

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Земскова Ирина Михайловна

УПРАВЛЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ РОССИЙСКИХ ПУБЛИЧНЫХ АКЦИОНЕРНЫХ КОМПАНИЙ

5.2.4. Финансы

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Андрианова Людмила Николаевна,
кандидат экономических наук, доцент

Москва – 2024

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 15 мая 2024 г. в 15:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 55, Зал заседаний.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125167, Москва, Ленинградский проспект, д. 49/2, комн. 100 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Рубцов Б.Б., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Криничанский К.В., д.э.н., доцент;
ученый секретарь – Панова С.А., д.техн.н., доцент;

члены диссертационного совета:
Алифанова Е.Н., д.э.н., профессор;
Евлахова Ю.С., д.э.н., доцент;
Ершов М.В., д.э.н.

Автореферат диссертации разослан 11 марта 2024 г.

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. В настоящее время капитализация компании является общепринятым показателем на фондовом рынке, а управление капитализацией является одной из ключевых задач публичных акционерных компаний. Рост и снижение капитализации зависят от поведения инвесторов, которое осуществляется под влиянием информации о компании и рыночных настроений. Такие крупные институциональные инвесторы, как инвестиционные фонды, в своих инвестиционных документах (стратегиях) устанавливают минимальный уровень капитализации компании, при котором они могут осуществлять покупку акций, или выстраивают стратегии инвестирования в компании с определенным уровнем капитализации. Повышение капитализации компании способствует привлечению инвесторов и увеличению акционерного капитала.

Ключевую роль в изучении закономерностей изменения цен и доходности акций, определяющих размер капитализации компаний, сыграла портфельная теория (Г. Марковиц) и ее развитие в виде модели CAPM (Дж. Трейнер, У. Шарп, Дж. Линтнер, Я. Моссин) и подхода АРТ (Ст. Росс). Их синтез позволил сформировать класс эмпирических многофакторных моделей для анализа динамики на рынке акций и развить тему факторного инвестирования.

Учитывая высокий уровень неопределенности, свойственный российскому фондовому рынку, российским компаниям необходимо выстраивать систему управления капитализацией, ориентированную на постоянное повышение собственной эффективности, дающую положительные результаты для акционеров и всех заинтересованных лиц (стейкхолдеров), служащую инструментом для динамичного восстановления уровня капитализации после падения в шоковых периодах.

Повышению интереса к вопросам управления капитализацией способствуют массовый приток на российский рынок неквалифицированных инвесторов и рост IPO, отмеченные в 2020-2021 годах. На фоне роста активности на рынке акционерного капитала проведены десять первичных и четыре вторичных размещения акций; десять российских компаний, зарегистрированных за рубежом,

получили листинг на Московской бирже. Значимые для российского рынка изменения в количестве и составе инвесторов ведут к необходимости повышения ответственности со стороны российских компаний в отношении розничных инвесторов, включая поддержание рыночной стоимости своих акций, способствуя таким образом достижению стабильности на российском финансовом рынке.

В последние несколько лет проявился интерес российских компаний к программам повышения капитализации. На российском фондовом рынке реализуются как полноценные программы повышения капитализации (ПАО «Татнефть», ГК «Норникель» и прочие), так и проводятся отдельные изменения в политиках выплат инвесторам, например, в дивидендной политике, что позволяет ряду компаний повысить свою капитализацию. Реализация таких программ и предложенных в них мероприятий делает востребованным их анализ и оценку в целях определения возможностей для совершенствования.

Вышеуказанные факторы определяют необходимость внедрения в российских публичных акционерных компаниях принципов управления капитализацией и делают особо актуальной разработку комплексного подхода к управлению капитализацией.

В настоящей работе отождествляются понятия рыночной стоимости акционерного капитала и капитализации (Equity Value).

Степень разработанности темы исследования. Существует обширная научная литература, посвященная теоретическим основам и методам управления капитализацией. Основой для диссертационного исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по управлению капитализацией акционерных компаний, в том числе связанные с типологией методов управления, а именно: Л.И. Богуславской, Т.В. Ващенко, Р.О. Восканяна, М.В. Дедковой, И.В. Ивашковской, О.Ю. Минасова, Е.Ю. Розановой, Р.В. Тишко, Ш. Джарелла, Т. Коупленда, А. Маршала, Р. Морин, Дж. Муррина и Т. Коллера, Дж. Пола и Э. Гари, Дж. Найта и других.

Факторы, влияющие на рыночную капитализацию, отражены в работах А.Е. Абрамова, Т.И. Демиденко, Ш.М. Идрисова, В.В. Пивеня, О.В. Шимко, Ф. Гвиди, М. Угура, В. Агарваля, А. Лиано, А.А. Логинова (в части мотивационных

программ), Е. Нэша, А.Д. Радыгина, Р.Дж. Таффлера, М.Х. Миллера, Ф. Модильяни, К. Меркле, Е.В. Семенковой, А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой, А.А. Яковлева, Т.В. Тепловой.

Однако вопросы взаимосвязи методов управления капитализацией и факторов капитализации, а также управления капитализацией российских публичных акционерных компаний остаются не в полной мере исследованными.

Цель и задачи исследования. Цель исследования заключается в теоретическом обосновании необходимости управления капитализацией публичных компаний, представленных на российском финансовом рынке, и разработке рекомендаций по их практической реализации.

Для достижения данной цели поставлены следующие **задачи**:

- теоретически обосновать необходимость управления капитализацией акционерной компании путем систематизации теоретических и эмпирических исследований в данной области, включая уточнение научной категории «капитализация» на основании ряда признаков; классификации типов инвесторов; выявления и классификации факторов, влияющих на капитализацию публичных акционерных компаний; обобщение методических подходов к управлению капитализацией;
- осуществить факторный анализ динамики капитализации российских публичных акционерных компаний;
- представить сравнительный анализ программ повышения капитализации публичных акционерных компаний российского финансового рынка с целью выявления степени их влияния на ценовую динамику акций, определить наиболее значимые меры и мероприятия данных программ;
- разработать прогностическую модель капитализации акционерной компании на российском финансовом рынке на основе сравнения факторных моделей и анализа отдельных показателей и проанализировать российские и зарубежные нефтегазовые компании на основе фундаментального анализа;
- разработать комплекс методов и сформировать систему показателей в целях управления капитализацией публичных акционерных компаний российского

финансового рынка, позволяющих оценивать результаты воздействия на управляемые факторы;

– разработать программу вознаграждения руководства публичной акционерной компании, как метода воздействия на один из основных управляемых факторов капитализации компании на российском финансовом рынке в целях сближения интересов акционеров и менеджмента.

Объект исследования – капитализация публичных акционерных компаний.

Предмет исследования – комплекс методов управления капитализацией публичных акционерных компаний российского финансового рынка.

Область исследования диссертации соответствует пункту 22. «Финансовые инструменты и операции с ними» и пункту 24. «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков» Паспорта научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Методология и методы исследования. При проведении исследования и изложении материала применялись общенаучные подходы. Используются теоретические, экспериментальные методы (метод формализации) и методы научного познания (анализа и синтеза, индукции и дедукции). Также задействовано экономико-математическое моделирование, статистические методы исследования с применением графического и статистического моделирования в Excel и пакета анализа данных RStudio. Совокупность использованных методов позволяет обеспечить достоверность и обоснованность результатов исследования.

Информационная база исследования включает нормативные документы Российской Федерации; классические и современные фундаментальные труды, научные статьи, монографии и книги отечественных и зарубежных ученых, раскрывающие теоретические основы управления капитализацией акционерных компаний, а также посвященные вопросам современной практики управления капитализацией компании, в том числе влиянию различных групп факторов на капитализацию; диссертационные исследования, материалы публикуемой отчетности российских публичных акционерных компаний; статистические данные ПАО Московская биржа, информационно-аналитического агентства

Bloomberg, порталов финансовой информации investing.com, corptransparency.ru, smart-lab.ru и другие.

Научная новизна исследования заключается в развитии теоретических положений управления капитализацией публичных акционерных компаний на основе обобщения методических подходов к управлению капитализацией, уточнении научной категории «капитализация» и классификации типов инвесторов на основании ряда признаков, выявлении и классификации факторов, влияющих на капитализацию публичных акционерных компаний; разработке практических подходов к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний, позволяющих им достигать стратегических целей и повышать операционную эффективность, и, таким образом, формировать положительный имидж, удерживать существующих и привлекать новых инвесторов. Предложена структура комитетов на основе положений Кодекса корпоративного управления, система выплат краткосрочного и долгосрочного вознаграждения для Совета директоров и топ-менеджмента. Разработана прогностическая модель капитализации (модель линейной регрессии) на основе четырех факторных моделей и дополнительно – векторной модели коррекции ошибок (далее – VECM) для ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» с учетом данных по факторному инвестированию Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС. Проведен сравнительный анализ на основе фундаментального анализа российских публичных нефтегазовых акционерных компаний, акции которых торгуются на Московской бирже, и публичных нефтегазовых компаний, входящих в индекс S&P 500.

Положения, выносимые на защиту. Наиболее значимые результаты, обладающие научной новизной и выносимые на защиту:

1) Теоретически обоснована необходимость управления капитализацией российских публичных акционерных компаний, представленных на российском финансовом рынке; систематизированы теоретические представления о капитализации публичных акционерных компаний; осуществлена классификация научной категории «капитализация» и классификация типов инвесторов на основании ряда признаков; обоснованы методические подходы к управлению

капитализацией с определением и классификацией показателей оценки стоимости компании; осуществлено обоснование необходимости согласования двух основных целевых функций фирмы («гармонизация интересов стейкхолдеров» и «концепция максимизации стоимости») для эффективного управления капитализацией акционерной компании; уточнены и дополнены факторы, влияющие на капитализацию компании, такие как защита прав акционеров, выстраивание отношений с инвесторами, социальная и экологическая деятельность фирмы. Обозначены положения агентского конфликта между разными группами стейкхолдеров: собственниками и менеджментом, мажоритарными и миноритарными акционерами (С. 15-69).

2) Сформирована система показателей в целях управления капитализацией российских публичных акционерных компаний, обращающихся на российском фондовом рынке, на основе сбалансированной системы показателей эффективности организации (Balanced Scorecard, далее – BSC) с корректировкой существующих и дополнением ряда взаимосвязанных блоков (четырёх компонентов BSC, включающих направленность задач, целевые показатели и мероприятия), таких как взаимодействие с инвесторами и защита их прав, корпоративные действия эмитента и дивидендная политика. Значимость указанных направлений, и соответственно необходимость включения их в систему показателей, определена по результатам регрессионного анализа факторов капитализации и анализа программ повышения капитализации российских публичных акционерных компаний (С. 84-90; 148-166).

3) Предложена прогностическая модель капитализации ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» по итогам построения и сравнения четырех факторных моделей (САРМ; трехфакторная модель Фамы и Френча; четырехфакторная модель Кахарта; многофакторная модель с пятью объясняющими переменными, выбранными на основе анализа рыночных показателей и финансовых коэффициентов, используемых для измерения стоимости публичной акционерной компании) и одной модели VECM. Была выбрана многофакторная регрессионная модель с пятью объясняющими переменными на основе коэффициента детерминации. С ее помощью определена

значимость влияния на капитализацию компании следующих факторов: финансовое состояние компании в виде финансовых показателей («отношение дивиденда на акцию к рыночной стоимости акции» – D/P , «отношение прибыли на обыкновенную акцию к рыночной стоимости акции» – E/P), размер компании («логарифм балансовой стоимости активов компании» – Log_Assets), недооцененность акции («отношение балансовой стоимости к рыночной стоимости акции компании» – B/M) и доходность облигаций в зависимости от сроков обращения («спред между краткосрочной и долгосрочной доходностью облигаций» – TMS). Обоснована связь между капитализацией и показателями ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл». Наблюдается разнонаправленная взаимосвязь в моделях между переменной D/P и капитализацией, что подтверждает противоречивость различных точек зрения о влиянии дивидендных выплат на стоимость компании. Также присутствует разнонаправленная динамика между показателями E/P и B/M и капитализацией. Наблюдается положительная зависимость между ростом активов и капитализацией, а также между TMS и капитализацией. Также подтверждена взаимосвязь между переменными в долгосрочном периоде на основе модели VECM. Выявлена недооцененность российских публичных акционерных компаний нефтегазовой отрасли на основе фундаментального анализа (сравнивались российские нефтегазовые публичные акционерные компании и зарубежные нефтегазовые компании из индекса S&P 500). Так как российские нефтегазовые публичные акционерные компании недооценены по сравнению с зарубежными компаниями-аналогами, данные компании могут быть интересны «инвесторам в акции роста». С другой стороны, так как большинство таких компаний устойчивы, нефтегазовая отрасль интересна и «инвесторам в акции стоимости» (С. 70-84; 130-148).

4) С учетом результатов анализа практического применения программ вознаграждения руководства разработана авторская программа вознаграждения руководства публичной акционерной компании, представленной на российском финансовом рынке, являющаяся частью мотивационной политики и значимым фактором управления капитализацией, для сближения интересов акционеров и топ-менеджмента (С. 91-100; 166-176).

Теоретическая значимость работы. Получили развитие теоретические основы управления капитализацией публичных акционерных компаний. В частности, обобщены методические подходы к управлению капитализацией публичных акционерных компаний в контексте трех основных методов управления капитализацией (управление стоимостью компании, стоимостью акций и количеством акций в обращении); разработана классификация научной категории «капитализация» и типов инвесторов на основании ряда признаков; выявлены и классифицированы факторы, влияющие на капитализацию; обозначены положения агентского конфликта между разными группами стейкхолдеров: собственниками и менеджментом, мажоритарными и миноритарными акционерами; эмпирически выявлены факторы, влияющие в наибольшей степени на динамику капитализации российских компаний: индикаторы инвестиционной привлекательности эмитентов на рынке ценных бумаг (в частности, коэффициенты EPS и DPS), размер компании (балансовая стоимость активов в стоимостном выражении), защита прав инвесторов, уровень экологического рейтинга, корпоративные действия по управлению количеством акций в обращении; систематизированы научные взгляды на управление капитализацией акционерных компаний. Взаимосвязанные методы и методические подходы, а также дополненный состав факторов капитализации, могут служить основой для дальнейшего совершенствования концепции управления капитализацией.

Практическая значимость работы. Разработанные в диссертации программа вознаграждения руководства российской публичной акционерной компании, система показателей в целях управления капитализацией и прогностическая модель могут быть применены в практической деятельности российских публичных акционерных компаний для достижения стратегических целей и повышения операционной эффективности. Сформированные по итогам анализа факторов капитализации выводы могут использоваться управляющими компаниями паевых инвестиционных фондов прямых инвестиций на российском финансовом рынке для оценки будущей капитализации акционерных компаний при выводе их на IPO.

Полученные выводы и разработанные теоретические положения могут быть применены при подготовке и совершенствовании учебно-методических материалов в рамках освоения образовательных программ по направлению подготовки 38.03.01 «Экономика» профиль «Финансовые рынки и банки», а также программ магистратуры «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг» (направление подготовки 38.04.01), «Анализ финансовых рынков» (направление подготовки 38.04.08).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Результаты исследования, научные положения, выводы и рекомендации обладают достаточной достоверностью, что подтверждается использованием широкого круга источников, применением математическо-статистического анализа, непротиворечивостью полученных результатов.

Апробация результатов диссертационного исследования проходила на следующих научно-практических конференциях: на научно-практической конференции «Цифровизация финансовых рынков: точка бифуркации» (Москва, Финансовый университет, 20 апреля 2018 г.); на Международной научно-практической конференции «Научный поиск молодых исследователей» (Москва, Финансовый университет, 19 мая 2018 г.); на X Международном научном студенческом конгрессе «Образ будущего глазами студентов» (Москва, Финансовый университет, 20 апреля 2019 г.); на научно-практической конференции «Научный поиск молодых исследователей» (Москва, Финансовый университет, 28 апреля 2020 г.), на Международной научно-практической конференции «Финансовая стабильность банковского сектора: риски и возможности» (Москва, Финансовый университет, 23 марта 2023 г.).

Материалы исследования используются в практической деятельности Департамента финансирования нефтегазовой и химической промышленности «Газпромбанка» (Акционерного общества), в частности используются результаты эмпирического анализа факторов, влияющих на капитализацию российских публичных акционерных компаний. При структурировании финансирования сделок по направлению вложения в ликвидные ценные бумаги компаний

используются результаты эмпирического анализа факторов, влияющих на капитализацию российских публичных акционерных компаний, для определения уровня капитализации и стоимости ликвидного пакета акций целевой компании. Выводы и основные положения диссертации используются в практической работе компании и способствуют лучшему структурированию финансирования сделок.

Результаты исследования использовались Департаментом финансовых рынков и банков Финансового факультета Финансового университета в преподавании учебной дисциплины «Анализ финансовых рынков».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и результаты исследования отражены в 7 публикациях общим объемом 5,4 п.л. (авторский объем – 4,75 п.л.), в том числе 5 работ общим объемом 4,0 п.л. (авторский объем – 3,35 п.л.) опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертации. Структура диссертации определена целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, включающего 238 наименований и трех приложений. Текст диссертации изложен на 228 страницах, содержит 34 рисунка и 54 таблицы.

II Основное содержание работы

В исследовании рассмотрены следующие группы вопросов с учетом заявленной цели и обозначенных задач:

Первая группа вопросов связана с теоретическим обоснованием необходимости управления капитализацией публичных акционерных компаний, разработкой классификации капитализации и инвесторов.

Понятие капитализации как экономической категории в специальной научной литературе представлено широко. В данном исследовании под капитализацией публичной акционерной компании понимается оценка рыночной стоимости акционерного капитала этой компании через курсовую цену ее акций.

Капитализация важна для акционеров и инвесторов. В таблице 1 представлена классификация капитализации.

Таблица 1 – Классификация капитализации

Вид	Описание
Признак 1. На основе сущности капитализации (ключевых дефиниций капитализации)	
Капитализация как процесс приращения капитала	Капитализация с точки зрения перехода капитала в распоряжение компании
Капитализация как стоимость	Фактическая стоимость, а точнее фиксация оценки стоимости капитала акционерной компании
Признак 2. В зависимости от объекта на фондовом рынке	
Капитализация рынка	Стоимость акций всех компаний, торгующихся на финансовом рынке
Капитализация компании	Произведение количества выпущенных обыкновенных акций на биржевую цену
Признак 3. На основе уровня капитализации компании на финансовом рынке	
Низкая рыночная капитализация	До 1 млрд долларов
Средняя рыночная капитализация	От 1 млрд долларов до 10 млрд долларов
Высокая рыночная капитализация	Выше 10 млрд долларов
Признак 4. На основе механизма наращивания капитала	
Реальная капитализация	Инвестирование части прибыли в реальные активы компании
Маркетинговая капитализация	Влияние на стоимость компании ее маркетинговой политики
Рыночная капитализация	Рыночная стоимость компании, акции которой торгуются на фондовой бирже
Признак 5. На основе сравнения капитала на балансе и суммы капитализации	
Чрезмерная капитализация	У компании больше капитала (капитализации), чем активов
Недостаточная капитализация	У компании больше активов, чем капитала (капитализации)

Источник: составлено автором по материалам (Московская биржа : официальный сайт. – URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный; Гальцева, Е.В. Капитализация как фактор укрепления финансовой устойчивости предприятий сферы услуг : специальность 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Гальцева Елена Вячеславовна ; Московский государственный институт сервиса. – Москва, 2005. – 133 с. – Библиогр.: с. 125-133).

Важную роль в формировании капитализации и оценке капитализации играют инвесторы, так как ожидания инвесторов, с одной стороны, включены в цену акции, а, с другой стороны, инвесторы при распределении инвестиций в компании используют показатель капитализации для расчета других показателей.

Классификация инвесторов представлена в таблице 2. Инвестор – физическое или юридическое лицо, которое приобретает или продает акции с целью получения дохода. Акционер – инвестор, который владеет частью акционерного капитала, владелец конкретных акций, в том числе Российская Федерация, ее субъект или муниципальное образование. Инвесторы предпочитают те компании, рыночная стоимость которых поддерживается, на основе признака «цель инвестиций» используются понятия «инвестор в акции роста» и «инвестор в акции стоимости».

Таблица 2 – Классификация инвесторов

Вид	Описание
Признак 1. На основе цели инвестиций	
Инвестор в акции роста (growth stock)	Инвестиции в молодые компании, показывающие высокие темпы роста
Инвестор в акции стоимости (value stock)	Инвестиции в развитые компании, давно существующие на рынке
Признак 2. На основе горизонта торговли / инвестиций	
Долгосрочный инвестор	Вложения инвестиций на долгосрочный период, обычно 1 - 10 лет
Среднесрочный инвестор	Вложения инвестиций на период от полугода до 2 лет
Спекулянт (трейдер)	Краткосрочные вложения в акции
Признак 3. На основе классификации акционеров по доли владения компанией	
Единственный акционер	Принадлежит 100% акций
Мажоритарный акционер	Владеет преобладающим пакетом акций с правом на участие в управлении
Миноритарный акционер	Размер пакета акций не позволяет напрямую участвовать в управлении
Розничный акционер	Владеет минимальным пакетом акций, который позволяет только принимать участие в общем собрании и получать дивиденды
Признак 4. Активность инвестора	
Обычный инвестор	Обычный инвестор
Инвестор-активист	Физическое лицо или компания, которые получили значительную долю в компании, чтобы повлиять на ее управленческие решения
Признак 5. Какой тип анализа предпочитает инвестор	
Фундаментальный анализ	Позволяет определить, недооценены или переоценены в данный момент акции публичной компании, торгующейся на бирже
Технический анализ	Позволяет выбрать наиболее подходящий момент для покупки акций публичной компании, торгующейся на бирже. Предпочитают трейдеры
Признак 6. На основе типов акций	
Акционеры собственных акций	Владение собственными акциями
Акционеры привилегированных акций	Владение привилегированными акциями
Признак 7. На основе риск-профиля инвестора	
Консервативный инвестор	Инвестор не готов к снижению стоимости портфеля, главная цель инвестиций – защита капитала
Умеренный профиль инвестора	Инвестор готов к определенной потере стоимости портфеля в обмен на более высокую доходность
Агрессивный инвестор	Инвестор готов к потерям при условии получения высокой доходности
Признак 8. Юридическая форма инвестора	
Физическое лицо	Физическое лицо
Индивидуальный предприниматель	Индивидуальный предприниматель
Юридическое лицо	Существует несколько форм, такие как общества с ограниченной ответственностью (ООО), акционерные общества (АО), коммерческие товарищества (КТ), производственные кооперативы и другие
Признак 9. Статус инвестора	
Обыкновенный инвестор	Инвестор без статуса квалифицированного инвестора
Квалифицированный инвестор	Физическое или юридическое лицо, способное осуществлять операции на рынке ценных бумаг для финансовых инструментов и услуг, согласно статье 51.2 закона «О рынке ценных бумаг»
Признак 10. На основе цели инвестора	
Портфельный инвестор	Максимизация прибыли непосредственно от ценных бумаг
Стратегический инвестор	Цель в покупке крупного пакета акций для контроля над компанией

Источник: составлено автором по материалам (Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг : федеральный закон № 39-ФЗ : [принят Государственной Думой 20 марта 1996 года : одобрен Советом Федерации 11 апреля 1996 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/ (дата обращения: 15.04.2020); Российская Федерация. Законы. Об акционерных обществах : федеральный закон № 208-ФЗ : [принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 15.04.2020)).

Для более полного исследования капитализации компании соотнесем ее с понятием стоимость. В исследовании приравниваем понятия капитализации и

рыночной стоимости акционерного капитала (Equity value) и разграничиваем понятия капитализации и стоимости компании (Enterprise Value – учитывает долговые обязательства, доли меньшинства и привилегированные акции).

Под управлением капитализацией публичной акционерной компании понимается процесс, направленный на достижение поставленных целей по уровню капитализации с применением методов управления стоимостью акций и их количеством в обращении с целью привлечения инвесторов. Важно отметить разные варианты целей процесса управления капитализацией: повышение или снижение, или поддержание капитализации на том же уровне. Например, чрезмерный рост капитализации может способствовать финансовому пузырю или свидетельствовать о переоцененности акций акционерной компании. Инвесторы в первую очередь обращают внимание на доходность на инвестиции.

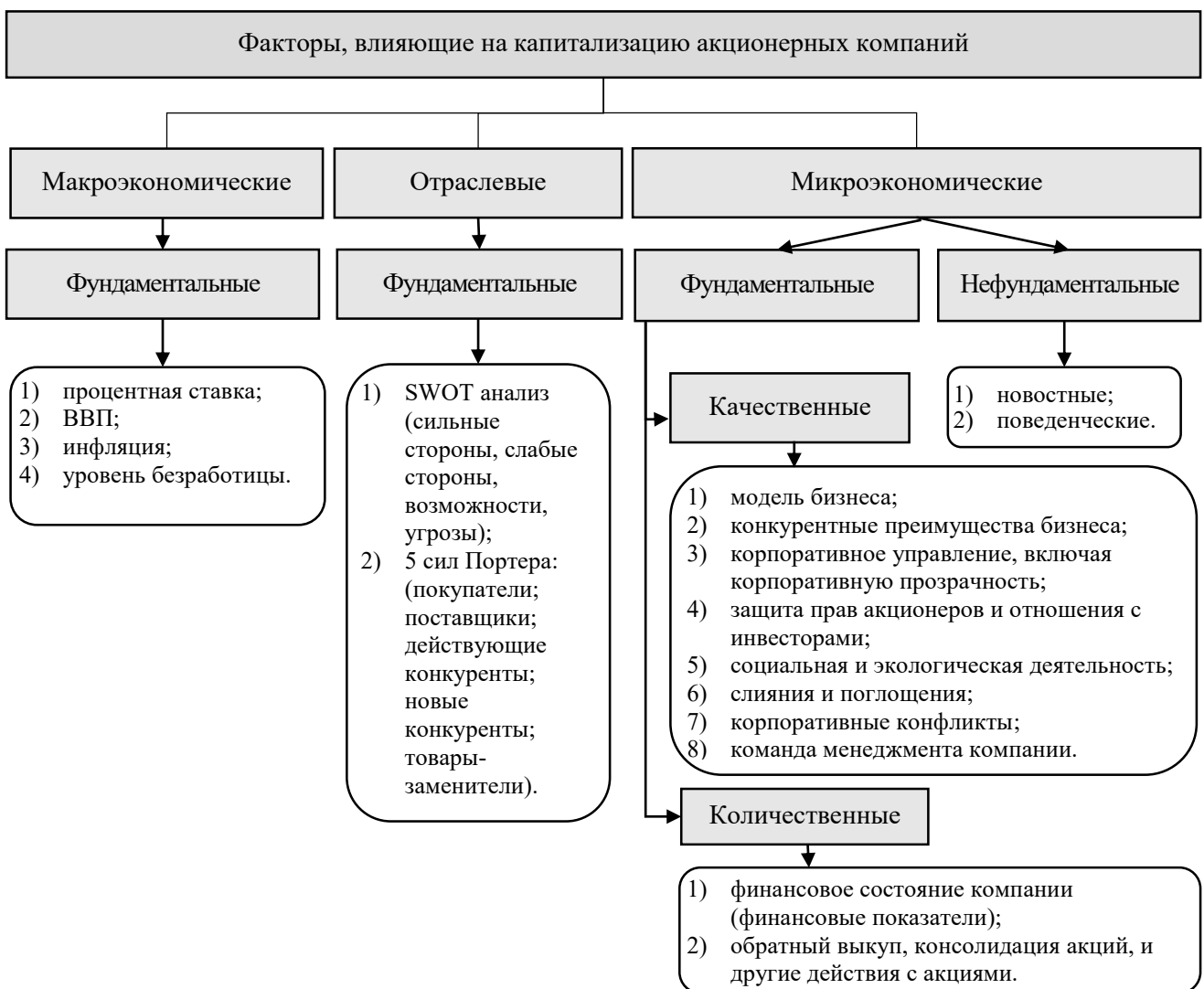
Начиная с теории фирмы А. Маршала (управление компанией направлено на обеспечение максимального дохода ее владельцам) возник ряд теорий – моделей функций фирмы (формализация областей максимизации – продажи, прибыль, темпы роста, богатство акционеров). Отметим теорию максимизации акционерной стоимости (собственники – главные субъекты экономических интересов фирмы) и теорию заинтересованных лиц (существует эффект поддержки или сопротивления групп стейкхолдеров: покупателей, поставщиков, прочих). Полагаем, что определение целевой функции публичной акционерной компании должно быть основано на согласовании этих двух моделей и предлагаем учитывать синтез этих теорий при формировании системы показателей в целях управления капитализацией акционерных компаний, что гарантирует обеспечение компании капиталом со стороны инвесторов в длительной перспективе.

На основе анализа моделей целевой функции можно выделить три фактора, препятствующие максимизации стоимости компании: 1) разрыв между функцией управления и владения – конфликт между акционерами и менеджерами; 2) гармонизация всех интересов стейкхолдеров; 3) асимметрия информации.

Проанализированы три метода управления капитализацией, которые позволят менеджерам и Совету директоров транслировать рост стоимости бизнеса акционерам: 1) управление стоимостью компании (последовательный процесс

применения стратегических решений менеджмента в рамках приращения акционерного капитала, включает управление на всех уровнях компании, максимизация ее стоимости является непрерывным и возобновляющимся циклом оперативных и стратегических решений менеджмента); 2) управление рыночной стоимостью акций (комплекс мероприятий по повышению эффективности деятельности, прозрачности бизнеса, в целом росту его инвестиционной привлекательности), метод иерархически соподчинен пункту один; 3) управление количеством акций в обращении (дополнительная эмиссия акций, выкуп компанией своих акций, консолидация и дробление акций).

На рисунке 1 на основе анализа отечественной и зарубежной литературы приведена авторская классификация факторов капитализации компании.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Факторы, влияющие на капитализацию компании

Классификация факторов капитализации компании учитывает влияние положений агентской теории и теории заинтересованных лиц, которые реализуются в виде конфликтов внутри компании. Менеджмент компании может воздействовать только на микроэкономические факторы. Добавление фактора социальной и экологической деятельности обусловлено растущей значимостью ESG-принципов (влияют на цену акции согласно сигнальной теории). Защита миноритарных акционеров от экспроприации контролирующими акционерами эмпирически оказывает значимое влияние на среднюю доходность и волатильность акции, также в теории при низком уровне защиты прав инвесторов, у богатых инвесторов есть стимул стать контролирующими акционерами. Также, рассмотрены положения агентского конфликта между разными группами стейкхолдеров: собственниками и менеджментом (управление фирмой в лучших интересах акционеров не всегда осуществляется), мажоритарными и миноритарными акционерами (разные цели у типов акционеров).

Выделены две группы показателей измерения стоимости публичных акционерных компаний: рыночные показатели (в основе лежит рыночная информация, отражают рост курсовой стоимости за выбранный период) и финансовые коэффициенты (основываются на данных бухгалтерского учета). Информация о показателях (мультипликаторах), которые используют «инвесторы в акции роста» (выбирают компании с высокими темпами роста выручки) и «инвесторы в акции стоимости» (выбирают стабильные компании), как отражено в таблице 3.

Таблица 3 – Показатели для «инвесторов в акции роста» и «инвесторов в акции стоимости»

Мультипликатор	«Инвесторы в акции стоимости»	«Инвесторы в акции роста»
P/E	Обычно низкий P/E	Обычно высокий P/E
Дивидендная доходность D/Y	Обычно высокий D/Y	Обычно низкий D/Y
P/BV	Обычно низкий P/BV	Обычно высокий P/BV
P/CF	Обычно низкий P/CF	Обычно высокий P/CF
P/S	Обычно низкий P/S	Обычно высокий P/S
Риск	Обычно низкая волатильность акций	Достаточно высокая волатильность акций

Источник: составлено автором по материалам (Akhtar, T. Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets / T. Akhtar // Borsa Istanbul Review. – 2021. – Volume 21. Issue 1. – P. 44-56. – ISSN 2214-8450. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.1016/j.bir.2020.07.001. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2214845020300375> (дата обращения: 05.11.2023)).

Вторая группа вопросов связана с формированием системы показателей в целях управления капитализацией акционерных компаний на основе сбалансированной системы показателей BSC. При ее разработке учитывались результаты эмпирического анализа микроэкономических фундаментальных факторов капитализации (представлены далее), а также наиболее значимые меры программ по повышению капитализации российских публичных акционерных компаний (на основе 17 программы повышения капитализации российских компаний на финансовом рынке, за 2005-2020 годы – внутрифирменные улучшения, дивидендная политика, обратный выкуп, другие действия с акциями).

Результаты анализа факторов капитализации: 1) найдена положительная взаимосвязь между DPS, EPS, TSR и капитализацией в двух регрессиях (между рыночными показателями и финансовыми коэффициентами и капитализацией российских компаний Индекса МосБиржи нефти и газа); 2) при обратном выкупе менеджмент компании верит в бизнес и считает акции компании недооцененными – отмечается аномальный рост стоимости акций на 3%; 3) публикация экологического рейтинга ведет к позитивному отклику ценных бумаг компании-эмитента (аномальная доходность не более 3% на горизонте в 11 дней вокруг публикации рейтинга); 4) рейтинг корпоративной прозрачности не влияет на доходность акций, но важен как способ для снижения информационной асимметрии между компанией и инвесторами; 5) по итогам анализа позиций стран в рейтинге Мирового банка «Doing business» значимыми являются показатели «Простота ведения бизнеса» и «Защита миноритарных акционеров».

Отраженная в таблице 4 система показателей в целях управления капитализацией разработана на основе сбалансированной системы показателей BSC, она позволяет отслеживать достижение целей реализации стратегии. Внесены необходимые изменения в существующие и дополнен ряд взаимосвязанных блоков данной системы (четырёх составляющих BSC) для переориентации разрабатываемой менеджментом BSC на достижение определенной целевой функции фирмы. Блок «Клиенты» содержательно расширен и получил название «Стейкхолдеры». Разработанные и введенные блоки -

«Взаимодействие с инвесторами и защита их прав», «Корпоративные действия и дивидендная политика» – основаны на выявленных зависимостях.

Таблица 4 - Система показателей в целях управления капитализацией для российской публичной акционерной компании, торгующейся на российском фондовой бирже

Цель (Objective)	Показатели (Measures)	Целевое значение показателя (Target)	Мероприятия (Initiatives)
Внутренние – финансы и активы			
Структура издержек Прибыль Активы Финансовая устойчивость	EPS с учетом количества акций в обращении Чистая прибыль Объем активов Долговая нагрузка	Рост EPS с учетом изменений в количестве акций в обращении	Внедрение новых продуктов Расширение производства Сделки слияния и поглощения
Стейкхолдеры			
Клиенты: качество, цена Поставщики: скорость Менеджмент: мотивационные программы Персонал: стабильность	Скорость доставки «Текучесть» персонала Программы повышения мотивации	Скорость доставки до клиентов не более двух дней Снижение «текучести персонала»	Применение метода организации производства «точно в срок» Изменение системы мотивации персонала
Бизнес-процессы			
Операционный менеджмент Инновационный процесс Регулирующий процесс	Чистый оборотный капитал (далее – NWC) Экологические показатели	Рост NWC Рост количества инноваций Снижение выбросов	Участие в экологических рейтингах Оптимизация бизнес-процессов
Обучение и развитие			
Человеческий капитал Информационный капитал	Количество тренингов	Рост количества тренингов	Разработка тренингов для персонала Внедрение «базы знаний»
Коммуникация с инвесторами и защита их прав			
Создание службы IR Механизм защиты инвесторов	Участие в рейтингах корпоративной прозрачности	Определенная ступень в рейтинге корпоративной прозрачности	Повышение прозрачности бизнеса Участие в рейтингах корпоративной прозрачности
Корпоративные действия и дивидендная политика			
Управление ликвидностью акции Поддержание курса акции Дивидендная политика	DPS, P/E, ROE, P/BV, TSR Изменение стоимости акций	Рост DPS Поддержание P/E	Повышение дивидендов, IPO Обратный выкуп акций Консолидация акций Дробление акций

Источник: разработано автором по материалам (Каплан, Р.С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон ; перевод с английского М. Павловой. – Москва : Олимп-Бизнес, 2021. – 320 с. – ISBN 978-5-9693-0358-4).

Третья группа вопросов связана с разработкой прогностической модели капитализации на примере ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл». Инвесторы в первую очередь оценивают перспективы компании и оценивают фундаментальные показатели. Построены пять факторных моделей методом наименьших квадратов для каждой компании, которые включают четыре факторные модели и VECM, с учетом данных по факторному инвестированию Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС:

1) модель CAPM с двумя объясняющими переменными: безрисковая ставка доходности (RFR) и фактор рыночного риска в виде риск-премии (RMFR);

2) трехфакторная модель Фамы и Френча с тремя объясняющими переменными: фактор рыночного риска (RMFR), факторы размера (SMB) и стоимости (HML);

3) четырехфакторная модель Кархарта с четырьмя объясняющими переменными: фактор рыночного риска (RMFR), факторы размера (SMB) и стоимости (HML) и фактор «моментум» (MOM);

4) многофакторная модель линейной регрессии с пятью объясняющими переменными: финансовое состояние компании в виде финансовых показателей («отношение дивиденда на акцию к рыночной стоимости акции» – D/P, «отношение прибыли на обыкновенную акцию к рыночной стоимости акции» – E/P), размер компании («логарифм балансовой стоимости активов компании» – Log_Assets), недооцененность акции («отношение балансовой рыночной стоимости акции компании» – B/M) и доходность облигаций в зависимости от сроков обращения («спред между краткосрочной и долгосрочной доходностью облигаций» – TMS).

В качестве объясняемой переменной выбрана рыночная капитализация. Для моделей ПАО «Лукойл» использовался временной период с 01.01.2016 по 01.12.2021 в связи со сменой стандартов отчетности в 2015 году; модель ПАО «НК «Роснефть» строилась на данных за период с 01.08.2006 по 01.12.2021. Компании выбраны в связи с их значимостью для российской экономики.

Согласно критерию наибольшего коэффициента детерминации, в качестве прогностической модели выбрана четвертая модель. Подобная методика разработки прогностической модели управления капитализацией российских публичных акционерных компаний позволяет находить значимые результаты.

Прогностическая модель капитализации ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл», показанная в таблице 5 и в таблице 6, отражает следующие зависимости:

1) Наблюдается разнонаправленная взаимосвязь в моделях между D/P и капитализацией (+1,873% для ПАО «НК «Роснефть», -0,593% для ПАО «Лукойл»), что подтверждает противоречивость различных точек зрения о влиянии дивидендных выплат на капитализацию.

2) Показатель E/P также показывает разнонаправленную зависимость (-0,053% для ПАО «НК «Роснефть», +0,045% для ПАО «Лукойл»). Как пример, высокий обратный показатель P/E может означать, что стоимость акции, возможно, переоценена, в то время как низкий P/E может быть поводом купить акции или быть обоснованным, сигнализируя, например, о значительных долговых обязательствах.

3) Изменение показателя В/М также разнонаправленно влияет на капитализацию (+0,873% для ПАО «НК «Роснефть», -2,077% для ПАО «Лукойл»).

4) Наблюдается положительная зависимость между ростом активов и капитализацией (+0,602% для ПАО «НК «Роснефть», +1,072% для ПАО «Лукойл»).

Таблица 5 – Параметры моделей для ПАО «НК «Роснефть»

Переменные	САРМ	Трехфакторная модель Фамы и Френча	Модель Кахарта	Факторная модель	VECM Коинтеграционный вектор	VECM Коэффициент коррекции ошибок
Y-пересечение	3,434*** (0,039)	3,444*** (0,013)	3,442*** (0,013)	3,466*** (0,152)	-	0,016 (0,163)
RFR	-0,0002 (0,006)	-	-	-	-	-
RMFR	0,005* (0,002)	0,005* (0,002)	0,004. (0,002)	-	-	-
SMB	-	-0,004 (0,003)	-0,004 (0,003)	-	-	-
HML	-	-0,002 (0,002)	-0,001 (0,002)	-	-	-
MOM	-	-	.0,004 (0,002)	-	-	-
DP	-	-	-	1,873*** (0,553)	-0,71	0,01 (0,008)
EP	-	-	-	-0,053** (0,018)	0,04	-0,661** (0,229)
BM	-	-	-	0,873*** (0,053)	1,365	-0,076 (0,094)
TMS	-	-	-	3,427*** (0,561)	-11,817	-0,009 (0,006)
Log_Assets	-	-	-	0,602*** (0,02)	-0,844	.0,096 (0,054)
Msap log	-	-	-	-	-	-0,006 (0,01)
Автокорреляция остатков	Да	Да	Да	Да	-	Нет
Гетероскедастичность	Да	Да	Нет	Нет	-	Да
R2	0,03594	0,0534	0,07174	0,9417	-	-
*** уровень значимости 0. ** уровень значимости 0,01. * уровень значимости 0,05. . уровень значимости 0,1.						

Источник: разработано автором по материалам (Ru.investing.com : [сайт]. – URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 14.01.2020). – Текст : электронный.; Smart-Lab // <https://smart-lab.ru> : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://smart-lab.ru/> (дата обращения: 11.10.2023); Лаборатория анализа институтов и финансовых рынков Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС) : [сайт]. – URL: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru/materialy-dlya-zagruzki> (дата обращения: 14.01.2020). – Текст : электронный).

5) Рост показателя TMS положительно влияет на капитализацию компании (+3,427% для ПАО «НК «Роснефть», +1,554% для ПАО «Лукойл»). Отрицательный TMS или его снижение инвесторы оценивают как косвенный признак скорого наступления спада в экономике и снижается стоимость акций.

Кроме того, в ходе исследования построена модель VECM на основании подходов С. Винарм и М. Усмана. С помощью модели VECM подтверждены долгосрочные и краткосрочные отношения между переменными в моделях ПАО «Лукойл» и ПАО «НК «Роснефть» и наличие долгосрочной причинно-следственной связи.

Таблица 6 – Параметры моделей для ПАО «Лукойл»

Переменные	САРМ	Трехфакторная модель Фамы и Френча	Модель Кахарта	Факторная модель	VECM Коинтеграционный вектор	VECM Коэффициент коррекции ошибок
Y-пересечение	3,777*** (0,04)	3,511*** (0,014)	0,00351*** (0,000)	-.1,532 (0,843)	-	-
RFR	-0,037*** (0,005)	0,005 (0,004)	-	-	-	-
RMFR	0,003 (0,003)	-0,0003 (0,003)	0,005 (0,007)	-	-	-
SMB	-	-0,0001 (0,003)	0,00004 (0,003)	-	-	-
HML	-	-	0,0002 (0,004)	-	-	-
MOM	-	-	0,001 (0,003)	-	-	-
DP	-	-	-	-0,593*** (0,145)	3,215	-0,013 (0,108)
EP	-	-	-	0,045 (0,084)	0,137	-0,246* (0,114)
BM	-	-	-	-2,077*** (0,056)	1,088	0,202 (0,175)
TMS	-	-	-	1,554*** (0,381)	-5,006	-0,002 (0,027)
Log_Assets	-	-	-	1,072*** (0,055)	-0,942	0,089 (0,08)
Mcap_log	-	-	-	-	-	-0,494 (0,392)
Автокорреляция остатков	Да	Да	Да	Да	-	Нет
Гетероскедастичность	Нет	Нет	Нет	Нет	-	Нет
R2	0,4194	0,03905	0,04097	0,9799	-	-
*** уровень значимости 0. ** уровень значимости 0,01. * уровень значимости 0,05. . уровень значимости 0,1.						

Источник: разработано автором по материалам (Ru.investing.com : [сайт]. – URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 14.01.2020). – Текст : электронный.; Smart-Lab // <https://smart-lab.ru> : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://smart-lab.ru/> (дата обращения: 11.10.2023); Лаборатория анализа институтов и финансовых рынков Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации (РАНХиГС) : [сайт]. – URL: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru/materialy-dlya-zagruzki> (дата обращения: 14.01.2020). – Текст : электронный).

Также проведен сравнительный анализ российских акционерных публичных компаний, акции которых торгуются на российском финансовом рынке, и зарубежных компаний, входящих в индекс S&P 500. В рамках анализа учитывали среднее значение следующих мультипликаторов P/E, P/S, P/BV. В таблице 7 представлены российские и данные по зарубежным компаниям в нефтегазовой отрасли. В целом, российские публичные акционерные компании являются недооцененными.

Таблица 7 – Мультипликаторы российских и зарубежных нефтегазовых компаний

Символ	Наименование	Цена акции, долл.	Рыночная капитализация, млн долл.	P/E	P/S	P/BV	Дивидендная доходность	EPS, долл.
Среднее значение мультипликатора по российским публичным компаниям				8,89	2,39	1,07	4,92	3,54
ROSN	ПАО «НК «Роснефть»	1,36	64 751,70	4,50	0,70	0,70	5,40	1,37
NVTK	ПАО «НОВАТЭК»	16,46	49 972,95	29,70	7,20	1,90	6,20	0,55
LKOH	ПАО «ЛУКОЙЛ»	76,65	49 853,94	8,20	1,30	0,80	12,50	9,39
SIBN	ПАО «Газпром нефть»	9,22	43 697,93	13,30	2,60	1,40	11,20	0,69
GAZP	ПАО «Газпром»	1,76	41 577,41	13,00	0,90	0,20	0,00	0,14
TATN	ПАО «Татнефть» им. В.Д.Шашина	6,75	15 709,19	5,00	1,20	1,20	14,50	1,46
SNGS	ПАО «Сургутнефтегаз»	0,30	15 503,62	1,70	1,60	0,20	0,00	0,26
BANE	ПАО АНК «Башнефть»	18,58	4 035,49	4,90	0,90	0,50	9,20	5,61
YAKG	ПАО «ЯТЭК»	0,94	778,97	36,30	9,70	4,60	0,00	0,03
MFGS	ПАО «СН-МНГ»	4,59	562,59	-9,10	0,60	0,50	0,00	-1,15
RNFT	ПАО «НК «Руснефть»	1,35	400,30	-7,50	0,40	0,50	0,00	-0,18
KRKN	ПАО «Саратовский НПЗ»	121,71	119,01	6,70	1,60	0,30	0,00	24,30
Среднее значение мультипликатора по зарубежным компаниям				41,06	3,69	2,44	2,16	-1,70

Источник: составлено автором по материалам (Stock Market Data // datahub.io : [сайт]. – URL: <https://datahub.io/collections/stock-market-data#nasdaq-listing> (дата обращения: 11.10.2023)).

Четвертая группа вопросов связана с разработкой программы вознаграждения руководства российской публичной акционерной компании. Программа вознаграждения руководства российской публичной акционерной компании (топ-менеджмент и Совет директоров) является также частью разработанной системы показателей в целях управления капитализацией и мерой в программах повышения капитализации публичных акционерных компаний. Инвесторы очень внимательно относятся к качеству менеджмента публичных компаний, так как именно менеджмент будет реализовывать стратегию компании.

В компании должны быть созданы специальные комитеты: по аудиту, по кадрам и вознаграждению, по стратегическому планированию. Руководство компании должно получать адекватную компенсацию с учетом рыночных ставок,

навыков, ценности для организации и рисков деятельности. В таблице 8 и в таблице 9 отражена структура вознаграждения Совета директоров и топ-менеджмента российской акционерной компании. Для целей управления капитализацией в долгосрочной перспективе компании следует продумать Ключевые показатели эффективности (далее – КПЭ).

Таблица 8 – Структура вознаграждения Совета директоров компании

Элементы системы мотивации Совета Директоров	Роль каждого элемента с учетом приоритетов стратегии	Порядок установления структуры вознаграждения
Фиксированное вознаграждение (оклад, льготы)	Мотивация за уровень обязанностей	Рыночный уровень
Переменное вознаграждение Переменное квартальное и годовое вознаграждение (премии по КПЭ)	Достижения сложных годовых целей, касающихся деятельности компании Элемент отсрочки	Выплата определяется исходя из результатов деятельности, оцениваемых в течение одного финансового года КПЭ – исходя из бюджета и стратегии
Переменное вознаграждение. Долгосрочная программа мотивации (на 3 года)	Присуждение акций (Award), условных акций или опциона с нулевой стоимостью	Максимальная премия за финансовый год составит 250% от заработной платы
Выходные пособия и компенсации	Достижения сложных годовых целей деятельности компании	Рыночный уровень

Источник: составлено автором по материалам (Долгосрочная мотивация органов управления крупных компаний с государственным участием // Федеральное агентство по управлению государственным имуществом : официальный сайт. – 16 июня 2015 года. – Текст : электронный. — URL: <https://rosim.gov.ru/Attachment.aspx?Id=41377> (дата обращения: 08.05.2020)).

Таблица 9 – Структура вознаграждения топ-менеджмента акционерной компании

Элементы системы мотивации топ-менеджмента	Роль каждого элемента с учетом приоритетов стратегии	Порядок установления структуры вознаграждения
Фиксированное вознаграждение (оклад, льготы)	Мотивация за уровень обязанностей	Рыночный уровень
Переменное вознаграждение Переменное квартальное и годовое вознаграждение (премии по КПЭ)	Достижение финансовых, стратегических, операционных целей и целей в области устойчивого развития	КПЭ – исходя из бюджета и стратегии. КПЭ устанавливаются Комитетом по кадрам и вознаграждению и каскадируются на следующие уровни
Переменное вознаграждение Долгосрочная программа мотивации (на 3 года)	Мотивация за достижение целевого уровня капитализации	Фантомный опцион, эквивалент прироста стоимости 2% акций
Выходные пособия и компенсации топ-менеджменту	Достижения сложных годовых целей деятельности компании	Рыночный уровень

Источник: составлено автором по материалам (Долгосрочная мотивация органов управления крупных компаний с государственным участием // Федеральное агентство по управлению государственным имуществом : официальный сайт. – 16 июня 2015 года. – Текст : электронный. — URL: <https://rosim.gov.ru/Attachment.aspx?Id=41377> (дата обращения: 08.05.2020)).

Фиксированная часть составляет 50% от общего вознаграждения. Значительная часть вознаграждения должна приходиться на переменные элементы, что соответствует международной практике.

Переменная часть вознаграждения руководства составляет примерно 50%, которое зависит от результатов деятельности руководства и привязывается к КПЭ

(КПЭ распространяются на компанию). Соотношение общекорпоративных и индивидуальных показателей составляет 40% и 60% соответственно. Для повышения мотивации и ответственности топ-менеджмента российской публичной акционерной компании, сближения их интересов с интересами акционеров, привязки вознаграждения к долгосрочным результатам деятельности реализуется программа долгосрочной мотивации. Размер вознаграждения привязан к цене акций и реализуется в виде фантомного опциона.

III Заключение

Проведенное исследование охватывает ряд существенных вопросов, решение которых способствует развитию общего подхода (научного направления и практического применения) к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний, усилению их корпоративной прозрачности и таким образом прозрачности и укреплению российского фондового рынка. В исследовании приводится теоретическое обоснование необходимости управления капитализацией российских публичных акционерных компаний, обобщена зарубежная и российская практика по управлению капитализацией акционерными компаниями, разработаны практические подходы к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний.

Разработана прогностическая модель капитализации ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» на основе эконометрических методов, методология которой может применяться российскими публичными акционерными компаниями для управления капитализацией. На основе сбалансированной системы показателей эффективности организации построена система показателей в целях управления капитализацией публичных акционерных компаний, которая может применяться российскими акционерными обществами. Разработана авторская программа вознаграждения руководства акционерной компании.

Перспективными исследованиями по теме управления капитализацией российских публичных акционерных компаний являются исследования, связанные с внедрением программ управления капитализацией в стратегию развития российских публичных акционерных компаний, разработкой КПЭ.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

1. Земскова, И.М. Влияние экологических факторов на цену акции компании / И.М. Земскова, Л.Н. Андрианова // Финансовая жизнь. – 2018. – № 3. – С. 63-68. – ISSN 2218-4708.
2. Земскова, И.М. Подходы к управлению рыночной капитализацией акционерных компаний / И.М. Земскова // Финансы и управление. – 2019. – № 4. – ISSN 2409-7802. – Текст : электронный. – DOI 10.25136/2409-7802.2019.4.30826. – URL: https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=30826 (дата обращения: 15.01.2024).
3. Земскова, И.М. Влияние программ повышения капитализации российских публичных акционерных компаний на динамику их акций / И.М. Земскова // Финансовая экономика. – 2020. – № 1. – С. 265-270. – ISSN 2075-7786.
4. Земскова, И.М. Построение модели управления капитализацией на примере компании ПАО «Роснефть» / И.М. Земскова, Л.Н. Андрианова // Финансовая экономика. – 2020. – № 5. – С. 365-374. – ISSN 2075-7786.
5. Земскова, И.М. Построение программы вознаграждения Совета директоров и менеджмента публичной акционерной компании / И.М. Земскова // Финансовая экономика. – 2023. – № 3. – С. 206-211. – ISSN 2075-7786.

Публикации в других научных изданиях:

6. Земскова, И.М. Влияние ВВП и прямых иностранных инвестиций на рыночную капитализацию в России / И.М. Земскова // Международный научный электронный журнал «Синергия наук». – 2018. – № 22. – С. 472-480. – ISSN 2500-0950. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://synergy-journal.ru/archive/article2120> (дата обращения: 15.01.2024).
7. Земскова, И.М. Развитие финансовых рынков и банков в миропорядке открытого информационного доступа (пункт 3.5 «Построение модели прогнозирования капитализации компании Лукойл») : монография / И.М. Земскова ; под редакцией Л.Н. Андриановой, И.Е. Шакер. – Москва : РУСАЙНС, 2020. – С. 169-182. – 266 с. – 1000 экз. – ISBN 978-5-4365-5549-2.