

**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 темы диссертационного исследования.

Отечественный, а также и мировой опыт доказывает первостепенную роль крупных интегрированных компаний в решении стратегических задач. Исходя из этого, для реализации Указов Президента России №309 от 07.05.2024 и № 526 от 18.06.2024 необходимо устойчивое финансовое обеспечение их деятельности. Следует согласиться с аргументацией автора о возрастании в сложившихся условиях роли внутренних рынков капитала своих групп.

Несмотря на значительную степень разработанности рассматриваемой проблемы, вопросы о факторах и масштабах использования внутренних рынков капитала российских бизнес-групп, особенностях привлечения на эти рынки средств внешних инвесторов и их дальнейшего перераспределения приобретают особое значение.

Все вышеизложенное свидетельствует об актуальности темы диссертационного исследования Коротковой Яны Игоревны.

Обоснованность и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, представленных в диссертационном исследовании.

Обоснованность научных положений, представленных результатов, выводов и рекомендаций в диссертационном исследовании обеспечивается корректностью и логичностью сформулированных задач, поставленных и решенных в процессе исследования, использованием совокупности методов исследования (общенаучных, методах абстрагирования и классификации, систематизации, статистических методах, методах теоретического эконометрического моделирования). Автором изучен большой объем теоретических и эмпирических работ по исследуемой проблематике, прежде

всего, зарубежных авторов (список включает 223 источника). Эмпирическую базу исследования составляют открытые данные по крупнейшим российским группам компаний.

Достоверность результатов диссертационной работы не вызывает сомнения, поскольку полученные автором результаты развивают предыдущие исследования, которые, в свою очередь, подтверждают достоверность полученных результатов исследования автора. Основные положения и результаты диссертационной работы отражены в 9 научных работах, в том числе в изданиях, рекомендованных Ученым советом МГУ имени М.В. Ломоносова для защиты в диссертационном совете – 2 статьи, в изданиях, индексируемых в международных базах данных – 3 статьи. Следует отметить, что авторские предложения и разработки прошли апробацию на международных конференциях.

Структура диссертации имеет логическое построение, включает введение, три главы и заключение. Содержание диссертации обладает внутренним единством, содержит научные результаты и положения, свидетельствующие о личном вкладе автора в науку. Авторская позиция по изучаемой проблеме научно аргументирована и грамотно изложена. В диссертации не содержится противоречий с общепринятыми теоретическими положениями, автор аргументировано их развивает в соответствии с логикой проводимого исследования.

Все это позволяет сделать вывод о том, что научные положения и выводы соискателя являются обоснованными и достоверными.

Научная новизна диссертации заключается в развитии теоретико-методических подходов по совершенствованию механизмов финансирования инвестиционных проектов, реализуемых в группе компаний.

В диссертационном исследовании содержатся новые научные результаты, способствующие обоснованию выбора механизмов финансирования в компаниях, входящих в группу компаний (бизнес-группу), в основе которой лежит иерархическая координация. Наиболее значимыми

результатами диссертационного исследования Коротковой Я.И., имеющими **научную новизну**, являются:

- систематизация факторов, влияющих на трансакционные издержки как причину возникновения у компании финансовых ограничений.

Автор априори связывает финансовые ограничения с наличием трансакционных издержек, не высказывая позицию, что лично он понимает под финансовыми ограничениями.

Тема диссертационной работы языком практиков заключается в исследовании целесообразности внутригруппового финансирования как альтернативного источника внешнего финансирования компании группы, используя в качестве критерия минимизацию трансакционных издержек.

Структурирование трансакционных издержек проведено автором на основе дополненной типологии трансакционных издержек Т. Эггертсона (графа 5 таблицы 1) (стр. 18). Следует отметить, что данный состав трансакционных издержек (исходя из содержания параграфа 3.1 диссертации) определен с позиции инвестора. В основу систематизации факторов взят подход Джонса Г.Р., Хилла К.У.Л. (графа 1 таблицы 1). На основе обобщения, прежде всего, трудов зарубежных авторов (за 1972-2013 гг.), а также отдельных работ отечественных ученых (2005-2023 гг.), в графах 2-3 таблицы 1 автором представлена систематизация факторов влияния на трансакционные издержки;

- выявление и систематизация факторов создания и разрушения стоимости, которые может генерировать внутренний рынок капитала бизнес-группы (стр. 33-37). Автор рассматривает специфику внутригруппового финансирования через методы: взаимного страхования обязательств (стр. 37-39), перекрестного субсидирования (стр. 39-42), выбора степени концентрации внешнего финансирования группы (стр. 43-54), которые являются специфическими методами внутригруппового финансирования. В рамках метода выбора степени концентрации внешнего финансирования группы автор затрагивает финансовые инструменты и рычаги (гарантии,

займы, налоговая экономия, дивидендные выплаты, залог). Автор показывает системные взаимосвязи между факторами возникновения финансовых ограничений компаний (рассмотренные в таблице 1) и спецификой функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы (рассмотрено в параграфе 1.3), которые, однако, на наш взгляд, целесообразно было бы систематизировать и визуализировать (например, в таблице);

- результаты анализа практики финансирования ведущих российских бизнес-групп в период с 2014 по 2023 год, а именно:

1) возрастание за последние 10 лет роли внутренних рынков капитала российских бизнес-групп в финансировании деятельности. Для этого автор провел анализ объемов привлекаемых внешних источников в разрезе долговых (стр. 65-78) и долевых (стр. 70-87) инструментов и их последующего использования для внутригруппового финансирования. Следует отметить, что данные за период 2014-2023 гг. были собраны лично автором вручную. Полученные данные эмпирически подтверждают:

а) характерные особенности финансирования ведущих российских бизнес-групп в условиях санкций, заключающиеся в сокращении привлечения финансовых ресурсов с международных финансовых рынков; установлении тесных связей с российскими кредитными организациями, прежде всего, системно значимыми; более активной роли в привлечении внешнего долгового финансирования материнских компаний;

б) наличие двух этапов внутригруппового финансирования: 2014-2021 гг. (существенный рост), 2022-2023 гг. (сокращение). Однако ситуация со снижением роли внутригруппового финансирования в последние два года автором не комментируется.

На наш взгляд, было бы интересным сопоставление данных о составе (финансовых инструментах) и структуре привлекаемого и предоставляемого финансирования, прежде всего, внутригруппового, а также и внешнего (т.е. детализация данных таблицы 6);

2) наличие большей инвестиционной активности у компаний, входящих в бизнес-группы большего размера, с большей совокупной долговой нагрузкой и рентабельностью активов (стр. 100-102);

- предложенный функционально-затратный подход к выбору механизма финансирования инвестиционного проекта компанией бизнес-группы, заключающийся в определении по каждому механизму финансирования затрат участников бизнес-группы. Критерием выбора механизма является минимизация затрат всей бизнес-группы. Данный подход нашел отражение в предложенных автором показателях расчета приростных затрат бизнес-группы при привлечении финансирования для каждого из трех механизмов (на публичном долговом рынке, банковский кредит, внутригрупповой заем) (стр. 118-127). Для определения затрат бизнес-группы автор в параграфе 3.1 (стр. 105-115) рассматривает функции участников, прямо или косвенно связанных с финансированием компаний бизнес-группы (выделяя трех основных - рынок капитала, банк, внутренний рынок капитала), которые непосредственно влияют на формирование их затрат (компания, реализующей проект, контролирующего лица). Следует отметить, что материал параграфов 3.1 и 3.2, имея теоретизированный характер, требует практической адаптации для применения предложенных автором показателей (формулы 4, 8, 9). Возможно, поэтому использование данных показателей не было апробировано;

- выявленные факторы, влияющие на привлечение компанией средств на внутреннем рынке капитала (являющихся заемщиками), а также на предоставление средств компаниям бизнес-группы (выступающих займодавцами). Это позволило автору сформировать типовую характеристику компании-заемщика и компании-кредитора в бизнес-группе. Следует отметить большую трудоемкость полученных результатов, поскольку для проведения исследования данные собирались автором вручную.

Соответствие темы диссертационным требованиям паспорта специальностей ВАК. Тема диссертации выбрана по научной специальности 5.2.4. Финансы и соответствует следующему ее направлению: 15 «Корпоративные финансы. Финансовая стратегия корпораций. Финансовый менеджмент».

Теоретическая и практическая значимость результатов диссертационного исследования.

Теоретическая значимость результатов исследования заключается в развитии научных знаний об особенностях внутреннего рынка капитала бизнес-группы и его использовании в качестве механизма финансирования инвестиционных проектов компаний группы. Исследование автора являются источником информации в отсутствии в отечественной литературе комплексных исследований роли внутренних рынков капитала бизнес-групп во внутригрупповом финансировании. Авторские предложения могут стать базой для дальнейших исследований в области изучения альтернативных механизмов финансирования в бизнес-группах.

Практическая значимость исследования заключается в том, что полученные результаты могут быть использованы как интегрированными структурами, так участниками финансового рынка для повышения эффективности используемых финансовых механизмов, а также государственными органами для повышения доступности финансовых ресурсов для реального сектора экономики.

Дискуссионные моменты, содержащиеся в диссертационном исследовании. Несмотря на общее положительное впечатление и наличие научной ценности полученных автором результатов, диссертация не лишена ряда дискуссионных моментов:

1. Относительно заявленного автором деления факторов возникновения финансовых ограничений компании на прямые и косвенные. Однако в самой таблице 1 это не конкретизировано. При этом в графе 4, исходя из комментариев автора на стр. 23, представлены инструменты минимизации

негативных последствий асимметрии информации, что вызывает вопрос о целесообразности их включения в таблицу. На наш взгляд, было бы целесообразным, во-первых, показать взаимосвязи между 3-й (факторы влияния) и 5-й (виды транзакционных издержек) графами; во-вторых, уйти от излишней теоретизации формулировок таблицы, сделать их более практико-ориентированными, поскольку в данной редакции они становятся понятными только после ознакомления с текстом диссертации; в-третьих, показать, насколько факторы, выявленные на основе обзора исследований зарубежных авторов до первой половины 2010-х годов, являются актуальными для современной российской экономики.

2. В качестве научной новизны автор заявляет разработку теоретико-методологического подхода (называет его комплексным) к исследованию функционирования внутреннего рынка капитала, однако, в чем особенность данного авторского подхода четко не раскрывается. Кроме того, при раскрытии механизма функционирования внутреннего рынка капитала бизнес-группы финансовые инструменты и экономические рычаги рассматриваются косвенно и только в рамках выбора степени концентрации внешнего финансирования группы, не касаясь транзакционных издержек их использования (в том числе налогообложения, стоимости инструмента). Целесообразно было бы также рассмотреть данные вопросы с учетом институциональных особенностей механизма внутригруппового финансирования в российской экономике, поскольку обзор проведен в основном по зарубежным источникам.

3. В результате проведенного моделирования зависимости инвестиций компаний бизнес-группы от ряда факторов автором сделан вывод о положительном влиянии долговой нагрузки группы и отрицательном влиянии долговой нагрузки самой компании на ее инвестиционную активность. Автор объясняет это тем, что более высокая долговая нагрузка бизнес-группы может не вызывать существенный рост стоимости заемного финансирования вследствие эффекта взаимного страхования, а

привлекаемый группой заемный капитал может распределяться с помощью внутреннего рынка капитала в пользу компаний с большими инвестиционными потребностями. Однако при этом автор не раскрывает, за счет каких финансовых инструментов осуществляется финансирование капитальных вложений компаний бизнес-группы, а также какими показателями оценивается объем внутреннего рынка капитала.

4. Каким образом отбирался круг объясняющих переменных для модели выявления факторов, влияющих на внутригрупповое кредитование (например, для привлечения финансирования инвестиционных проектов важной является рентабельность операционной деятельности, стоимость привлекаемого капитала, налоговая нагрузка).

Автор, определив типовую характеристику компании-заемщика в бизнес-группе (стр. 137), на стр. 140 делает вывод, что «... В силу отмеченных факторов привлечение финансирования от внешних инвесторов для этих компаний будет сопряжено с повышенными транзакционными издержками». Однако:

- этот вывод требует подтверждения в соответствии с формулами 4, 8, 9, которые не апробированы в работе;
- означает ли это, что предложенный автором в параграфе 3.2 выбор механизмов финансирования отменяется.

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 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, 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, профессор,
профессор Кафедры корпоративных финансов
и корпоративного управления Факультета экономики и бизнеса
федерального государственного образовательного
бюджетного учреждения высшего образования
"Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации"

Тютюкина Елена Борисовна

18.11.2024

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:

08.00.01 – Экономическая теория;

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Адрес места работы:

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

телефон: +7 (499) 277-39-61, E-mail: ebtyutyukina@fa.ru