

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 избранной темы

Эффекты следования целям устойчивого развития (ЦУР) в целом и концепции ESG в частности начали приобретать особенную популярность в последние пять лет. Специальный интерес представляет компонента экологического окружения, выраженного буквой Е в аббревиатуре.

Нарастающий интерес к темам ЦУР и ESG на практике стал пробуждать стимулы недобросовестного поведения, когда компании искажают интересующие показатели, характеризующие развитие указанных тем (областей). Первым ярким примером было манипулирование объемом выхлопных газов немецкой компанией Volkswagen при поставке автомобилей в США в 2016 г. Случаи последних лет в целом уже обобщенно называют «зеленым отмыванием» (green-washing).

Поэтому для России становится важным разобраться в том, что в теме ЦУР/ESG является полезным, какие существуют позитивные эффекты от дополнительных инвестиций в этих областях; но одновременно и что может быть негативного, и какие шаги могут способствовать выявлять и минимизировать последние, увеличивая число первых.

Представленное исследование Красильниковой Елены Вадимовны отвечает этим задачам, и поэтому является актуальным.

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

Выводы работы являются обоснованными, поскольку использованы две общепринятые группы инструментов: обзор литературы для формирования методологической части исследования (пункты новизны 1 и 2) и эконометрический аппарат для формулировки выводов из математической части (пункты новизны 3 и 4, и следующий из них пункт 5).

В рамках первой части исследования рассмотрен обширный перечень источников (360 статей и 25 дополнительных аналитических материалов). Учитывая ссылки на иные работы в процитированных, можно считать проведенный срез текущего объема знаний в области корпоративных финансов и, в частности, эффектов ЦУР/ESG в них полным и достаточным.

В рамках второй части исследования использовались модели на панельных данных и бинарного выбора. Первые использовались для определения детерминант текущего уровня значений индикатора ESG и подындикаторов E, S, G; и детерминант стоимости собственного и заемного капиталов. Вторые – для детерминант перехода между стадиями развития компаний. Для подтверждения выводов использованы принятые критерии статистической значимости и выбора предпочтительной эконометрической спецификации из рассмотренных. Поэтому выводы корректны.

Достоверность

Представленные результаты являются достоверными с учетом нашего текущего знания и понимания процессов, связанных с ЦУР/ESG, и доступных методов исследования. Приведенное примечание является указанием на общее ограничение исследований в экономике, особенно в представленной области, когда для эмпирического анализа доступны только данных из прошлого (ретроспективные), а возможность полноценного научного эксперимента – отсутствует.

В идеале, мы бы хотели наблюдать пары подобных компаний, одни из которых стали менять по одному фактору, который мог бы определять повестку организации в области ЦУР/ESG, и рассматривать, как такие изменения находили отражения в индикаторе ESG. Однако, ни одна из

компаний в мире не согласится на подобный эксперимент, поскольку цель их деятельности – не участие в эксперименте, а максимизация достатка акционеров через прирост стоимости акций или через выплаты дивидендов. Отсутствие такого эксперимента говорит о том, что выводы, сделанные из изучения ретроспективных данных, могут не повториться в будущем. Поэтому формулирование рекомендаций из таких выводов требует добавления, как минимум, допущения о возможной множественности исходов в будущем на казалось бы устойчивую меру воздействия (изменения изученного фактора).

Более того, способность измерения интересующих индикаторов ЦУР – и особенно ESG – является условно прозрачным. Соответствующие методологии измерения меняются со временем. Поэтому целесообразно дополнять формулируемые рекомендации ограничениями на действие социально-психологического принципа, когда объект исследования начинает меняться, становясь таким объектом (“What gets measured, gets managed”).

Научная новизна

В исследовании заявлено пять пунктов научной новизны, которые включают следующие:

1. Разработана обобщенная стратегия финансирования с учетом стадии развития компании;
2. Определены изменения в отношениях между акционерами при переходе компаний между стадиями развития компании;
3. Показаны детерминанты ESG и его компонент, стоимости капитала;
4. Обоснованы детерминанты перехода между стадиями развития компании;
5. Предложена методика разработки стратегии финансирования, подход проиллюстрирован на примере одной компании.

Наибольший интерес для меня представляют результаты 3 и 4. Если правильно понимаю использованный показатель ESG и его компоненты, то более лучшему (желательному, большему соответствуя ЦУР) соответствуют более высокие значения ESG и компонент.

Тогда из результатов 3 следует два результата. Для спецификаций, где одинаков знак коэффициентов - показатели ESG хуже (ниже), если высока неденежная прибыль (доходность на активы, ROA), но если меньше приходит денег (CFO); если меньше независимых директоров (Indep). Чем выше показатель ESG, тем ниже r_e и r_d .

Из результатов 4 следует знакочередование по каждому из рассмотренных факторов на трех этапах перехода (между четырьмя стадиями): маржа операционной прибыли, коэффициент текущей ликвидности, константа, не только по более обсуждаемому фактору долговой нагрузки (рычага, «левереджа»).

Замечания по диссертации

Представленная работа не свободна от недостатков. В частности, можно указать на следующие замечания и связанные с ними вопросы:

- 1) При определении детерминант стоимости (затрат) на привлечение собственного и заемного капитала фактор ESG используется в первой и второй степенях, при этом при определении детерминант ESG фактор размера совета директоров (числа директоров в совете, *Board_size*) использован сразу только в квадрате. Последовательным видится использование фактора *Board_size* также в первой и второй степенях, что позволило бы определить точку перелома тенденции (оптимальное значение показателя *Board_size*). Насколько такой учет фактора *Board_size* сохраняет полученные выводы о знаках и значимости коэффициентах при детерминантах ESG?
- 2) В работе при обсуждении гипотез и интерпретации результатов равнозначно используются понятия стоимости капитала (собственного или заемного) и затрат на его привлечение. В частности, делаются выводы о том, что более позитивные результаты ESG (особенно в сфере управления, G) «преимущественно способствуют снижению стоимости собственного капитала» (r_e).

Здесь возникает вопрос к тому, про какой индикатор все-таки идет речь: про доходность, про затраты или про стоимость капитала; если про стоимость, то измеренную каким образом. Например, сложно представить, что акционеры, требующие отдачу (доходность) на свои вложения (на собственный капитал) в размере некоторого числа процентов годовых (ROE), после дополнительных инвестиций в реализацию изменений в структуре управления захотят получать меньше доходность на капитал.

Изменение требуемой доходности (ROE) на капитал для организации в среднем можно представить, если меняется структура собственников. Например, если собственниками стало больше инвесторов с более низким требованием к ROE. Тогда в среднем ROE снизится для всей организации.

Поэтому приветствую уточнение о том, что понимается под r_e ; если это стоимость капитала, то требуемая или расчетная (например, средневзвешенная аналогичная WACC)?

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

Вышеприведенные замечания не являются критическими. 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 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:

доктор экономических наук,
руководитель проектов
департамент исследований и прогнозирования,
Банк России

Пеникас Генрих Иозович

27.05.2024

Контактные данные:

тел.: +7(495)7719999, penikasgi@mail.cbr.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:
08.00.13 – Математические и инструментальные методы экономики

Адрес места работы:

107016, г. Москва, ул. Неглинная, д. 12, офис С-231
Банк России, Департамент исследований и прогнозирования,
Тел.: +7(495)7719999; e-mail: penikasgi@mail.cbr.ru

Подпись сотрудника Банка России
Г.И. Пеникаса удостоверяю:
руководитель/кадровый работник