на инвестиционную активность компаний-участников.

4. Предложен методический подход к выбору контролирующим бизнес-группу лицом наименее затратного механизма на основе оригинальной авторской системы показателей финансовых затрат, соответствующих трем альтернативным механизмам финансирования (с помощью фондового рынка, банковского кредитования и внутреннего рынка капитала бизнес-группы).

5. На основе сформулированного автором функционально-затратного подхода идентифицированы конкретные параметры компаний и инвестиционных проектов, преимущества и ограничения каждого из трех выбранных типов финансирования, расчеты эмпирически апробированы на выборке из российских бизнес-групп, для финансирования которых – по результатам проведенного исследования – целесообразно использовать внутригрупповые ресурсы.

#### **Замечания по содержанию диссертации.**

Отмечая высокий теоретический уровень, научную новизну и значимость проведенного диссертационного исследования, следует указать ряд присущих ему недостатков и дискуссионных вопросов:

1. При рассмотрении правовых трактовок бизнес-групп в российском законодательстве автор уделяет внимание только «финансово-промышленным группам» и «банковским группам / холдингам», не упоминая не менее близкие по смыслу юридически закрепленные термины «группа лиц» (ст. 9 Закона «О защите конкуренции»), «аффилированные лица» (ст. 53.2 Гражданского кодекса РФ), «взаимозависимые лица» (ст. 105.1 Налогового кодекса РФ), «консолидированная группа налогоплательщиков» (ст. 25.2 Налогового кодекса РФ). Это представляется упущением автора, т.к. на

практике применительно к предприятиям (а не банкам) именно эти термины широко используются контролирующими органами, а также в экспертной и консалтинговой деятельности для выявления и обоснования группового характера взаимоотношений бизнес-единиц. Недостаточная «аккуратность» в работе с нормативно-правовыми актами заметна и в использовании термина «инсайдер» исключительно как контролирующего лица (или акционера), хотя он гораздо шире, зафиксирован нормативно (например, в Законе от 27.07.2010 №224-ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком...» и Положениях об инсайдерской информации самих российских бизнес-групп), и может включать всех лиц, имеющих доступ к инсайдерской информации, необязательно – контролирующих.

2. Несмотря на отмеченную колоссальную работу соискателя преимущественно с зарубежной методической и научной литературой, на основе которой проведено экономическое моделирование, из 54 российских источников (за исключением справочных материалов и нормативно-правовых актов), 35 источников (65%) старше 2018 года, что может поставить под сомнение актуальность некоторых тезисов.

3. Спасение слабых предприятий как следствие корпоративного социализма, возникающего по причине оппортунистического поведения контролирующих лиц и менеджеров и слабости механизмов корпоративного контроля, по мнению автора, ведет к разрушению стоимости бизнес-группы (табл. 3). Дискуссионность данного тезиса требует прояснения того, что именно автор понимает под «спасением». К примеру, сделки слияний и присоединений с участием ослабленных, финансово неблагополучных компаний на макроуровне могут рассматриваться как механизм предупреждения несостоятельности проблемных компаний; на микроуровне – с позиции компании-инвестора, приобретающей актив по сниженной стоимости – как способ увеличения стоимости объединенного бизнеса за счет достижения синергетического эффекта.

4. Пояснений требуют и отдельные параметры, введенные автором при моделировании. Так, автору следовало четче разграничить роли, функции и характеристики «компаний-сберегателя» и «компаний-заемщика» применительно к бизнес-группе при формировании формул информационных критериев в главе 3. В текущем виде понимание их взаимосвязи при каждом типе финансирования затруднено. Удивительные нулевые значения финансового рычага в подвыборках №2 (фирмы-кредиторы) и №3 (фирмы с нейтральным кредитным статусом), представленные в табл. 26 на стр. 134 диссертации, никак не прокомментированы автором.

5. Идея автора об эмпирически доказанной целесообразности и полезности внутригруппового финансирования представляется довольно смелой на фоне негативного отношения к внутригрупповому финансированию, особенно в бизнес-группах с государственным участием, что обеспечивает их функционирование в преференциальных условиях. По тексту диссертации все время говорится о пользе внутреннего рынка капитала, о его первостепенности при финансировании, что противоречит традиционной финансовой теории, базовым принципом которой является аксиома о том, что заемный капитал дешевле собственного, которые в диссертации понимаются как практически бесплатные.

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

Вместе с тем, указанные замечания не снижают значимости диссертационного исследования. Диссертация Коротковой Яны Игоревны является самостоятельным законченным научным исследованием, обладающим научной новизной, 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) в части п. 15. Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент, а также

критериям, определенным пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В. Ломоносова. Диссертация 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.

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

Официальный оппонент:

доктор экономических наук, доцент,  
профессор кафедры финансового менеджмента  
факультета государственного управления  
ФГБОУ ВО «Московский государственный  
университет имени М.В. Ломоносова»

Львова Ольга Александровна

---

18.11.2024 г.

Контактные данные:

тел.: +7(495)9391101, e-mail: lvova@spa.msu.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом  
защищена диссертация:

08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством

Адрес места работы:

119991, г. Москва, Ломоносовский проспект, д. 27, корпус 4,  
ФГБОУ ВО «Московский государственный университет имени М.В.  
Ломоносова», кафедра финансового менеджмента факультета  
государственного управления

Тел.: +7(495)9391101, e-mail: lvova@spa.msu.ru

Подпись сотрудника ФГБОУ ВО  
«Московский государственный  
университет имени М.В. Ломоносова»

Львовой О.А. удостоверяю:

Заместитель декана ФГУ МГУ

Богданов С.В.