

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

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Андрианова Людмила Николаевна,
кандидат экономических наук, доцент

Москва – 2024

Оглавление

Введение.....	4
Глава 1 Теоретические основы управления капитализацией акционерных компаний	15
1.1 Понятие и виды капитализации. Рыночная капитализация акционерной компании как отражение ее стоимости на фондовом рынке	15
1.2 Модели целевой функции акционерной компании и факторы, препятствующие максимизации ее стоимости	28
1.3 Методические подходы к управлению капитализацией публичных акционерных компаний	35
1.4 Факторы капитализации акционерных компаний	50
Глава 2 Анализ факторов капитализации российских публичных акционерных компаний	70
2.1 Взаимосвязь показателей измерения стоимости и капитализации российских публичных акционерных компаний	70
2.2 Влияние программ повышения капитализации российских публичных акционерных компаний на ценовую динамику их акций.....	84
2.3 Анализ программ вознаграждения руководства.....	91
2.4 Анализ факторов, влияющих на динамику капитализации российских публичных акционерных компаний	100
Глава 3 Разработка подходов к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний	130
3.1 Построение прогностической модели капитализации публичных акционерных компаний	130
3.2 Формирование системы показателей в целях управления капитализацией публичной акционерной компании.....	148

3.3 Разработка программы вознаграждения руководства акционерной компании	166
Заключение	177
Список литературы	182
Приложение А Управление капитализацией на основе управления стоимостью	220
Приложение Б Гистограммы распределения переменных	221
Приложение В Риски для инвесторов	227

Введение

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» им. В.Д. Шашина, ГК «Норникель» и пр.), 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. Миасова, 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. Лиао, 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 (российских) 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 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, целевая структура премирования (STI, LTI) с указанием роли типа вознаграждения и кем устанавливается уровень. Разработана прогностическая модель капитализации (модель линейной регрессии) на основе четырех факторных моделей (и дополнительно – модели 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 (CAPM; 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 (векторная модель коррекции ошибок). 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».— В/М) 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 В/М 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 Департамента финансирования нефтегазовой и химической промышленности «Газпромбанка» (Акционерного общества) и способствуют лучшему структурированию финансирования сделок.

Результаты исследования используются в учебном процессе Департаментом банковского дела и финансовых рынков 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.

Глава 1

Теоретические основы управления капитализацией акционерных компаний

1.1 Понятие и виды капитализации. Рыночная капитализация акционерной компании как отражение ее стоимости на фондовом рынке

«Капитализация» как научная категория важна для акционеров и инвесторов (разница между инвесторами и акционерами будет рассмотрена в дальнейшем). Классификация капитализации представлена в таблице 1.

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 фондовом 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 3. На основе механизма наращивания капитала	
Реальная капитализация	Инвестирование части прибыли в реальные активы компании, капиталовложения
Маркетинговая капитализация	Влияние на стоимость компании ее маркетинговой политики
Рыночная капитализация	Рыночная стоимость компании, акции которой торгуются на фондовой бирже
Признак 4. На основе сравнения капитала на балансе и суммы капитализации	
Чрезмерная капитализация	У компании больше капитала (сумма капитализации), чем активов
Недостаточная капитализация	У компании больше активов, чем капитала, выраженного как сумма капитализации

Источник: составлено автором по материалам [2; 3; 4; 16; 18; 21; 25; 36; 41; 95; 107; 109; 139; 220].

Признак 1. Классификация на основе сущности капитализации (ключевых дефиниций капитализации).

Под капитализацией чаще всего понимают рыночную стоимость компании, однако понятие капитализации как экономической категории в экономической литературе представлено достаточно широко. Различные авторы дают различные определения капитализации, расставляя акценты на тех или иных значениях этой категории. Обобщение и анализ этих многочисленных определений позволили выделить следующие ключевые дефиниции капитализации, представленные в таблице 2.

Таблица 2 – Ключевые дефиниции капитализации

Автор	Определение
Батлер Б.	«Структура капитала компании или иной организации, например соотношение между собственным, акционерным и заемным капиталом и между обыкновенными и привилегированными акциями» [2]
Ушаков Д.Н.	«Определение ценности предприятия или другого имущества по приносимому им годовому доходу» [4]
Грязнова А.Г., Федотова М.А.	«Превращение в капитал будущих доходов – накопление будущих потоков и превращение их в капитал» [18]
Бетс Г.	«Превращение резервов компании в капитал путем «бонусной» эмиссии акций» [3]
Грязнова А.Г.	«Оценка стоимости капитала акционерного общества через курсовую цену его акций, обращающихся на вторичном рынке» [25]
Румянцева Е.Е.	«Сумма денег, которую готовы заплатить сегодня для приобретения титула собственности на будущий поток дохода (при некоторой норме временных предпочтений)» [21]
Малова Т.А.	«Фундаментальный процесс, экономический смысл которого состоит в повышении стоимости капитала, принадлежащего субъектам всех уровней хозяйствования, в результате роста их хозяйственного потенциала и эффективности» [41]
Волошин Д.А.	«Оценка стоимости предприятия, земельного участка, ценных бумаг и другого имущества, посредством расчета приведенной суммы ожидаемых доходов, взятой за весь период его предполагаемого использования» [107]
Лопатников Л.И.	«Капитализация – превращение в капитал будущих доходов; сущность капитализации, таким образом, в накоплении будущих потоков, их превращении в запас» Капитализация компании – то же, что и «рыночная капитализация» «Рыночная капитализация – произведение общего количества акций компании на их текущую цену; выражает текущую рыночную стоимость ее собственного капитала» [16]

Источник: составлено автором по материалам [2; 3; 4; 16; 18; 21; 25; 41; 107].

Приведенные дефиниции можно условно объединить в две группы: рассматривающие капитализацию как процесс приращения капитала (переход капитала в распоряжение компании) и как стоимость. То есть обращает на себя внимание двойственность природы капитализации: как процесс и как фактическая стоимость, а точнее фиксация оценки стоимости капитала акционерной компании. В некоторых работах отмечаются процессы, обуславливающие возможность капитализации [51].

Признак 2. Классификация капитализации в зависимости от объекта на фондовом рынке.

Следует обратить внимание на два типа капитализации на фондовом рынке в зависимости от объекта:

1) Капитализация рынка, которая представляет собой сумму произведений цен акций, находящихся в обращении, на количество акций в обращении для всех компаний, котирующихся на данном фондовом рынке.

2) Капитализация компании. Уровень этого показателя определяет примерную оценку размеров компании и ее успешности на рынке.

В зарубежной литературе уделяется важное внимание капитализации компании, оценка капитализации компании присутствует в трехфакторной модели Ю. Фамы и К. Френча, предложенной в 1993 году как развитие модели оценки капитальных активов (CAPM) и решение ее проблемы низкой прогнозной силы [169]. Влияние капитализации отражается в переменной SMB_t – показателе, отражающем размер компании (разность между доходностями средневзвешенных портфелей акций низкой и большой капитализации). Эта модель учитывает тот факт, что стоимость акций с низкой капитализацией на регулярной основе превосходит рынки. Включая эти два дополнительных фактора, модель корректирует эту тенденцию к опережению результатов, что, как считается, делает ее лучшим инструментом для оценки работы менеджера. Трехфакторная модель Ю. Фамы и К. Френча дала толчок на появление других многофакторных моделей и нахождение фундаментальных факторов, которые определяют будущую доходность активов [169]. В 1997 году появилась четырехфакторная модель М. Кархарта, который показал влияние момента цены на формирование будущей доходности акций [149]. В 2015 году Ю. Фамой и К. Френчем была предложена пятифакторная модель оценки капитальных активов, которая включила еще два новых фактора: рентабельность собственного капитала и инвестиции в активы компании. Во всех этих моделях оценивается значение рыночной капитализации в качестве фактора размера компании [168].

Признак 3. Классификация на основе уровня капитализации компании на фондовом рынке.

Существует классификация акционерных компаний по категории этого показателя: крупные компании (large-cap) в диапазоне от свыше 10 млрд долларов, средние компании (mid-cap, 1-10 млрд долларов), малые компании (small-cap, 100 млн-1 млрд долларов), микро-компании (micro-cap, 10-100 млн долларов). Аналогичные категории капитализации и их долларовое выражение представлены в работе Дж. Ванга [230]. В российской практике по критерию размерности выделяют высокую, среднюю и низкую капитализацию компаний [69]. В таблице 3 представлена сравнительная характеристика категорий капитализации компаний.

Таблица 3 – Сравнительная характеристика категорий капитализации компаний

Критерий	Низкая рыночная капитализация	Средняя рыночная капитализация	Высокая рыночная капитализация
Уровень капитализации компании	До 1 млрд долларов	От 1 млрд долларов до 10 млрд долларов	Выше 10 млрд долларов
Преимущества размера компании	Низкая цена акции, высокий потенциал роста	Средний риск выхода из бизнеса Доступ к более высоким уровням финансирования Возможности для роста Более стабильные дивиденды	Наиболее безопасные инвестиции Доступ к более интенсивному финансированию Ликвидность Дальнейшие инвестиции
Извлечение выгоды компаниями от своего размера	Более интенсивное личное участие Рост волатильности может означать интерес других инвесторов	Потенциал роста Относительная простота оценки и финансовых отчетов Финансирование	Сложная доступность закрытой информации Оценка недооцененности компании

Источник: составлено автором по материалам [69].

Акционеры и потенциальные инвесторы заинтересованы в получении наиболее точной оценки стоимости компании, которая учитывала бы все основные аспекты и условия ее деятельности. Инвесторы используют мерность по капитализации для группировки и сравнения компаний по этому критерию при осуществлении так называемых распределенных инвестиций, поскольку компании разных уровней капитализации неодинаково реагируют на изменения, происходящие на рынке. Так, крупные компании более

стабильны и часто платят высокие дивиденды, однако потенциал их роста обычно уже исчерпан. Компании малой капитализации развиваются гораздо быстрее, однако остро реагируют на кризис и, в случае наступления тяжелой экономической ситуации в стране, могут обанкротиться. При вложении в акции малых компаний существует возможность получения более высокой доходности за счет более высокого риска.

Признак 4. Классификация на основе механизма наращивания капитала.

На уровне фирмы в отечественной литературе выделяют три типа капитализации: реальная капитализация фирмы, маркетинговая и рыночная. В частности, такой подход представлен в научных работах М.В. Дедковой [109] и Е.В. Гальцевой [36].

Под реальной капитализацией М.В. Дедкова [109], Е.В. Гальцева [36] понимают инвестирование части прибыли в реальные активы компании, капиталовложения. Е.В. Гальцева рассматривает процесс реинвестирования с бухгалтерской точки зрения: прибыль, которую получает компания, отражается в третьем разделе баланса компании, в пассивах. Понятие капитализации связывается с реальной стоимостью имущества (активов), причем реинвестирование части прибыли во внеоборотные и оборотные активы способствует росту стоимости компании (расширению производства, повышению финансовой устойчивости компании). Высокая реальная капитализация свидетельствует об успешном управлении денежным потоком компании, говорит о способности генерировать прибыль и ориентироваться на долгосрочное пребывание на рынке [36]. Рассмотрение реальной капитализации в отдельности без учета рыночной капитализации не отражает всей полноты картины, так как руководство компании может вести неэффективную деятельность при значительном объеме активов. Активы могут не отражать рыночную стоимость бизнеса, например, в силу своего обесценения.

Маркетинговая капитализация отражает влияние на стоимость компании ее маркетинговой политики. За счет эффективной маркетинговой

политики происходит увеличение нематериальных активов. После оценки таких нематериальных активов увеличивается стоимость внеоборотных активов компании и образуется прирост капитала. Используя несколько способов искусственного увеличения стоимости предприятия (отражение ноу-хау, рост рыночной стоимости бренда или приобретение/разработка патентов) компания может увеличивать рыночную стоимость, не повышая при этом реальную. Владельцы компаний используют маркетинговую капитализацию с целью получения кредита, заключения выгодной сделки или даже продажи фирмы по более дорогой цене, нежели она стоит. Рост такой капитализации трудно выделяем, так как прирост капитала отражается в статье пассивов и это может происходить за счет роста уставного капитала или добавочного капитала, или относиться на финансовый результат (отражается как увеличение нераспределенной прибыли на балансе). Таким образом, маркетинговая капитализация не приводит к росту стоимости.

Понятие рыночной капитализации связано с оценочными свойствами компании и позволяет определить ее рыночную стоимость на текущий момент. Наиболее применимо в данном случае общепринятое определение рыночной капитализации в трактовке Р. Коха «рыночная капитализация – рыночная стоимость компании, акции которой торгуются на фондовой бирже» [13]. В данном определении заложен способ расчета рыночной капитализации публичных компаний.

Примечание – Следует отметить некоторую ограниченность данного подхода, так как финансовые вложения присутствуют на балансе либо управляющей компании, либо материнской компании. В таком случае, при переоценке компании стоимость баланса увеличивается только у материнской компании, в самой компании увеличение стоимости отражается лишь к моменту сделки купли-продажи компании или реструктуризации группы компаний. Однако более высокая рыночная капитализация российских публичных акционерных компаний благоприятно воспринимается их акционерами и инвесторами. Расчет рыночной капитализации (иногда ее обозначают фиктивной [36; 109]) осуществляется в результате биржевых операций купли и продажи акций, возможны краткосрочные колебания рыночной капитализации в результате настроений инвесторов, однако на долгосрочном горизонте такие колебания нивелируются.

В работе Р.В. Тишко отмечается, что рыночная капитализация характеризует выгоды, которые несут все собственники от владения бизнесом, то есть максимизация показателя является основной целью деятельности компании [121]. Акцент на росте капитализации как главной целевой функции компании осуществлен в следующем параграфе диссертации. Для более эффективной реализации указанной функции возникает необходимость в формировании системы показателей в целях управления капитализацией публичных акционерных компаний с учетом интересов стейкхолдеров, что осуществлено в третьей главе диссертации.

Явление рыночной капитализации заключается в определении экономической ценности акций компании, обращающихся на биржевом рынке, для инвесторов. Это инструмент кумулятивного восприятия инвесторами стоимости компании, ее способности и возможности генерировать прибыль для них. Формально рыночная капитализация представляет собой стоимостную оценку трех компонентов, а именно: а) чистых активов фирмы; б) гудвилла фирмы и управленческо-технологической культуры в плане ведения бизнеса, деловых связей, репутации; в) ожиданий рынка в отношении перспективности этой фирмы.

Признак 4. Классификация капитализации на основе сравнения капитала на балансе и суммы капитализации.

Чрезмерная капитализация компании присутствует, когда у компании больше капитала, чем необходимо, или, другими словами, активов меньше чем сумма капитализации. В таком случае компания может осуществить реорганизацию, или обратный выкуп акций, или снизить стоимость акций. Такие действия позволят компании достигнуть необходимого уровня активов и провести реорганизацию.

Недостаточная капитализация компании существует, когда текущая капитализация компании меньше суммы активов. Такая ситуация возникает, когда у компании недостаточный уровень активов, но большая сумма

переоценки, например, по основным средствам. В таком случае компания может произвести разделение акций (сплит ап).

В настоящее время капитализация компании является общепринятым показателем на мировом и российском финансовом рынке. Успех или провал таких важных решений, как слияния и поглощения или принятие новых проектов, оказывают влияние на капитализацию, так как ожидания инвесторов отражаются в динамике цены акций. Решения менеджеров не ограничиваются влиянием только на жизнеспособность проекта, но оказывают воздействие и на изменения в стоимости компании. Эффективная работа компании, отраженная в генерации прибыли, приводит к лучшей оценке капитализации.

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.

Инвестор – физическое или юридическое лицо, которое приобретает или продает акции с целью получения дохода. Акционер – инвестор, который владеет частью акционерного капитала, владелец конкретных акций. Акционером может выступить в том числе Российская Федерация, ее субъект или муниципальное образование [9]. Для целей настоящего исследования будем использовать понятие инвестор.

Определимся с классификацией инвесторов для целей диссертации, представленной в таблице 4.

Признак 1. На основе цели инвестиций можно выделить инвесторов, вкладывающих в акции роста (growth stock), и инвесторов, вкладывающих в акции стоимости (value stock).

Акции роста – акции молодых компаний или акции компаний, которые показывали высокие показатели, и которые, как надеются инвесторы, будут в будущем тоже показывать высокие показатели. Такие компании показывают высокие темпы роста выручки, не платят дивиденды (так как денежный поток

направляют на развитие компании), имеют более высокие мультипликаторы (так как инвесторы закладывают высокие темпы роста).

Таблица 4 – Классификация инвесторов

Вид	Описание
1	2
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»

Продолжение таблицы 4

1	2
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 [27-29; 56; 59; 67; 97; 104; 135; 154; 192; 236].

Акции стоимости – акций развитых компаний с устоявшимся бизнесом. Такие компании показывают низкие прогнозируемые темпы роста выручки, имеют стабильные дивиденды, имеют высокую капитализацию и невысокие стоимостные мультипликаторы, время от времени осуществляют обратный выкуп акций [154].

Признак 2. На основе горизонта торговли/инвестиций выделяют долгосрочного инвестора, среднесрочного инвестора и спекулянта (трейдера) [104].

Признак 3. На основе классификации акционеров по доли владения компанией можно обозначить единственного акционера, мажоритарного акционера (владеет пакетом акций, позволяющим участвовать в управлении компанией), миноритарный акционер (владеет менее 50% акций компании), розничный акционер [67].

По признаку 4 можно выделить инвестора-активиста. Основная цель активиста – корпоративные изменения, которые могут быть как положительными, так и отрицательными. В одном случае, инвестор-активист может решать актуальные проблемы компании и способствовать росту акций, в другом случае, инвестор-активист может преследовать личные интересы, которые могут негативно отразиться в долгосрочном периоде [59].

Согласно признаку 5, инвестор может применять при выборе акций как фундаментальный анализ, так и технический анализ (для прогнозирования цен акций в ближайшем периоде). Фундаментальный анализ основан на финансовых показателях компании, а также на рейтинге от других аналитиков. Технический анализ уделяет внимание движению цен акций [56; 135].

Признак 6. На основе типов акций выделяют инвесторов в собственные акции компании или привилегированные акции компании.

Признак 7. Риск-профиль инвестора зависит от цели инвестора. Можно выделить консервативного инвестора, не желающего рисковать, инвестора с умеренным профилем риска, и агрессивного инвестора, с высоким порогом риска [192]. Согласно исследованию К. Меркле, уровни и изменения портфельного риска более систематически связаны с ожиданиями доходности и риска. В соответствии с финансовой теорией, принятие риска увеличивается с ожиданиями доходности и уменьшается с ожиданиями риска [200].

Признак 8. Юридическая форма инвестора может быть в виде физического лица, индивидуального инвестора или юридического лица [28-29].

Признак 9. Ряд инвесторов может иметь статус квалифицированного инвестора [27; 61].

Признак 10. На основе цели инвестора можно выделить стратегического инвестора и портфельного инвестора [97].

Выделяя два типа рынков капитала: 1) ориентированный на банки и 2) на фондовый рынок, можно отметить, что рынки капитала, ориентированные на банки, способствуют долгосрочному планированию в компании и инвесторов, в то время как вторая группа поощряет краткосрочные ожидания инвесторов и краткосрочные стратегии менеджеров [145]. Однако существование акционерных обществ нельзя признать достаточным условием превращения акции в финансовый инструмент и для формирования рынка капитала, следует сформировать специальные инфраструктурные надстройки (системы посредничества) и новые мотивационные системы применения акций [64].

В целях данной диссертации оперируем понятиями «инвестор в акции роста» и «инвестор в акции стоимости».

При прочих равных условиях инвесторы предпочитают акции тех компаний, рыночная стоимость которых поддерживается и управляется, по мнению Семенковой Е.В. [221]. В связи с этим, для более полного исследования капитализации компании соотнесем ее с понятием стоимость.

В научных работах стоимость компании рассматривается, с одной стороны, как равновесная рыночная цена, по которой осуществляются сделки с акциями на рынке капитала, с другой, как комплексный показатель развития компании, отражающий конечный результат и рост богатства акционеров [40]. Аналитики выделяют шесть видов стоимостей акционерных компаний, которые приведены в таблице 5.

Практически никогда балансовая и рыночная стоимость компании не совпадают, капитализация компании значительно превышает балансовую стоимость. Это объясняется тем, что согласно современным представлениям, рыночная стоимость любой корпорации не зависит от структуры капитала и определяется исключительно динамикой ее будущих доходов.

В диссертационном исследовании отождествляем понятия капитализации и рыночной стоимости акционерного капитала (Equity value) и разграничиваем понятия капитализации и стоимости компании (Enterprise Value). Стоимость компании (Enterprise Value) определяется с учётом следующих источников её финансирования: долговых обязательств, привилегированных акций, обыкновенных акций компании и доли меньшинства (доля дочернего общества в капитале компании, принадлежащая миноритарным акционерам, и не обеспечивающая владельцам этой доли контроля над деятельностью дочернего общества). В отличие от стоимости компании капитализация не учитывает обязательства компании по ее долгосрочным и краткосрочным долгам, а также привилегированные акции и соотносится с понятием рыночной стоимости акционерного капитала или акционерной стоимости (Equity Value).

Курсовая динамика акций по мнению Теплоевой Т.В. формируется реакцией участников рынка (рыночного сообщества) на восприятие ими текущей ситуации и ожиданий относительно развития событий в мире, стране и отрасли, к которой принадлежит компания [120]. На курсовую стоимость акций влияют как внешние факторы (макро- и микро-), так и внутренние – управленческие способности менеджеров. Эффективность работы

менеджеров отражается на результатах деятельности (прибыли) и финансово-экономическом состоянии компании.

Таблица 5 – Виды стоимостей акционерных компаний

Тип стоимости	Определение
Балансовая стоимость (book value)	Чистая стоимость активов, рассчитанная как активы за вычетом нематериальных активов и обязательств
Разделительная стоимость (break-up value)	Сумма стоимости дивизионов компании, оперирующей на биржевом рынке. Инвесторы приходят к данной стоимости, анализируя каждый бизнес-сегмент компании независимо Разделительная стоимость обычно применяется к акциям крупных компаний, которые, чаще всего оперируют на нескольких рынках. Инвесторы могут принять решение о проведении более глубокого анализа разделительной стоимости, если рыночная капитализация компании меньше разделительной стоимости в течение длительного времени
Экономическая стоимость (economic value)	Мера выгоды от товара или услуги экономическому субъекту
Ликвидационная стоимость (liquidation value)	Общая стоимость физических активов компании, если компания выходит из бизнеса и активы распродаются. Ликвидационная стоимость — это стоимость недвижимости, оборудования и инвентаря компании. Нематериальные активы исключаются из ликвидационной стоимости компании
Рыночная стоимость (market value)	Цена актива на рынке
Справедливая стоимость (fair value)	Это теоретически обоснованная цена, рассчитанная в результате проведения оценки стоимости акций

Источник: составлено автором по материалам [3].

Примечания

- 1 Рыночное сообщество – менеджеры, акционеры, инвесторы, спекулянты и другие.
- 2 При этом следует отделять управление стоимостью от манипулирования на рынке акций. Манипулирование представляет собой преднамеренное искажение информации, выпуск ложной информации об участнике рынка ценных бумаг, экономической ситуации, связанной с компанией либо условиями торгов на бирже, либо макроэкономической ситуацией, с целью побуждения инвесторов приобрести акции или другой актив, вне зависимости от ожиданий инвесторов [8].

Под управлением капитализацией публичной акционерной компании понимаем процесс, направленный на достижение поставленных целей по уровню капитализации с применением методов управления стоимостью акций и их количеством в обращении. Рост и снижение капитализации зависит от действий инвесторов, которые осуществляются под влиянием информации (позитивной или негативной) о компании. При этом, отметим, что процесс управления капитализацией не всегда является однонаправленным – в сторону увеличения. Могут существовать ситуации, когда, например, мажоритарные

акционеры стремятся снизить чрезмерную стоимость акции (или капитализацию компании), преследуя специфические цели. Также, чрезмерный рост или уровень капитализации, сильно превышающий балансовую стоимость акционерного капитала может насторожить инвесторов – они могут подумать о пузыре или о переоценке акций российской публичной акционерной компании.

Предметом теории управления являются закономерности, присущие управлению в целом, а точнее управлению, рассматриваемому как целостное, комплексное явление [23]. На практике управление капитализацией компании чаще всего идентифицируется с особой группой лиц, чьи должностные обязанности состоят в организации и руководстве усилиями других людей для достижения поставленных целей [119]. Общая схема теории управления предполагает наличие субъекта, объекта и цели управления. В исследовании субъектом управления является менеджмент публичных акционерных компаний, управляемой системой – капитализация компании, целью управления – повышение благосостояния акционеров. В конечном счете капитализация компании отражает управленческие качества менеджмента (в том числе их действия, направленные на генерацию прибыли и финансовую устойчивость компании), а также ожидания инвесторов. Рынок в лице инвесторов воспринимает лишь те компании, акционерный капитал которых способствует созданию дополнительной стоимости.

1.2 Модели целевой функции акционерной компании и факторы, препятствующие максимизации ее стоимости

Цель фирмы определяет ожидаемые результаты деятельности компании и является руководством для менеджмента и поэтому является важнейшим элементом для стратегического развития компании. Модель целевой функции фирмы представляет собой формализованное обозначение стратегической цели фирмы. Начиная с конца 19 века и до настоящего

времени разработано несколько моделей целевой функции фирмы. В таблице 6 представлены основные модели целевой функции фирмы.

В современных условиях высокая капитализация бизнеса воспринимается как гарантия развития, притока инвестиций и положительного имиджа. Именно с ростом интереса инвестиционного сообщества к капитализации компаний связана популярность и распространенность концепции управления стоимостью. Таким образом, максимизация стоимости для акционеров ставится на первое место. В то же время теория заинтересованных сторон (стейкхолдеров) утверждает, что компания должна учитывать интересы всех сторон. В этом ключе теория стейкхолдеров является развитием теории максимизации стоимости, в которой определено, что менеджмент должен уделять внимание всему, что может повлиять на стоимость компании.

Таблица 6 – Модели целевой функции фирмы

Стратегическая цель фирмы	Ключевые положения модели
1	2
Максимизация прибыли Основоположник – А. Маршал [17] Теоретическое развитие идеи: 1890-1897 годы	Главная цель фирмы – максимизация прибыли. В рамках данной теории максимизация достигается при равенстве предельного дохода и предельных издержек
Теория транзакционных издержек в теории фирмы Основоположник – Р. Коуз, 1937 год [11]	Главная цель фирмы – минимизация транзакционных издержек (издержки, связанные с заключением контрактов)
Рост продаж, завоевание рынка Основоположник – Дж. Гэлбрейт [6] Теоретическое развитие идеи: 1960-1970 годы	Существует разрыв между интересами акционеров и менеджеров, и максимизация прибыли не может быть главной целью фирмы [6] Целями фирмы могут быть: – увеличение объема продаж (модель У. Баумоля [141]); – максимизация темпов роста выручки (модель Р. Мэрриса [198]); – максимизация личного благосостояния менеджеров (О. Уильямсон [232; 234])

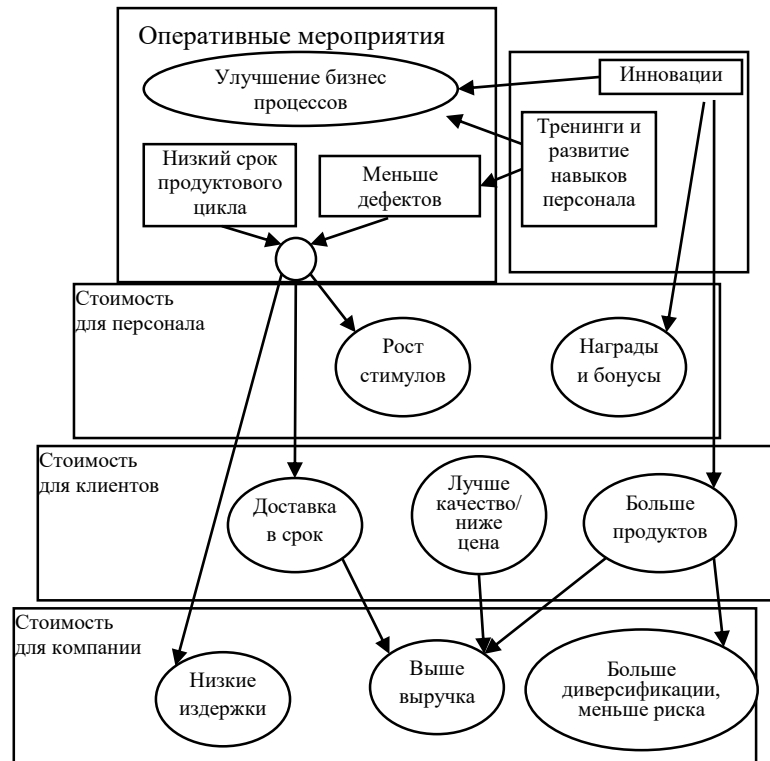
Продолжение таблицы 6

1	2
Гармонизация интересов стейкхолдеров Динамическая теория фирмы [157], 1960-1970 годы	На поведение фирмы влияет внешняя среда, характеризующаяся неопределенностью (А. Алчиан [128]), следовательно, невозможно применение оптимизации и максимизации прибыли. Модель Сайерта – Марча: фирма рассматривается как коалиция менеджеров, акционеров, работников, потребителей и других представителей. Для увязывания интересов каждой стороне необходимо идти на компромисс, вследствие этого каждый получит результаты меньше ожидаемого [156]
Максимизация акционерной стоимости Основоположник идеи - М. Фридман, 1970 год	Единственной социальной ответственностью компаний является максимизация акционерной стоимости, зарабатывание денег для акционеров [102]
Гармонизация интересов стейкхолдеров в условиях несовершенства информации Основоположник идеи – Г. Саймон [22] Поведенческая теория фирмы, 1970-1980 годы	Связана с концепцией ограниченной рациональности (bounded rationality). Фирма не максимизирует прибыль, так как должна увязывать множество интересов групп лиц. Несовершенство информации может помешать приумножить прибыли. Фирма также меняет стратегию только при ухудшении результатов, но не меняет при оптимальных и положительных результатах [22]
Максимизация полезности при минимизации прибыли с учетом контрактной теории фирмы Основоположник модели – О. Уильямсон [233] 1970-1980 годы	Нео-институциональная модель. Менеджеры оказывают главное влияние на деятельность фирмы и стремятся максимизировать полезность при минимизации прибыли [233]
Управление стоимостью (капитализацией) Концепция управления стоимостью, 2000 год	В рамках концепции управления стоимостью компании (Value-Based Management, VBM) определяется специальный показатель, на основе которого выстраивается система управления и строится система оценки результатов деятельности [24]. Основной целью VBM является долгосрочная максимизация благосостояния акционеров – рыночной стоимости акционерного капитала или капитализации. Цель фирмы, стратегия, процессы, показатели экономической деятельности, корпоративная культура подчинены цели максимизации капитализации [133]. Целевой управленческий показатель управления стоимостью – прирост стоимости компании или капитализации

Источник: составлено автором по материалам [122].

Процесс создания стоимости в типичной организации, преследующей цель максимизации акционерной стоимости, проиллюстрирован на рисунке 1. Схема наглядно показывает, что для компании, работающей в рыночной

экономике, процесс максимизации стоимости для акционеров возможен только в случае, если создается стоимость для всех стейкхолдеров.



Источник: составлено автором по материалам [224].

Рисунок 1 – Взаимосвязь между стоимостью для стейкхолдеров и стоимостью компании

Аргумент в пользу того, что целью корпорации должна быть максимизация стоимости для акционеров, также подкрепляется следующим доводом. Все другие стейкхолдеры имеют возможность периодически пересматривать свою стоимость с организацией (например, поставщики или покупатели, пересматривающие договор с компанией). Однако в законодательстве нет положения, согласно которому акционер может требовать более высоких дивидендов, чем те, которые предлагает совет директоров. Другими словами, для акционеров повышение стоимости акций зависит от макроэкономических условий в стране и на финансовом рынке и общей эффективности бизнеса.

Определение целевой функции публичной акционерной компании должно быть основано на согласовании концепции максимизации стоимости

и теории заинтересованных сторон, что способствует упорядочиванию взаимоотношения целей и гарантирует обеспечение компании капиталом со стороны инвесторов в длительной перспективе. Предлагаем учитывать синтез этих теорий при формировании системы показателей в целях управления капитализацией акционерных компаний.

На основе анализа моделей целевой функции можно выделить три фактора, препятствующие максимизации стоимости компании:

- разрыв между функцией управления и владения – конфликт между акционерами и менеджерами;
- гармонизация всех интересов заинтересованных лиц;
- асимметрия информации.

Любой акционерной компании присущ разрыв между функцией владения (акционеры, инвесторы) и функцией управления (менеджеры). Раскрытие данной проблемы осуществлено в агентской теории и теории заинтересованных лиц.

Согласно агентской теории (Agency theory), интересы собственников капитала и агентов, управляющих этим капиталом, не совпадают, поскольку менеджеры по своей природе заинтересованы в увеличении своего личного благосостояния [184]. В случае отсутствия за ними со стороны собственников должного контроля, они будут действовать в собственных интересах, а не в интересах последних. Однако, в хорошо организованной и структурированной компании, как правило, нет серьезных противоречий между целями, стоящими перед самой компанией, ее владельцами и управленческим персоналом. Менеджмент компании принимает решения за акционеров, которые покупают акции для получения финансовых доходов, в таком случае хорошие решения менеджмента увеличивают стоимость активов, а плохие уменьшают. Менеджмент должен действовать в лучших интересах акционеров и принимать решения, которые увеличивают стоимость акционеров.

Примечание – Начало формирования агентской теории относится к 1960 годам. Представителями данной концепции являются М. Дженсен, У. Меклинг [184].

Согласно теории заинтересованных лиц (Stakeholder theory) менеджмент компании должен принимать решения, принимая во внимание интересы всех групп заинтересованных лиц компании – стейкхолдеров, включая не только поставщиков капитала и других финансово-связанных групп лиц, но и наемных работников, покупателей, сообществ, государственных представителей.

Примечание – Представителями данной теории являются Э. Фримен [174], Дж. Пост, Л. Престон, С. Сакс [213].

На практике положения агентской теории и теории заинтересованных лиц реализуются в виде конфликтов внутри компании. Вследствие таких конфликтов капитализация компании может сильно снижаться, что связано с ростом репутационных издержек. К способам разрешения конфликтов, помимо переговоров и обращения в суд, которое является крайней мерой, когда прийти к взаимовыгодному решению уже не представляется возможным, относятся также медиация, арбитраж (третейский суд) и особые механизмы, которые прописываются в акционерном соглашении. Конфликтность возникает в самой противоречивой природе интересов стейкхолдеров.

Примечание – Целесообразно кратко охарактеризовать типы корпоративных конфликтов. Корпоративные конфликты могут принимать следующую форму: а) внутрикорпоративные – конфликты между менеджментом и акционерами, между разными типами акционеров; б) внешние – связанные с недружественными поглощениями, со сменой акционеров компании, с участием государства (в связи с долей участия иностранного капитала в компаниях-монополистах).

Последний к рассмотрению в данном параграфе фактор, препятствующий максимизации стоимости для акционеров, связан с несовершенством информации или ее асимметрией. Асимметричность информации (Asymmetric information) – это ситуация, когда одним

участникам рынка доступна важная информация, а другим заинтересованным лицам – нет. Основоположник теории асимметричности информации – Дж. Акерлоф [126]. Так как рассматриваемой целевой функцией компании является максимизация богатства для акционеров, менеджеры стремятся максимально быстро довести до инвестиционного сообщества благоприятную информацию. Это возможно с помощью выпуска пресс-релиза или проведения пресс-конференции, однако решения инвестиционного сообщества не всегда могут основываться на сведениях пресс-релизов, требуется подтверждение сведений. Вследствие этого задачей менеджмента является поиск убедительных способов сигнализировать о перспективах фирмы, что связано с сигнальной теорией. Одним из таких примеров является выпуск информации о выплате дивидендов: рост дивидендов рассматривается как положительный сигнал в силу ожидания роста прибыли по акциям, аналогично, отсутствие роста дивидендов при таком ожидании рассматривается как негативный сигнал. В случае, если менеджерам не удастся, например, донести до инвестиционного сообщества рост динамики доходов, акции компании будут недооценены, что приведет к размыванию стоимости для акционеров, так как для привлечения необходимого уровня финансирования на рынке капитала потребуется, например, размещение большего количества акций.

Еще одним сигналом ожиданий менеджмента компании может служить изменение долговой нагрузки. В случае, если в определенный период времени менеджеры не могут продавать акции и дополнительно приобретать акции и если условиями рабочего контракта предусмотрена значительная материальная ответственность в случае банкротства компании, то рост долга в структуре капитала может рассматриваться как сигнал оптимистичной оценки ожидаемых результатов [218]. Таким образом, информационная асимметрия и решения, которые принимает менеджер (сигналы для инвестиционного сообщества), играют важнейшую роль для инвестиционного сообщества, особенно для инвесторов, и управления капитализацией.

Подводя итог, определим целевую функцию акционерной компании для дальнейшего применения в исследовании в третьей главе. Отразив важность максимизации акционерной стоимости для компании, принимаем в качестве целевой функции фирмы совмещение указанной цели и учета интересов стейкхолдеров. Эти две цели дополняют друг друга и взаимосвязаны. Акционерной компании важно учитывать факторы, препятствующие максимизации акционерной стоимости. Данные факторы определены на основе агентской теории, теории стейкхолдеров (теории заинтересованных лиц) и положения о несовершенстве информации, и вытекают из данных теорий.

1.3 Методические подходы к управлению капитализацией публичных акционерных компаний

Проанализированы три метода управления капитализацией, которые позволят менеджерам и совету директоров транслировать рост стоимости бизнеса для акционеров или, по-другому, инвесторам стоимости и инвесторам роста: а) управление стоимостью компании (в данном контексте стоимость определяется как капитализация); б) управление рыночной стоимостью акции; в) управление количеством акций в обращении [58]. Ниже представлено обоснование и анализ каждого метода.

а) Управление стоимостью компании. Выделены четыре методических подхода к управлению капитализацией на основе управления стоимостью: подход Т. Коупленда, подход И.В. Ивашковской, подход Дж. Пола, Э. Гари (в рамках концепции VBM), подход Т.В. Ващенко, Р.О. Восканяна (в рамках концепции VBM). Сравнительная характеристика данных подходов представлена в таблице 7.

б) Управление рыночной стоимостью акции. Управление рыночной стоимостью акций представляет собой комплекс мероприятий по повышению эффективности деятельности и улучшению финансово-хозяйственного

состояния компании-эмитента, прозрачности бизнеса, в целом росту его инвестиционной привлекательности. Данный метод является иерархически соподчиненным предыдущему. Сторонниками данного метода являются О.Ю. Миначов и Е.Ю. Розанова [68; 95].

Таблица 7 – Сравнительная характеристика четырех методических подходов к управлению капитализацией на основе управления стоимостью

Авторы подходов	Характеристика подходов
1	2
<p>Подход Т. Коупленда, Дж. Муррина и Т. Коллера [12]</p>	<p>Изучение влияния реструктуризации компании и перестраивание системы управления на ценностно-ориентированное управление стоимостью компании. Авторы в своем обозначении концепции используют текущую рыночную стоимость акций – капитализацию. Начальной точкой отсчета является доскональное изучение текущей рыночной стоимости компании, величины собственного и заемного капитала, что подразумевает наличие информации об ожиданиях рынка. Затем оценивается текущая рыночная стоимость компании и потенциальная стоимость с учетом действий руководства компании. Далее сравниваются текущая рыночная стоимость компании и потенциальная стоимость для определения потенциальной выгоды акционеров от преобразований внутри компании</p>
<p>Подход И.В. Ивашковской [115]</p>	<p>Модель (пентаграмма, представлена в приложении А) управления стоимостью акционерного капитала. Определение управления стоимостью как процесс, целью которого является превращение потенциальных возможностей извлечения экономической прибыли для собственника компании в реальность. Весь процесс представляет собой набор параметров, которые учитываются при управлении стоимостью компании</p>
<p>Подход Дж. Пола, Э. Гари (в рамках концепции VBM) [19]</p>	<p>Фирмам следует добиваться минимального уровня доходности на весь капитал компании (как акционерный, так и заемный), причем такая доходность должна быть сверх стоимости капитала (cost of equity) [19]. Фирме следует вознаграждать акционеров за больший риск по сравнению с кредиторами Эмпирические исследования свидетельствуют, что, оценивая компанию, инвесторы также учитывают нефинансовые факторы Разработка стратегий для создания оптимальной стоимости осуществляется на основе комплексного и полноценного анализа текущей деятельности. Необходимо разработать оптимальные стратегии для обеспечения исключительно высокой стоимости для акционеров. Достигается это путем управления интегрированными показателями управления (integrated performance management, IPM): ключ к эффективной реализации стратегии – применение управления интегрированными показателями. Подход представлен в приложении А. Организация такой системы требует построения системы измерителей и информации о бизнесе</p>

Продолжение таблицы 7

1	2
Подход Т.В. Ващенко, Р.О Восканяна (в рамках концепции VBM) [5]	Отмечается длительность процесса управления стоимостью. Для успешного создания стоимости фирме следует пройти следующие этапы: (1) определение текущей рыночной стоимости компании; (2) выработка системы показателей VBM; (3) определение ключевых драйверов стоимости; (4) оценивание добавленной стоимости от разнообразных подразделений фирмы и их вклад в итоговую стоимость; (5) создание/разработка системы для эффективного контроля деятельности компании, определение поощрений для менеджеров с позиции роста стоимости. Основными инструментами для управления стоимостью компании является дивидендная политика и опционы

Источник: составлено автором по материалам [5; 12; 19; 115].

О.Ю. Минасов определяет внутренние и внешние методы управления рыночной стоимостью акций. Внешние методы направлены на поддержание курсовой стоимости акций на финансовом рынке, создание привлекательности акций компании для инвестиционного сообщества, они включают мероприятия, проводимые на финансовом рынке и PR-мероприятия. Внутренние методы направлены на поддержание эффективной работы фирмы, эффективного управления акционерным капиталом и рост прозрачности деятельности компании. Внутренние методы включают в себя мероприятия по оптимизации финансово-хозяйственной деятельности компании и мероприятия по повышению прозрачности бизнеса компании.

Выделяют тактические и стратегические мероприятия по управлению рыночной стоимостью акций компании. Мероприятия стратегического характера направлены на улучшение производственной и хозяйственной деятельности, различных систем внутри компании, корпоративной культуры. Мероприятия тактического характера предполагают постоянный аудит и контроль после реализации стратегических мероприятий с целью улучшения результатов. В результате осуществления стратегических и тактических мероприятия фирма должна добиться следующих результатов: а) роста потока генерируемых денежных средств фирмы; б) снижения расходов; в) повышения эффективности деятельности компании в целом.

Подход Е.Ю. Розановой предполагает управление стоимостью акций компании, направленное на повышение инвестиционной привлекательности ее акций и минимизацию риска инвестора [95]. В своем исследовании этот автор определяет следующие направления, необходимые для управления рыночной стоимостью акции: а) оптимизация дивидендной политики; б) воздействие на рыночные параметры акций (ликвидность, спред между покупкой и продажей); в) максимизация объема прав инвесторов / акционеров, соблюдение таких прав; г) корпоративная прозрачность.

В целом оба подхода учитывают важность построения отношений с инвесторами и учет их ожиданий/оценки относительно стоимости акций. При этом подход О.Ю. Минасова представляется более целостным, то есть с учетом одновременного применения внутренних и внешних методов управления стоимостью акций, а в подходе Е.Ю. Розановой больший акцент делается на построении гармоничных отношений с инвесторами.

в) Управление количеством акций в обращении. Можно выделить следующие корпоративные действия эмитента, изменяющие количество акций в обращении: а) увеличение количества акций в обращении в результате дополнительного выпуска; б) дробление; в) консолидация; г) осуществление обратного выкупа акций с рынка их эмитентом. В связи с тем, что данные корпоративные действия эмитента оказывают влияние на цену акции, в некоторых работах такие действия относят к управлению стоимостью акции (Е.Ю. Розанова [95]). Результаты анализа ряда научных источников о влиянии указанных корпоративных действий на ценовую динамику акции, и как следствие на капитализацию, представлены в таблице 8.

Исследования по теме первичного размещения акций и его влияния на цену акции характеризуются следующими положениями: занижение цены акции в ходе IPO с возможностью роста цены акций и повышения благосостояния инвесторов в начале IPO с последующим снижением доходности в долгосрочном периоде. Вследствие этого, менеджменту

компаниям следует уделять большее внимание поддержанию доходности инвесторов/акционеров в долгосрочном периоде.

Таблица 8 – Ключевые выводы о влиянии корпоративных действий эмитента по управлению количеством акций в обращении

Корпоративное действие	Ключевые выводы о влиянии корпоративных действий на ценовую динамику на основе анализа научной литературы
1	2
<p>Увеличение количества акций в обращении за счет новой эмиссии</p>	<p>1) Аномальная доходность. Эмиссия новых акций (далее - IPO) приносит инвесторам положительную аномальную доходность (abnormal return) на раннем периоде после проведения IPO. Спрос инвесторов на IPO положительно связан с первоначальной доходностью этих компаний [124] и во многом обусловлен «эффектом победы» («bandwagon hypothesis»). Чем выше доля IPO, подписанного информированными инвесторами, тем выше уровень движения цены в течение первого дня торгов из-за более высокого спроса на этот конкретный выпуск [227]</p> <p>2) Занижение цены IPO. Занижение цены IPO в ходе IPO обусловлено следующими эффектами: избежание судебных исков, теория перспектив и эффект победы, модель проклятия победителя, однако отмечается возможность получения положительной прибыли, даже в случае завышения цены вследствие бычьего настроения инвесторов относительно внутренней стоимости компании [159]</p> <p>3) Отсутствие ожидаемой доходности от IPO для инвесторов на долгосрочном горизонте. Однако такие исследования встречаются реже по сравнению с исследованиями о недооценке акций. Это может быть частично связано с иррациональными оценками во время IPO, которые корректируются с течением времени. Другой фактор низкой эффективности может быть связан с менеджерами фирмы, которые чрезмерно тратят и используют средства фирмы менее эффективно, чем до IPO [188]</p>
<p>Дробление акций или сплит (stock split)</p>	<p>Положительный сигнал, хотя такое мероприятие не меняет будущие денежные потоки компании [219]</p> <p>Пятидневная доходность 1 275 объявлений два к одному разделения акций, объявленных компаниями, зарегистрированными на NYSE (Нью-Йоркская фондовая биржа), а также на АМЕ (американская фондовая биржа) в период времени 1975 – 1990 равняется 3,38%, что подтверждает гипотезу сигнальной теории [182], однако дробление акций используется для приведения акций к более низкому торговому диапазону</p> <p>В некоторых исследованиях отмечается, что рынок недооценивает дробление акций [160]</p> <p>Предложена гипотеза «самоотбора», которая представляет собой комбинацию двух целей управления, связанных с разделением акций, то есть переориентация цены акций на более низкий торговый диапазон с целью повышения ликвидности и сигнала о положительном прогнозе на будущее. Рынок, кажется, недостаточно реагирует на информацию, включенную в объявление разделения</p> <p>Ликвидные рынки позволяют диверсифицировать источники привлечения ресурсов и способны расширить доступ к капиталу для компаний. Аналогично, сплит акций позволяет компании повысить ликвидность акций компании [14; 44]</p>

Продолжение таблицы 8

1	2
Консолидация акций или обратный сплит (reverse stock split, stock consolidation, stock merger)	<p>1) Сигнал о бедственном положении. Нет единого взгляда на восприятие инвестиционным сообществом результатов консолидации акций и на влияние такого процесса на цену акции. Дж. Робертсон [217], проанализировав 41 корпоративное действие по консолидации акций, отмечает отсутствие влияния на рыночную стоимость акции, за исключением небольшой положительной пользы от снижения затрат на регистрацию акций</p> <p>2) Объективные причины, обусловленные порогом цены исключения из листинга [211], оказывают положительное влияние на цену акции</p>
Обратный выкуп акций	<p>1) Анализ обратного выкупа с точки зрения сигнальной теории. Сигнальные послы менеджмента являются существенным детерминантом реакции цены акций на объявление о выкупе акций на открытом рынке (на основе реакции цен на акции REITs (Real Estate Investment Trust) на объявление о выкупе на открытом рынке с помощью различных сигнальных переменных (шестимесячная доходность акций, четырехнедельная доходность акций и показатель M/B) и контрольных переменных (денежный спред и свободный денежный поток) [147]</p> <p>2) Подтверждение гипотезы о недооценки акций [193]. Мотивацией к публикации объявления о выкупе акций являлась положительная информация относительно возможности роста акций, акции фирмы считались недооцененными (на основе информационного содержания объявления об обратном выкупе на Австралийской фондовой бирже в период с января 1991 г. по июль 1999 г.) [209]</p> <p>3) Анализ краткосрочного влияния на цену акции. В ближайшей перспективе цена акций скорее всего вырастет в связи с ожиданием акционеров роста прибыли на акцию [197]. В среднем обратный выкуп генерирует положительные или, в крайнем случае, не отрицательные доходы от объявления. Опционные управленческие программы положительно влияют на доходность обратного выкупа [196]</p> <p>4) Анализ долгосрочного влияния на цену акции (смешанные результаты). Выкупы связаны не только с увеличением цены акций во время разрешения на выкуп, но и с положительной долгосрочной избыточной доходностью [161; 181; 212]. В то же время долгосрочные избыточные доходы являются аномалией, а аномалии могут быть выявлены ошибочно/случайно. Более того, недавние исследования утверждают, что долгосрочная доходность может быть объяснена деятельностью по поглощению или может компенсировать инвесторам риск поглощения и, таким образом, не создавать стоимости [140; 196], или что такие аномалии сильно сократились в последние годы из-за повышения эффективности рынка [175]. В целом, некоторые из последних публикаций в меньшей степени поддерживают аргумент о том, что выкуп акций связан с более высокой акционерной стоимостью в долгосрочной перспективе</p> <p>5) Во время кризиса целесообразнее применять обратный выкуп акций для формирования опционных программ сотрудников, а также для получения дополнительного дохода при последующей продаже недооцененных на текущий момент акций компании на фазе подъема рынка [110].</p> <p>6) Внутренние институциональные особенности и реформы играют значительную роль в рыночной оценке и популярности обратного выкупа акций [132]</p>

Источник: составлено автором по материалам [14; 44; 110; 124; 132; 140; 147; 159-161; 175; 181-182; 188; 193; 196-197; 209; 211-212; 217; 219; 227].

Дробление акций воспринимается инвестиционным сообществом как «хорошая» новость (после разделения акций можно наблюдать значительное увеличение цены акций), однако рынок недооценивает такую информацию.

Даже в случае снижения уровня рыночной капитализации, вызванной консолидацией, такой процесс может нести в себе выгоды для инвестора – увеличение ликвидности, возобновление доступа на первичные рынки.

Обратный выкуп акций воспринимается инвестиционным сообществом как положительное явление сразу в нескольких аспектах: обратный выкуп создает дополнительный физический спрос на акции, обратный выкуп акций по оферте осуществляется с премией к рынку, обратный выкуп повышает инвестиционную привлекательность акций за счет повышения дивидендной доходности; это показатель, что менеджмент компании заинтересован во внутренних инвестициях в свою компанию, что означает наличие дальнейших долгосрочных перспектив роста и развития бизнеса.

Показатели измерения стоимости публичной акционерной компании.

Главная целевая функция фирмы как максимизация стоимости для акционеров подвигает к определению инструментария для измерения такой стоимости. Для компаний, обращающихся на фондовом рынке, можно применять метрики, основывающиеся на рыночной информации и отражающие рост курсовой стоимости за анализируемый период. Обозначим данные показатели как рыночные показатели стоимости для акционеров. В основе данной группы показателей лежит идея о том, что финансовый рынок способен эффективно определять цену на торгуемые на рынке ценные бумаги. Курс любой обыкновенной акции определяется ожиданиями рынка в отношении потенциальных возможностей создания стоимости компании. Следовательно, эффективность управления компанией можно оценить по доходности для акционеров, которую они получают на свои инвестиции в акции компании. Слабая эффективность рынка подтверждена исследованием К.В. Криничанского, М.А. Горюновой, А.В. Безрукова [116] на основе моделей ценообразования CAPM и АРТ – арбитражного ценообразования.

Вторая группа показателей – внутренние – основывается на данных бухгалтерского учета, денежных потоках компании. В основе данных показателей лежит предположение, что стоимость, формируемая на финансовом рынке, зависит от внутренней стоимости, которую создает менеджмент компании. Показатели для измерения стоимости публичных акционерных компаний представлены в схематичном виде на рисунке 2. Затем в табличную форму собраны основные характеристики данных показателей.



Источник: разработано автором по материалам [127; 139; 226; 238].

Рисунок 2 – Показатели измерения акционерной стоимости публичных акционерных компаний

Основные качественные характеристики рыночных показателей, используемых для определения стоимости для акционеров сведены в таблице 9.

HPR измеряет фактическую доходность инвестиций в акции за весь период владения ею с учетом дивидендных выплат акционеру. Другие показатели, такие как P/E, P/BV, MVA измеряют стоимость, созданную компанией за эти годы, а также восприятие будущего потенциала создания стоимости компании для ее акционеров. В этих показателях используются как балансовая стоимость инвестированного капитала, которая количественно оценивает все инвестиции, сделанные акционерами в компанию до настоящего времени, так и рыночная цена акций, которая является отражением

ожиданий инвесторов относительно потенциала эффективности компании и стоимости активов.

Таблица 9 – Рыночные показатели, используемые при определении стоимости для акционеров, и их основные характеристики

Показатель	Порядок расчета	Преимущества	Недостатки
Доходность за период владения активом (Holding Period Return, HPR)	Рассчитывается на основе изменения рыночной цены инвестиции за период	Простота в использовании, учитывает доход и темпы роста	Не учитывает временную стоимость денег, возможны искажения, если период владения активом больше года
Price Earnings Ratio (P/E)	Отношение цены акции к прибыли на акцию	Простота в использовании, возможность сравнения прошлых и текущих значений	Субъективность, высокая инфляция может вызвать искажения при сравнении показателей в разных странах, различия в интерпретации среди различных инвесторов
Price to Book value (P/BV)	Отношение рыночной стоимости акции к ее балансовой стоимости	Положительное значение показателя, даже когда компания терпит убытки, балансовая стоимость акции более стабильный показатель в отличие от EPS, применяется для компаний на грани ликвидации	Сложности при сравнении показателей, если компании применяют разные стандарты бухгалтерского учета (МСФО, РСБУ), не учитывает нематериальные активы; инфляция и технологические изменения могут привести к значительным отличиям между балансовой и рыночной стоимостью акций публичной акционерной компании
Market Value Added (MVA)	MVA рассчитывается как Market Value of Capital Employed за вычетом Invested Capital.	Простота в использовании	Не учитывает альтернативные издержки инвестиционного капитала, промежуточные дивидендные выплаты акционерам
Совокупная доходность акционеров (Total Shareholder Returns, TSR)	Общая доходность акционеров за счет начисленных дивидендов и изменения курсовой стоимости акций	Применяется для расчета доходности венчурных инвесторов	Не учитывает абсолютную величину инвестиций и дохода инвесторов

Источник: составлено автором по материалам [127; 139; 226; 238].

Внутренние показатели, представленные в таблице 10 можно подразделить на две группы: показатели на основе данных бухгалтерского учета и показатели VBM. Показатели первой группы являются традиционными и основываются на данных бухгалтерской отчетности.

Таблица 10 – Внутренние показатели, основанные на данных бухгалтерского учета

Показатель	Порядок расчета	Преимущества	Недостатки
Прибыль на акцию (Earnings per share, EPS)	Прибыль, заработанная компанией на одну обыкновенную акцию	Учитывает прибыль на обыкновенную акцию после процентов кредиторам и дивидендов по привилегированным акциям	Возможность манипулирования показателем, путем уменьшения количества акций в обращении, не учитывает цену акции компании
Рентабельность инвестиций (Return on Investment, ROI)	ROI рассчитывается как чистая прибыль плюс произведение процентных расходов и один минус ставка налога на прибыль в числителе и балансовая стоимость активов в знаменателе	Хорошая мера измерения прибыльности, возможность применения для сравнения компаний, комплексная мера, учитывает эффективность расходов	Увеличение ROI не является гарантией создания акционерной стоимости, невозможно сравнить доходность компании с большим значением нематериальных активов с доходностью промышленной компании
Рентабельность собственного капитала (Return on Equity, ROE)	ROE рассчитывается как чистая прибыль в числителе и балансовая стоимость акционерного капитала в знаменателе	Применяется в расширенном виде (модель ДюПона)	ROE очень чувствителен к долговому рычагу и может дать вводящую в заблуждение картину созданной стоимости; невозможно сравнить доходность компании с большим значением нематериальных активов с доходностью промышленной компании
Дивиденд на акцию (Dividend Per Share, DPS)	Сумма дивидендов, объявленных обществом за отчетный период по количеству размещенных акций	–	–
Дивидендная доходность (Dividend Yield, DY)	Измеряет дивидендную доходность акционера	Учитывает дивидендную политику компании	В случае сильных колебаний цены акций показатель может не отражать действительность

Источник: составлено автором по материалам [127; 139; 226; 238].

Эрбар и Стюарт [166] выступают с критикой показателей, основанных на данных бухгалтерской отчетности. Выделяются недостатки ROE, ROA, ROI – бухгалтерские и финансовые. Искажения касаются в основном различных методов калькуляции (LIFO, FIFO и т. д.). В то время как финансовые искажения касаются в основном доли долга и капитала. Сравнение

показателей, основанных на данных бухгалтерского учета, представлено в таблице 11.

Таблица 11 – Сравнение показателей, основанных на данных бухгалтерского учета

Критерий	EPS	ROI	ROE	DPS/DPY
Легкость в использовании	да	да	да	да
Нет влияния на финансовый рычаг	нет	да	нет	да
Учитывает стоимость капитала	нет	нет	нет	нет
Учитывает стоимость денег во времени	нет	нет	нет	нет
Возможно применение в разных отраслях	нет	нет	нет	нет

Источник: составлено автором по материалам [127; 139; 226; 238].

Определим показатели, которые используют «инвесторы в акции роста» и «инвесторы в акции стоимости», в таблице 12. Обе категории инвесторов используют схожие показатели, но их предпочитаемое значение для разных типов инвесторов отличается.

Таблица 12 – Показатели (мультипликаторы) для «инвесторов в акции роста» и «инвесторов в акции стоимости»

Показатель (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 [62; 127; 139; 226; 238].

Для «инвесторов в акции роста» значения мультипликаторов помогают выбрать компании с высокими темпами роста выручки, для «инвесторов в акции стоимости» значения мультипликаторов способствуют выбору стабильных компаний.

В основе понятий «инвестор в акции роста» и «инвестор в акции стоимости» лежат стратегии выбора акций: акции роста и акции стоимости. Основное различие между акциями роста и акциями стоимости в том, что акции стоимости – компании, которые, по мнению инвесторов, недооценены

рынком, а акции роста – компании, которые, по мнению инвесторов, принесут высокий доход (выше среднего).

Следует отметить, что традиционные показатели стоимости, основанные на бухгалтерском учете, перестают быть актуальными в изменяющихся условиях, поскольку они не учитывают факторы, определяющие акционерную стоимость. Инвесторы ожидают прибыль, которая равна альтернативной стоимости такого капитала. Рынки капитала определяют меру стоимости через дисконтирование ожидаемых будущих денежных потоков по ставке, которую инвесторы ожидают получить, если они инвестируют в компании с аналогичными рисками. Кроме того, традиционная бонусная система может некорректно применяться. Это может привести к слишком незначительным стимулам для хороших исполнителей и слишком большой компенсацией

для посредственных исполнителей [183].

Таким образом, необходимо определять стоимость и управлять ею на основе того, как менеджмент и другие стейкхолдеры оценивают стоимость. Руководству важно не только понять процесс создания стоимости, но и установить ощутимые связи между их стратегиями и созданием стоимости для облегчения как принятия решений, так и оценки эффективности. Для удовлетворения этой потребности разработан подход к управлению, известный как управление на основе ценностей.

Внедрение концепции управления стоимостью компании позволяет решить следующие задачи: ориентировать компанию на достижение конкурентных преимуществ на рынке, измерять эффективность управленческих решений (как они влияют на стоимость компании), создать предпосылки для согласования ключевых интересов групп заинтересованных лиц в компании, создать эффективную систему отношений с менеджментом.

В концепции управления, ориентированного на стоимость, применяются три ведущие модели, названные в соответствии с компаниями-разработчиками моделей, которые приведены в таблице 13.

Хотя данные модели представляются как новые разработки, все они опираются на популярную модель дисконтирования денежных доходов. Данные модели позволяют оценить успешность или несостоятельность инвестиций, так как на практике до 40% активов не подвергаются оценке методом дисконтирования денежных потоков [12].

Таблица 13 – Модели и показатели концепции управления, ориентированного на стоимость

Название модели	Характеристика модели
Модель экономической добавленной стоимости / рыночной стоимости (Enterprise value added – EVA, MVA, Stern Stewart & CO)	Данный показатель стал мерой, отражающей, что произошло с богатством акционеров. EVA основана на концепции, что получение прибыли больше сверх стоимости капитала увеличивает стоимость (компании), а получение меньше разрушает
Модель денежной рентабельности инвестиций (Cash flow return on investment – CFROI, The Boston Consulting и HOLT Value Associates)	Основана на предположении, что компания может быть смоделирована как проект, который генерирует денежные средства в течение срока полезного использования своих основных активов и инвестиций
Модель добавленной акционерной стоимости (Shareholder value added – SVA, McKinsey & Co, LEK/Alcar)	Показатель, аналогичный методу DCF. Метод DCF определяет экономическую стоимость, полученную в результате прогнозируемого сценария, в то время как акционерная добавленная стоимость измеряет изменение стоимости в течение прогнозируемого периода. Показатель рассчитывается по формуле: $SVA = [\text{Совокупная приведенная стоимость денежных потоков} + \text{Приведенная стоимость ликвидационных средств на конец прогнозного периода} - \text{Текущая ликвидационная стоимость}]$

Источник: составлено автором по материалам [53; 130; 215-216].

В большинстве случаев разработка показателей основывается на критике показателей, таких как доходность инвестиций, доходность активов, прибыль до уплаты процентов, налоги и амортизация гудвилла или прибыль на акцию [203]. Некоторые из показателей, основанные на управлении стоимостью, разработаны недавно; другие существовали в течение десятилетий или были выведены из теории рынка капитала для использования в рамках управления подразделениями компаний.

Проведем сравнение шести основополагающих методов в концепции VBM в таблице 14.

Следует отметить важность рассмотрения перехода на новую идеологию управления – VBM – в качестве долгосрочного проекта, так как оценка перехода в качестве разового проекта может снизить эффективность перехода.

Лишь в одной трети компаний, которые начали переход на управление, ориентированное на стоимость, показатели доходности акций превысили индекс компаний соответствующего сектора более чем на 5% [12], что является довольно низким результатом.

Таблица 14 – Сравнительная характеристика подходов в VBM

Показатель	Stern Stewart & Co	Marakon Associates	McKinsey & Co	Price Waterhouse Coopers	L.E.K. Consulting	HOLT Value Associates
Главная идея	Максимизация стоимости для акционеров					
Максимизация стоимости связана с:	Признание прав собственности	Максимизация стоимости – наилучшая цель в рамках бухгалтерского принципа «going concern»	Рост бизнеса	Рост бизнеса	Рост бизнеса	Рост бизнеса
Теории взаимодействия участников фирмы	Теория стейкхолдеров, на первом месте акционеры					
Метрики	MVA, EVA	Спред Акционерного капитала, Экономическая прибыль	DCF, Экономическая прибыль	CFROI, SVA, FCF (свободный денежный поток)	SVA, изменение в EVA, главные индикаторы стоимости	CFROI, бухгалтерские показатели
Инвестиционные решения и распределение ресурсов	Оценка основана на подходе EVA	Внимание на выполнении стратегических требований подразделения Четыре принципа распределения ресурсов	Внимание на методах оценки: DCF Метод опционов	Внимание на создании стоимости для акционеров и соблюдение стратегии	Основана на DCF, методе реальных опционов	DCF, сравнение активов с будущими инвестициями

Источник: составлено автором по материалам [53; 130; 215-216].

В специализированной литературе представлен ряд подходов к сравнению показателей оценки акционерной стоимости с точки зрения результативности. В качестве примера, Р. Морин и Ш. Джарелл [205] в своем исследовании предлагают распределение показателей по их сложности (complexity) и точности (accuracy). В работе Дж. Найта [191] представлено более сложное распределение показателей по тем же параметрам (точность и сложность). Скорректированный подход по Дж. Найту применила Т. Теплова [24]. При сравнении подходов Морина/Джарелла [205] и

Дж. Найта [191] следует отметить закономерность, что показатели, определяемые авторами как лучшие, находятся в верхнем правом углу системы координат (SVA, CFROI).

Отметим, что можно сравнить показатели, основанные на рыночных данных с внутренними показателями. Поскольку цена акций компании на фондовом рынке отражает ожидания его участников в части долгосрочных результатов создания стоимости компанией, нельзя ожидать прямого соответствия между результатами создания стоимости (показатели, основанные на внутренних данных) и фондовой оценкой показателей акционерного капитала, выраженной в изменении курса акций. В таблице 15 показаны существующие возможности зависимости показателей, основанных на внутренних данных, и показателей, основанных на рыночных данных.

Вышеперечисленные категории показателей способны отразить сущность результатов создания стоимости. Показатели создания стоимости (внутренние показатели) отражают результат создания стоимости от операционной деятельности, в то время как показатели благосостояния (основанные на рыночных данных) показывают периодическое изменение стоимости в результате ожидания рынка относительно принятых управленческих решений. В таблице 15 связаны операционная деятельность компании и ожидания рынка относительно такой деятельности, что позволяет определить влияние операционных решений на цену акции и, как следствие, капитализацию. Высокий показатель добавленной рыночной стоимости показывает, что ожидаемые высокие результаты показателей, основанных на данных бухгалтерского учета, будут «вознаграждены» более высокой рыночной стоимостью компании.

Большинство компаний находятся в секторах «низкий-низкий» и «высокий-высокий». Однако если компании входят в другие два сектора, разумно предположить, что положение, в котором они находятся, временно. В таких ситуациях инвесторы смотрят «дальше» существующего значения

экономической стоимости и делают предположение о том, что текущая стоимость скоро изменится в силу долгосрочных рыночных тенденций.

Таблица 15 – Возможности зависимостей двух видов показателей измерения стоимости публичной акционерной компании

Показатели		Внутренние показатели (создание стоимости)	
		Низкий	высокий
Показатели, основанные на рыночных данных (создание благосостояния)	Высокий	2 квадрант: Хотя текущий показатель создания стоимости превосходный, рынок ожидает более низкий показатель в будущем	3 квадрант: Высокий показатель создания благосостояния отражает высокий показатель создания стоимости — как в настоящий момент, так и в будущем
	Низкий	1 квадрант: Низкий показатель создания благосостояния отражает продолжающиеся ожидания низкой способности создания стоимости	4 квадрант: Хотя текущий показатель создания стоимости превосходный, рынок ожидает более низкий показатель в будущем

Источник: составлено автором по материалам [91].

Подводя итог, следует отметить, что аналитики и инвесторы на практике часто используют коэффициент P/E в целях определения стоимости акций и сравнительный подход в рамках фундаментального анализа.

1.4 Факторы капитализации акционерных компаний

В ряде кандидатских диссертаций были проведены исследования по вопросу влияния различных факторов на цену акции или на рыночную капитализацию компании. На основе данных исследований ниже в таблице 16 представлены группы факторов капитализации и их авторы.

На основе анализа вышеуказанных групп факторов сформирована общая классификация факторов, влияющих на капитализацию публичных акционерных компаний, представленная на рисунке 3.

Следует обратить внимание, что участники фондового рынка учитывают («включают в цену») фактор государства, так как они надеются, что государство обеспечит стабильность во время кризиса посредством достройки институтов или принятия антикризисных мер, однако государство не поспевает за рынком и не всегда оказывается способным устранить проблемы [118]. Также, существует взаимосвязь между спекулятивным характером российского рынка ценных бумаг и недостатками регулирования.

Таблица 16 – Факторы капитализации на основе исследований

Автор	Описание методологии
Демиденко Т.И. [38]	Представлена классификация факторов, влияющих на рыночную капитализацию. Автор разделила факторы на фундаментальные и нефундаментальные, на качественные и количественные, а по уровню проникновения выделила мезо-, микро-, макро- и мега уровни. К нефундаментальным факторам отнесены новостные (как цена акции изменяется после выхода новостей) и поведенческие
Пивень В.В. [45]	Три отдельные самостоятельные модели, оценивающие влияние факторов на рыночную капитализацию. Автор рассматривает влияние макроэкономических, отраслевых и внутрифирменных факторов на рыночную капитализацию компании
Идрисов Ш.М. [43]	Разделение факторов, влияющих на капитализацию компании, на внешние (макроэкономические и политические) и внутренние (связанные с деятельностью компании)
Шимко О.В. [47]	Внешние факторы (процентные ставки на ссудный капитал, инфляция, политические события, общие тенденции на фондовой бирже и мировом рынке акций, экономическое состояние в стране компании-эмитента, валютный курс) и внутренние (величина активов, выручки, заемного и суммарного капитала, сделки слияния и поглощения, корпоративные новости и корпоративное управление)
Сахаров А.Ю. [42; 46; 94]	Специфические (ситуационные) и макроэкономические (общие). Автор рассматривает факторы, которые влияют со стороны основных стейкхолдеров, с помощью теории взаимосвязанных сторон. Автор выделяет общие/специфические факторы; микро-/макро-факторы; базовые, стратегические/оперативные факторы

Источник: составлено автором по материалам [38; 42-43; 45-47; 94].

В исследовании Д.А. Алексева отмечается, что во время мирового финансового кризиса финансовый механизм обеспечения капитализации компаний, основанный на биржевых спекуляциях акциями, оказался не в состоянии поддерживать устойчивый рост стоимости компаний. Более того, особенности функционирования рынка акций в России лишь усугубили негативные последствия финансового кризиса, выразившиеся в сильнейшем обесценении компаний [1].

Фундаментальный анализ начинается с экономического анализа макроэкономических факторов, затем анализ отрасли, затем компании.



Источник: разработано автором по материалам [15; 37; 39; 48; 52; 99-101; 103; 117; 123; 125; 129; 131; 134; 136-138; 143-143; 146; 148; 153; 155; 158; 162-163; 165; 167; 171; 173; 176; 178-180; 185-187; 190; 194-195; 201-202; 204; 206-207; 210; 214; 228-229; 237].

Рисунок 3 – Факторы капитализации акционерных компаний

Остановливаясь на макроэкономических факторах, следует обратить внимание на явление коинтеграции финансовых рынков. В некоторых исследованиях отмечается, что многие рынки сейчас интегрированы [134]. Многие авторы изучали глобализационные процессы на международном

рынке акций. Так, Ф. Гвиди и М. Угур анализировали степень интеграции рынков Болгарии, Хорватии, Словении и Турции с развитыми рынками США, Англии и Германии. Используя коинтеграционный анализ, авторы выявили, что рынки стран северо-восточной Европы имеют схожий тренд с рынками Германии и Англии в периоде 2000-2013 гг. [179]. В другой научной работе [237] проводился коинтеграционный анализ 26 мировых индексов в периоды ипотечного и европейского долговых кризисов. Кризисы изменили коинтеграционные отношения между фондовыми индексами, их коинтеграционные отношения усилились после краха Lehman Brothers, в то время как степень коинтеграции постепенно снижалась от ипотечного до Европейского долгового кризиса. В качестве теоретической основы применялась ценовая теория (price theory) и закон одной цены (law of one price), адаптированные для международного финансового рынка [143].

Примечание – Коинтеграция – это причинно-следственная связь в уровнях двух и более временных рядов, которая выражается в совпадении или противоположной направленности их тенденций и случайной колеблемости.

Согласно исследованию А.Е. Абрамова и А.Д. Радыгина, такие факторы, как «открытость экономики, демографическая нагрузка на население, инфляция и уровень государственного долга, в разные исторические периоды воздействовали на динамику капитализации разнонаправленно» [48].

В исследовании Е.А. Федоровой и К.А. Панкратова [123] анализируется влияние внешних факторов на фондовый рынок России на основе эконометрической модели EGARCH. В качестве внешних факторов представлены курс доллара США, ВВП, курс евро к доллару, цена на нефть марки Brent, сальдо движения капитала. В исследовании была выявлена сильная зависимость колебаний индекса ММВБ от курса доллара США и цены на нефть.

В силу того, что менеджмент компании может воздействовать только на микроэкономические факторы, рассмотрим их подробнее.

Фундаментальные качественные факторы

1) Модель бизнеса определяет ценности компании, какой образ компания транслируется инвестиционному сообществу, особенно инвесторам, на основе работы с клиентами, поставщиками, персоналом, государственными органами. Ценностное предложение - центральный элемент современных бизнес-моделей.

2) Конкурентные преимущества бизнеса. Компании требуется сформировать устойчивое преимущество для стабильного роста и развития бизнеса. Это позволит инвесторам выбирать успешные компании. «Инвесторы в акции стоимости» могут обратить внимание на развитые компании, а «инвесторы в акции роста» отметят новые узкоспециализированные компании с уникальным продуктом или услугой.

3) Корпоративное управление включая корпоративную прозрачность.

Последние несколько лет все больше внимания уделяется влиянию корпоративного управления на стоимость акций компаний [153]. Корпоративное управление способствует раскрытию финансовой и нефинансовой информации для повышения прозрачности для заинтересованных сторон, особенно акционеров. Корпоративное управление может быть определено как набор правил и стимулов, с помощью которых управление компанией направляется и контролируется с целью максимизации прибыльности и долгосрочной стоимости фирмы для акционеров.

В исследованиях анализировалось влияние корпоративного управления на доходность акций [185], стоимость фирмы и операционную деятельность фирм. Результаты исследований показывают, сильное корпоративное управление оказывает значительное влияние на цены акций, однако влияет незначительно на объем торговли [229]; инвесторы оценивают фирмы с более хорошим уровнем корпоративного контроля как фирмы, которые показывают более высокую ценность. Данные выводы подтверждаются другими исследованиями – Гомперс, Иши [178], В. Дробетц [163], утверждающими, что фирмы с более сильными правами более прибыльны, показывают более

высокий рост продаж и более низкие капитальные расходы. Еще одним интересным выводом анализа влияния корпоративного управления на цену акции являются более высокие цены на акции для фирм с хорошим корпоративным управлением [185]. В то же время результаты другого исследования предупреждают менеджеров, что плохое корпоративное управление фирмами может негативно сказаться на экономике как развитых, так и развивающихся стран [228]. Выявлена положительная и значимая взаимосвязь между независимостью совета директоров и рыночной капитализацией, и, с другой стороны, модель Хасана и Омара (2015 г.) выявляет отрицательную и значимую взаимосвязь между государственной собственностью и рыночной капитализацией [180].

Низкая корпоративная прозрачность снижает предложение точной информации о конкретных фирмах и усиливает информационную асимметрию между фирмами и внешними инвесторами. Такая информационная среда ограничивает возможности инвесторов по точному и корректному расчету показателей, лежащих в основе формирования ожиданий инвесторов о цене акций. Наличие менее достоверной информации, на которую можно рассчитывать при принятии решений, заставляет инвесторов и других участников рынка больше полагаться на субъективные суждения и приводит к большей зависимости от общих инвестиционных настроений [173]. Построив совокупную меру настроений инвесторов из семи переменных (а именно: скидки закрытых фондов, оборот рынка, количества IPO, доходности IPO в первый день, доли выпуска акций в новом финансировании, роста инвестиционных счетов и роста сберегательных депозитов), М. Ферв, К.П. Ванг, С.М.Л. Вонг [173] обнаружили, что фирмы с низкой корпоративной прозрачностью больше подвержены влиянию настроений инвесторов, чем фирмы с высокой корпоративной прозрачностью. В целом, выводы подчеркивают важность корпоративной прозрачности в смягчении влияния настроений инвесторов на цены акций.

Обобщая, отметим, что корпоративная прозрачность способствует более информативным финансовым решениям инвесторов, а сильное корпоративное управление положительно влияет на цену акций.

4) Защита прав акционеров и отношения с инвесторами (investor relations, далее – IR).

Защита миноритарных акционеров от экспроприации контролирующими акционерами является важным экономическим фактором, влияющим на динамику цен на активы. В частности, эмпирическая литература предоставляет достаточно доказательств того, что уровень защиты инвесторов оказывает экономически значимое влияние на среднюю доходность акций, волатильность доходности акций и процентные ставки.

Акции имеют более низкую ожидаемую доходность, когда защита инвесторов слаба [176]. В теории, если защита прав инвесторов слаба, у богатых инвесторов есть стимул стать контролирующими акционерами. В равновесии цена акций отражает спрос со стороны контролирующих акционеров и портфельных инвесторов. Таким образом, акции со слабой защитой прав акционеров имеют более низкую ожидаемую доходность и, следовательно, не способствуют привлечению инвесторов в компанию, в то время как текущие инвесторы стремятся стать контролирующими акционерами.

Хотя отношения с инвесторами могут не отвечать за повышение цены акций, есть элементы оценки компании, на которые влияет IR. IR отвечает за последовательный анализ и выявление факторов, препятствующих достижению справедливой стоимости акций. Исходя из этого, усилия IR соответствующим образом направлены на снижение недооцененности акций и закрытия пробелов в оценке акций инвесторами, когда это возможно. В. Агарваль, А. Лиан, Э. Нэш и Р. Дж. Таффлер [195] определили, что фирмы, применяемые наиболее эффективные IR-стратегии, получают превосходную аномальную доходность как до, так и после номинаций журнала Investor Relations Magazine.

Таким образом, отношения с инвесторами непосредственно не влияют на цену акции, но снижают информационную асимметрию между компанией и инвесторами, что приводит к более информативным инвестиционным решениям инвесторов.

5) Социальная и экологическая деятельность.

В основе влияния социальной и экологической деятельности фирмы на цену акции лежит сигнальная теория, которая основывается на наличии у одной группы участников превосходящей или более актуальной информации. В основе сигнальной теории лежит положение, что менее информированные стороны, например, инвесторы, при принятии решений о действиях с акциями ориентируются на сигналы от более информированных сторон – менеджмента. Как следствие, рынок реагирует на различные происходящие события, основываясь на «предложениях рынка» относительно вновь появившейся информации и эмоциональной окраске такого сообщения.

Сигналы поступают по различным событиям, например, в связи с публикацией экологических и социальных новостей. Влияние публикации рейтинга корпоративной и социальной ответственности (далее – КСО) будет зависеть от сигнала, который публикуемая информация дает потенциальным инвесторам. Если инвесторы рассматривают определенный рейтинг как положительную информацию, то рынок должен реагировать положительно, и наоборот. В разнообразных исследованиях поддерживается гипотеза о положительном влиянии наличия социальной ответственности в фирме на эффективность рынка.

Компании, занимающиеся социальной ответственностью, скорее всего, будут вознаграждены более высокими рыночными показателями. Сокращение выбросов обеспечивает экономию средств за счет повышения эффективности. Быть проактивным в вопросах экологической ответственности выгодно для фирмы, так как такой подход позволяет уменьшить будущие расходы, связанные с выполнением требований по экологической безопасности.

Анонсы корпоративных экологических новостей будут стимулировать рост цены акций.

Анализ исследований по теме влияния выпуска экологических новостей или участие/номинации в экологических рейтингах подтверждает, что такие события влияют на поведение акции: позитивные события положительно сказываются на цене акций, а отрицательные события приводят к противоположному результату. Интересно, что в исследовании Андерсона-Веира отмечается негативная реакция со стороны фондового рынка на экологическое поведение фирмы [131]: средняя аномальная доходность всех компаний в исследовании отрицательна, это свидетельствует, что инвесторы отрицательно реагируют на «зеленые» новости. Одно из предположений такой реакции заключается в том, что инвесторам не нравится, что капитальные расходы направлены на снижение экологических выбросов. Также в исследовании Федотовой М.А. и Тазихиной Т.В. доказано, что выполнение ESG критериев в краткосрочном периоде оказывает отрицательное значение на стоимость компании, а в долгосрочном-положительное [101].

6) Действия по слияниям и поглощениям.

В исследовании К.В. Криничанского обозначены направления исследования влияния сделок слияния и поглощения на цену акции. В ряде работ отмечается наличие синергетического эффекта в сделках слияния и поглощений, что приводит к росту капитализации, в других работах отмечается отсутствие синергетического эффекта. Отмечается неоднозначность результатов сделок слияния и поглощения (увеличение дохода и снижение издержек) [117].

7) Корпоративные конфликты.

В связи с тем, что нам не удалось найти информацию в отношении конфликтов стейкхолдеров, далее делается обзор укрупненного пула работ, связанных с рассмотрением корпоративных конфликтов в общем и с влиянием новостей о конфликтах на капитализацию компании.

В статье Чирковой Е.В., Мороза И.В., Дранева Ю.Я. отражено влияние корпоративных конфликтов на стоимость компании и проведен анализ изменения рыночной капитализации ПАО «ВымпелКом» в связи с появлением в средствах массовой информации (далее – СМИ) информации в отношении конфликта между основными акционерами в 2005-2013 гг. [100]. Совокупные потери акционеров ПАО «ВымпелКом» в результате конфликта между Altimo и Telenor, по мнению авторов, составили 2,35 млрд долларов. Используя метод событий, авторы подтвердили гипотезу о том, что новости о «разгорании» корпоративного конфликта оказывали значительный отрицательный эффект на капитализацию компании, а новости об урегулировании – значимый положительный эффект.

Первым исследованием в отношении корпоративных конфликтов является исследование К. Энгельманн и Б. Корнелл [167], в котором доказано, что в результате судебных споров между компаниями капитализация как истца, так и ответчика снижается. Авторы рассмотрели пять крупнейших исков международных компаний: Telex и IBM (1972 г.), Berkey Photo и Eastman Kodak (1984 г.), Pennzoil и Техасо (1984 г.), MCI и AT&T (1974 г.), Treadway и Brunswick (1960 г.). Авторы также выдвинули четыре гипотезы причин асимметричного изменения рыночной капитализации: а) риск последующих рисков (возможно, что судебное решение вызовет подачу исков со стороны третьих лиц); б) риск ограничений, установленных судом (дополнительные расходы, изменение стратегии); в) риск потери репутации и последующего банкротства; г) расходы на юристов (наименее применима).

Фундаментом для дальнейшего анализа проблемы изменения стоимости двух фирм вследствие судебных разбирательств (конфликт Техасо и Pennzoil 1984-1988 гг.) служит исследование Д. Катлера и Л. Саммерса [155]. Понижение капитализации компаний свыше прямых расходов на проведение судебного процесса (посленалоговые расходы на юристов – 525 млн долл.) связано с существенным увеличением риска банкротства Техасо в результате судебного процесса.

Исследование данного конфликта продолжилось в статье Р. Мнукнина и Р. Уилсона [204]. Авторы выявили две причины падения стоимости капитализации – риск длительного и дорогостоящего процесса банкротства и реорганизации и агентские проблемы (менеджмент предпочел обжаловать решение суда, хотя скорейшее завершение судебного процесса являлось наилучшим результатом для акционеров обеих компаний, другими словами, интересы менеджмента отличались от интересов акционеров).

В работе С. Бхагата, Дж. Бижак и Дж.Л. Колса проанализировано влияние судебных межфирменных конфликтов (148 наблюдений) за 1981-1983 гг. [144]. Авторы выявили, что после подачи иска обыкновенные акции ответчика теряют в среднем 1% стоимости. Это связано не столько с прямыми расходами на судебный процесс, сколько с косвенными затратами (снижение уровня продаж, репутационные издержки).

Таким образом, капитализация может сильнее снижаться по сравнению с материальными потерями от конфликта, а репутационные издержки могут вызвать асимметричное изменение капитализации компаний.

Дополнительно, в акционерных обществах ситуация осложняется и тем, что помимо соблюдения баланса интересов собственников и менеджмента, необходимо также обеспечение баланса интересов между двумя группами собственников – мажоритарными и миноритарными акционерами. Интересы этих групп собственников различны, хотя у этих групп общая цель деятельности. Интересы мажоритарных акционеров связаны с долгосрочной перспективой развития бизнеса и ростом его стоимости. В свою очередь, миноритарные акционеры заинтересованы в дивидендах или прибыли на разнице в стоимости акций [37].

Логинов А.А. выделяет четыре формы проявления конфликтов интересов, которые могут перерасти в корпоративные конфликты [39]:

– совершение лицами, аффилированными с обществом, сделок или иных действия с конфликтом интересов;

– несанкционированные крупные сделки и сделки с заинтересованностью;

– инициирование искусственного банкротства или запрета на распоряжение акциями;

– манипулирование информацией / информационной прозрачностью.

Инвестор, как акционер, несет риски вложения в акции. Например, в 2023 году основные риски для инвесторов: геополитический риск, рецессия в экономике, высокая инфляция и валютный курс, санкции, инфраструктура.

8) Команда менеджмента компании. «Инвесторы в акции роста» и «инвесторы в акции стоимости» очень внимательно относятся к качеству менеджмента публичных компаний. Так как именно команда менеджмента будет реализовывать стратегию компании.

Также, согласно исследованию Яковлева А.А., Симачева Ю.С., Данилова Ю.А., в 2008-2009 годы произошло углубление «агентской проблемы», причем ведущую роль играла система стимулирования менеджеров с ориентацией на краткосрочные стимулы и исключавшая из рассмотрения иные ориентиры, кроме роста капитализации корпорации [103].

Фундаментальные количественные факторы

Примечание - Здесь рассматриваются один фактор из двух: финансовое состояние компании (финансовые показатели). Обратный выкуп, консолидация акций, и другие действия с акциями рассмотрены в предыдущем параграфе.

а) Финансовое состояние компании (финансовые показатели).

С. Пачори и Др.Н.К. Тотала [210] исследовали влияние финансового рычага на доходность акционеров и рыночную капитализацию автомобильных кластерных компаний Pithampur в Индии. Для представления кластера были привлечены семь крупных автомобильных публичных компаний. Простой линейный регрессионный анализ проводился для оценки влияния финансового рычага на доходность акционеров и рыночную капитализацию индивидуально, чтобы выяснить состояние влияния финансового рычага. В

исследовании обсуждались вероятные причины выводов, открывающих новые направления исследований. Было предложено, чтобы банкиры и поставщики долговых обязательств помогли отрасли, взимая более низкую стоимость долга.

Исследование А. Прасетянтоко [214] выявило факторы, определяющие корпоративную деятельность котирующихся компаний в Индонезии после финансового кризиса 1997 года. В исследовании подтверждено, что размер фирмы был положительно связан с прибыльностью фирм и был связан с рыночной капитализацией. Это подразумевает, что размер фирмы имеет значение для фундаментальной стоимости фирм. Используя в качестве выборки панельные данные по 238 котирующимся на бирже компаниям Джакарты (JSX) за период 1994-2004 годы, исследование установило, что макро-факторы являются более значимыми переменными, индуцирующими эффективность фирмы, чем специфические факторы фирмы. Результат также показал, что фирма-собственник имеет важное значение для фирмы и что фирмы с преобладающей иностранной собственностью показали более высокие показатели рентабельности активов (ROA) и роста рыночной капитализации, чем отечественные фирмы.

В обзорах, касающихся финансовых показателей и рыночной капитализации, основное внимание уделялось тому, что в некоторых исследованиях была установлена положительная связь между стоимостью и капитализацией компании. Хотя немногие аналитические исследования выявили тесную связь между эффективностью фирмы и капитализацией, однако было выявлено, что размер фирмы тесно связан с ее капитализацией. Влияние на рыночную капитализацию таких переменных, как реклама, исследования и разработки, дивиденды и интеллектуальный капитал, было убедительно доказано многими исследователями. В целом, из рассмотренных выше литературных источников, следует, что влияние различных переменных, таких как рентабельность собственного капитала (ROE), коэффициент P/E,

рентабельность активов (ROA), рентабельность оказывает влияние на величину капитализации.

Дивидендная политика.

Дивиденды обычно выплачиваются в виде денежных средств (Cash dividend), но они также могут принимать форму акций (Stock dividend) или другого имущества. До работы М. Миллера и Ф. Модильяни [201] многие экономисты считали, что стоимость компании возрастает по мере увеличения дивидендных выплат. М. Миллер и Ф. Модильяни предполагают, что на стоимость компании не влияет выплата дивидендов; решение дать прибыль только в виде дивидендов или оставить ее внутри компании, как определено инвестициями компании без изменения инвестиционной политики, не влияет само по себе. Результаты модели М. Миллера и Ф. Модильяни легли в основу дискуссий/изучения дивидендов за последние 50 лет в финансовой литературе. Модели и теории, разработанные после М. Миллера и Ф. Модильяни, либо неявно, либо явно, снимали или ослабляли предположения их модели. Эмпирические и теоретические работы на эту тему, по большей части, пытались объяснить причины несовершенства рынка, связанные с выплатой дивидендов, которые появились из-за асимметрии информации, налогов и транзакционных издержек.

В первую группу асимметричных информационных моделей входят агентская гипотеза, теория иерархии (pecking order theory) и сигнальная гипотеза. Изначально взаимосвязь между проблемой агентства и выплатой дивидендов рассмотрена в работах Ф.Х. Истербрук [165], согласно которому выплата дивидендов снижает стоимость агентских издержек. Поскольку выплата дивидендов вынуждает менеджеров компаний предоставлять денежные средства с рынка, это означает, что участники рынка должны внимательно следить за компанией. Теория иерархии, чей подход является антитезой гипотезе агентских издержек, основана на работах Г. Дональдсона [162], С. Майерса и Н. Маджлуфа [207]. Согласно этой гипотезе, менеджеры предпочитают внутренние источники, если же

внутреннего финансирования недостаточно им придется перейти к внешним источникам (долговому или долевого финансированию). Если выпуск большего долга больше не практичен, то выпуск акций является окончательным вариантом. Сигнальная гипотеза предполагает, что решение о выплате дивидендов имеет эффект сигнала, отправленного изнутри компании, когда информация асимметрична.

В работах, которые рассматривают выплату дивидендов как средство предоставления информации изнутри компании во вне (Джон и Уильямс, 1985 г. [186]; Миллер и Рок, 1985 г. [202]), считается, что менеджеры внутри имеют больше информации о будущем денежном потоке компании, чем внешние инвесторы или партнеры, и отражают эту информацию в решениях о выплате дивидендов.

Появляется вторая группа моделей при предположении, не возникает никаких налоговых различий либо между распределенной и нераспределенной прибылью или от дивидендов и прироста капитала. Действительно, дивидендная прибыль обычно облагается налогом больше, чем прирост капитала. Можно предположить, что инвесторы, столкнувшиеся с различными налоговыми ставками, предпочли бы максимально снизить свое налоговое бремя. Например, согласно гипотезе эффекта клиентуры, если дивидендная доходность облагается налогом больше, инвесторы, которым не нужны наличные деньги, предпочитают компании, которые не выплачивают дивиденды, а не те, которые это делают, предполагая, что инвесторы в другом случае, как правило, предпочитают компании, выплачивающие денежные дивиденды. Таким образом, это объясняет реакцию рынка на изменения в выплате дивидендов: при изменении решения о выплате дивидендов инвесторы, желающие снизить налоговую нагрузку, будут перестраивать свои портфели.

Третья группа моделей возникла с ослаблением предположения о нулевой стоимости модели Миллера и Модильяни, которая предполагает, что акционеры не делают различия между денежными дивидендами и прибылью

от капитала, потому что они могут получить наличные деньги, когда им это нужно, продавая акции, которые они держат, на рынке без каких-либо затрат. Однако торговля на рынке не является бесплатной, акционеры сталкиваются со скрытыми или неявными издержками, когда они торгуют. Транзакционные издержки – это расходы, понесенные при покупке или продаже акций (комиссионные и т. п.). Еще одной областью, где транзакционные издержки влияют на выплату дивидендов, является стоимость выпуска новых акций для удовлетворения финансовых потребностей компании. Если стоимость предоставления внешнего финансирования для компаний высока, они имеют более высокую тенденцию оставлять свои доходы внутри компании. В этом случае будет отрицательная связь между выплатой дивидендов и транзакционными издержками. Однако на практике компании часто выплачивают дивиденды, выпускают новые акции и заимствуют, поскольку доминируют другие факторы, влияющие на выплату дивидендов (Ал-Малкави [125]).

Сегодня большинство исследований базируется на алгоритме, который был разработан в конце 1960-х годов в работах Р. Балл, Ф. Браун [138], и Е. Фама [171]. Р. Балл, Ф. Браун анализировали информационное значение объявлений о финансовых результатах компании (прибыли) на ее рыночную оценку.

Отметим, что в основном исследования о влиянии изменения дивидендов на цену акции проводятся на развитых рынках, и менее распространены в отношении рынков развивающихся экономик. Взаимосвязь между совокупной выплатой дивидендов и рыночной капитализацией была рассмотрена Лейтнер и Зиммерман [194]. В исследовании участвовали компании из четырех разных стран - Западной Германии, Франции, Великобритании и Швейцарии. На основе интеграционного анализа было предположено, что выплата дивидендов имеет долгосрочную связь с рыночной капитализацией для европейских фирм, за исключением фирм США. Ханал, Мишра [190] анализировали реакцию цен акций на выплаты

дивидендов в виде акций в период 30 дней до и после даты объявления о выплате в 2006-2012 гг. и установили позитивную реакцию, однако реакция ниже, чем в предыдущие периоды, анализируемые другими авторами.

Общий вывод, который следует: цены акций в среднем увеличиваются, когда компании увеличивают дивиденды, и в среднем снижаются, когда дивиденды снижаются. Таким образом, «хорошая» новость – объявление о повышении дивидендов, «плохая» – о снижении. Также, наблюдается противоречивость различных точек зрения о влиянии дивидендных выплат на стоимость компании, что требует осмотрительного подхода к выполнению дальнейшего исследования и учета особенностей влияния дивидендных выплат на цену акции. Таким образом, при формировании дивидендной политики акционерной компании также следует учитывать асимметрию информации, налогообложение дивидендов и транзакционные издержки, так как эти факторы влияют на предпочтение инвесторами акций.

Нефундаментальные факторы

а) Новостные факторы. На капитализацию компании в краткосрочном периоде влияют новостные факторы. Прежде всего, различные авторы анализировали влияние выпуска новостей на рыночную стоимость акций [158]. В статье О.А. Владимировой [52] проведен анализ литературы по влиянию новостного фона на капитализацию. Были разработаны следующие выводы: в первую очередь – спорное влияние новостного фона, особенно его качества на стоимость компании. В разные периоды корреляция новостного фона и цены акции имела место, хотя возможны случаи только косвенного влияния. Можно отметить краткосрочное влияние новостного фона.

б) Поведенческие факторы. Поведенческие эффекты представлены в таблице 17. М. Бакер, Дж. Вурглер [136-137] утверждают, что некоторые фирмы труднее оценить, используя фундаментальные факторы, данные фирмы более чувствительны к рыночным настроениям. На эмпирическом уровне они показывают, что фирмы, оценки которых очень субъективны, например, небольшие, молодые, убыточные, рискованные, быстрорастущие и

проблемные, более восприимчивы к влиянию настроений. Однако здесь отмечаем, что исследование Бакер, Вурглер было основано на американских фирмах, которые имеют относительно единообразные и высококачественные стандарты отчетности и раскрытия информации по сравнению с фирмами на развивающихся рынках.

Таблица 17 – Поведенческие эффекты

Эффект	Описание
«Шумы рынка» Л. Блум и Д. Исли [146]	Динамическая модель, включающая понятие «шума в торговле» и его влияние на равновесие. В основе идея, что рынок эффективно агрегирует информацию и курс ценной бумаги корректно отражает реальный уровень цен. При присутствии на рынке шумовых трейдеров (подверженных влиянию эмоций, чувств, или оперирующих неполной информацией), эти два условия становятся в противоречие. Однако при адекватной реакции рынка на информацию трейдеров, в краткосрочном периоде равновесие может достигаться и при «неправильных» ценах, вызванных шумом в торговле Если процесс познания у трейдеров может быть описан как переход от прошлых убеждений к рациональным, тогда краткосрочное равновесие переходит в долгосрочное
«Чрезмерная уверенность» [187, 206]	Субъективная уверенность человека в его суждениях значительно выше объективной точности этих суждений, особенно если уверенность относительно высока. Чрезмерная уверенность является одним из примеров неправильной калибровки субъективных вероятностей. В научной литературе чрезмерная уверенность определяется тремя отдельными сущностями: а) переоценка собственного поведения/результата; б) завышение места собственного результата по сравнению с другими, и в) чрезмерная уверенность в точности собственных убеждений, называется чрезмерная точность
«Эффект толпы» Густав Ле Бон [15]	Если человек находится в толпе, то может сработать «коллективное сознание», что заставляет индивидов вести себя иначе, чем если бы действовали в одиночку
«Парадокс Алле» М. Алле [129]	Парадокс демонстрирует, что реальный агент, ведущий себя рационально, предпочитает не поведение получения максимальной ожидаемой полезности, а поведение достижения абсолютной надежности
«Эффект проклятие победителя» 1971 г. Капен, Клэп и Кэмпбэлл [148]	Формально эффект проклятия победителя может быть определен следующим образом. Сделки по покупке актива характеризуются двумя признаками: 1) значительная конкуренция между потенциальными покупателями; 2) значительная неопределенность истинной стоимости актива, стоящего на торгах. С высокой степенью вероятности выигравшая сторона значительно переплачивает за актив (переплачивает по сравнению с его истинной стоимостью)
«Эффект отражения» [99]	При положительных перспективах индивиды избегают риск, а при отрицательных перспективах – наоборот

Источник: составлено автором по материалам [15; 99; 129; 146; 148; 187; 206].

Поведенческие финансы обнаружили, что инвесторы склонны придавать слишком большое значение суждениям, полученным из маленькой выборки данных или из отдельных источников. Инвесторы часто слишком уверены в своих суждениях и имеют склонность бросаться на единственную «говорящую» деталь, а не прислушиваться к более очевидному среднему.

Подводя итог положениям первой главы, сформулируем ключевые особенности управления капитализацией публичных акционерных компаний.

Капитализация компании формируется в рамках биржевого механизма, отражая управленческие качества менеджмента (в том числе их действия, направленные на генерацию прибыли и финансовую устойчивость компании) и ожидания инвесторов. Через динамику курсовой стоимости акций выявляется стоимость компании и относительный размер ее бизнеса. Целью управления капитализацией может быть, как ее повышение, так и снижение или поддержание на определенном уровне. Несмотря на то, что для акционеров является выгодной более высокая капитализация, слишком большой разрыв между реальной и рыночной капитализацией может восприниматься инвесторами как риск потенциальной переоценки компании или потенциального пузыря.

Согласно классификации инвесторов на основе цели инвестиций можно выделить «инвесторов в акции роста» и «инвесторов в акции стоимости».

Целевая функция акционерной компании определяется как максимизация акционерной стоимости с учетом интересов всех стейкхолдеров. Так как максимизация капитализации может достигаться только с учетом интересов всех стейкхолдеров, таким образом опасения потенциальных инвесторов о переоценке компании также учитываются в рамках целевой функции акционерной компании.

Выделяются три основных методических подхода к управлению капитализацией – управление стоимостью компании, управление стоимостью акции, управление количеством акций в обращении, – в рамках которых особое внимание уделяется внутрифирменным улучшениям

(реструктуризация, изменение системы доставки и отношений с контрагентами, оптимизация финансово-хозяйственной деятельности) и отношениям с инвесторами.

Менеджмент может влиять только на микроэкономические факторы капитализации акционерной компании. Допускаем гипотезу для анализа во второй главе, что, выстраивая долгосрочные отношения с акционерами и потенциальными инвесторами и учитывая факторы капитализации акционерной компании, менеджмент может понимать потенциальное будущее движение стоимости акции и на основе этого может управлять ожиданиями инвесторов относительно капитализации акционерной компании.

Глава 2

Анализ факторов капитализации российских публичных акционерных компаний

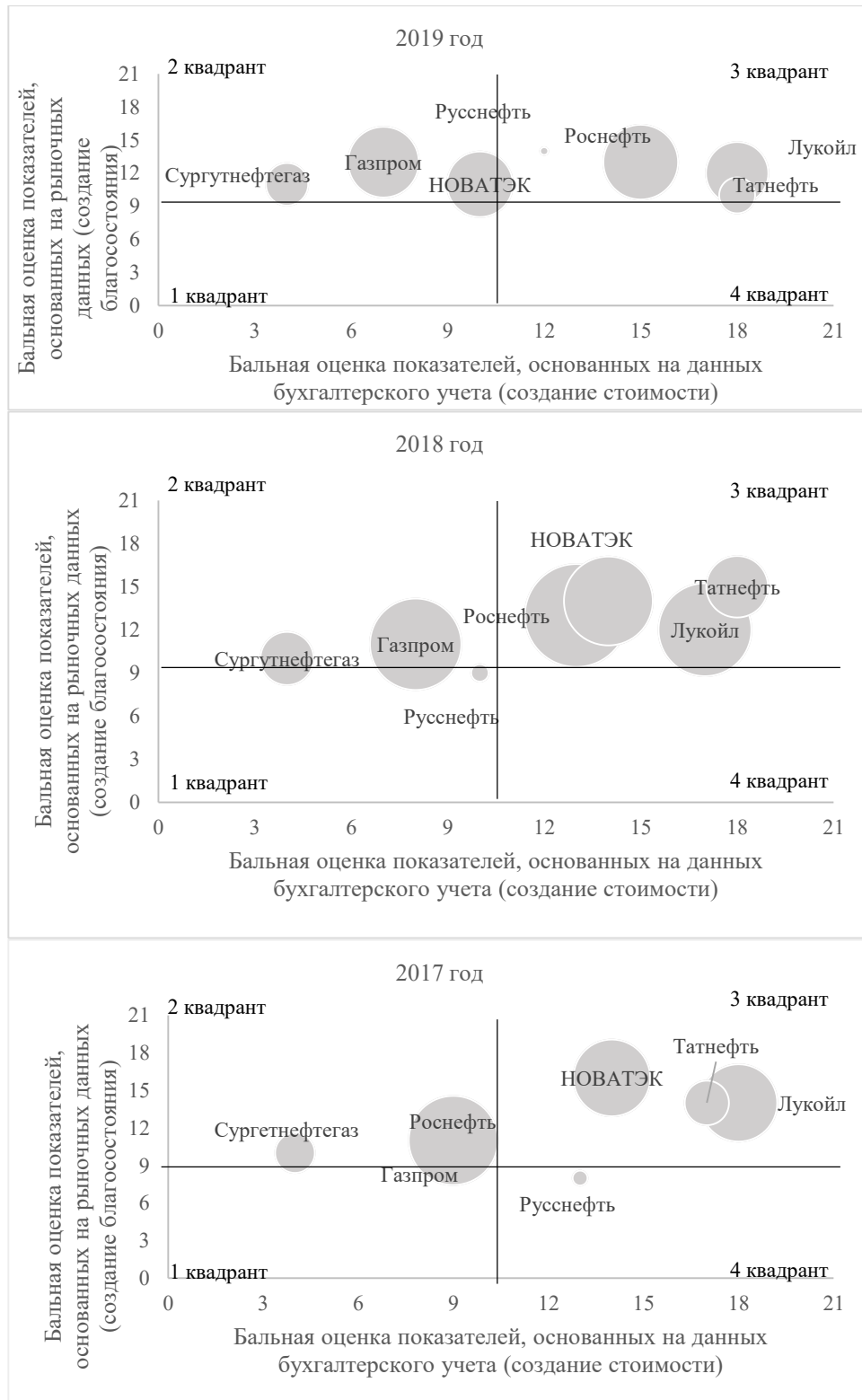
2.1 Взаимосвязь показателей измерения стоимости и капитализации российских публичных акционерных компаний

По капитализации нефтегазовый сектор – самый крупный на российском фондовом рынке. В 2023 году продолжилась перестройка энергетических рынков. Российский экспорт энергоносителей в Европу продолжил сокращаться, а в Азию – расти. Ряд компаний, включая ПАО «НК «Роснефть», ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ПАО «Газпром нефть», ПАО «Транснефть», опубликовали финансовые результаты, которые превысили ожидания рынка. «На результаты сектора повлияли снижение дисконта на российскую нефть Urals к бенчмарку Brent с 25 долларов до 20 доллара за баррель, рост цен на сырье в совокупности со слабым рублем» [49]. Компании смогли успешно перестроить экспорт с небольшими потерями. Выручка в годовом выражении выросла у ПАО «Транснефть», а у добывающих компаний снизилась. Также чистая прибыль выросла у компаний ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина и ПАО «Транснефть» [70].

Проведено сравнение двух видов показателей измерения стоимости публичной акционерной компании: показателей, основанных на рыночных данных (создание благосостояния), и внутренних показателях (создание стоимости). В качестве источников данных для расчета использовались данные сайта МосБиржи, инвестиционного портала [investing.com](https://www.investing.com), инвестиционного портала Smart-Lab, а также акционерных компаний. Отобраны компании, входящие в индекс МосБиржи нефти и газа полной доходности за 2012-2019 годы. По состоянию на июль 2020 года в данный

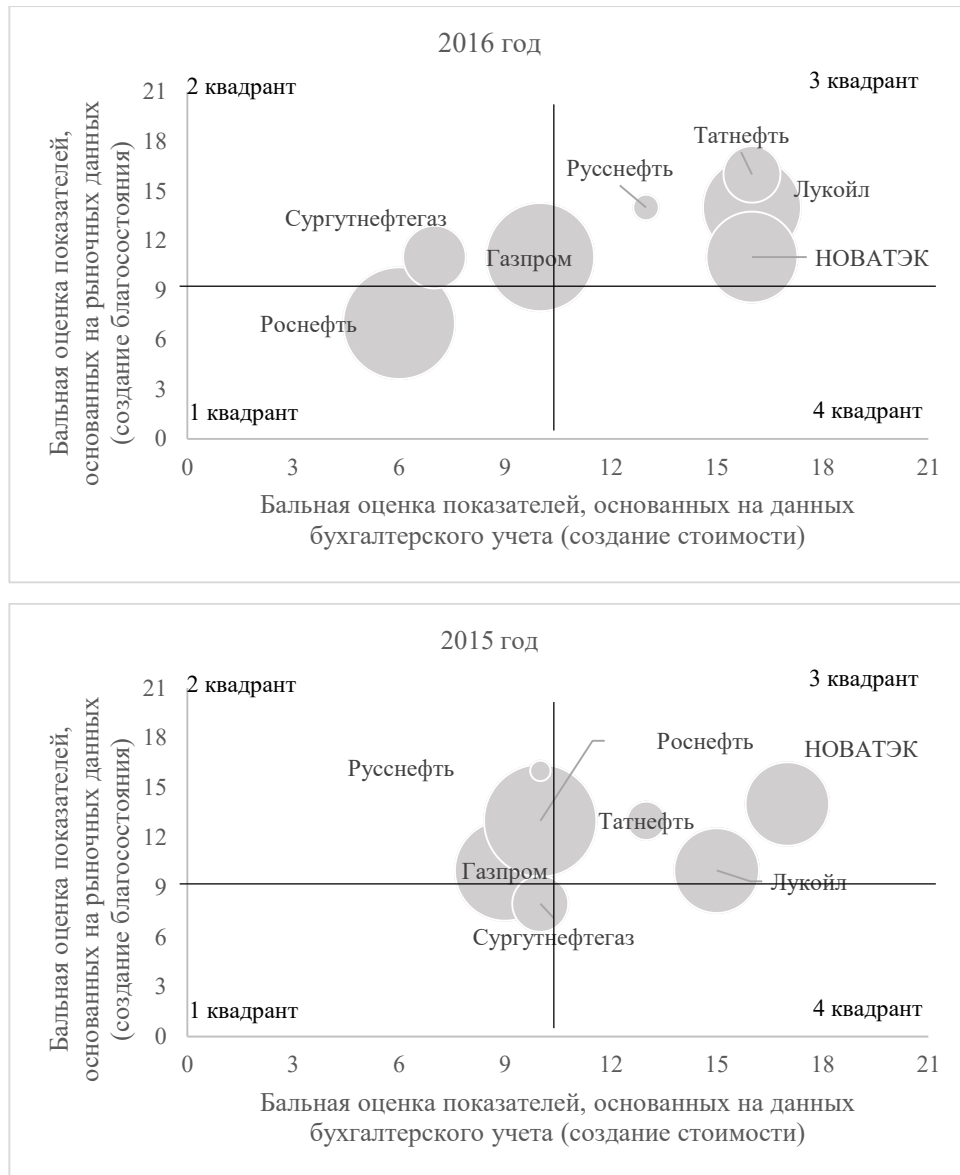
индекс входит 10 акций российских компаний, из которых три акции – привилегированные, в связи с чем они исключены из расчета. Таким образом, в анализ включены семь следующих компаний: ПАО «Газпром», ПАО «Лукойл», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «НК «Русснефть», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина. В качестве оценки влияния рыночных показателей использовано расчетное значение суммы рангов по показателям. Из рассмотренных в параграфе 1.3 рыночных показателей отобраны три: MVA, P/E, P/BV. Показатели TSR и HPR не используются. В качестве оценки влияния внутренних показателей использовано расчетное значение суммы рангов по показателям. Из рассмотренных в параграфе 1.3 внутренних показателей отобраны три - DPS, EPS, ROE. Показатели из группы «Показателей VBM» не использовались в связи с множеством предпосылок при их расчете; показатель DY не применялся как показатель, дублирующий DPS; показатель ROI не применялся, так как он предусматривает анализ конфиденциальных данных, связанных с доходностью внутренних проектов компании.

Для каждого показателя компании определен ранг среди данного показателя у всех компаний, наибольший показатель имеет более высокий ранг, за исключением показателя P/E, для которого наименьшее значение показателя имеет более высокий ранг. Например, показатель P/E для компании ПАО «Газпром» имеет шестой ранг среди значений P/E всех компаний за 2019 год. После этого, рассчитывалась сумма рангов для показателей, основанных на рыночных данных, и внутренних показателях. На рисунках 4 и 5 представлены графики, отражающие взаимосвязь показателей измерения стоимости и капитализации российских публичных акционерных и распределение компаний по квадрантам зависимостей двух видов показателей измерения стоимости публичной акционерной компании.



Источник: рассчитано автором по материалам [69; 105-106].

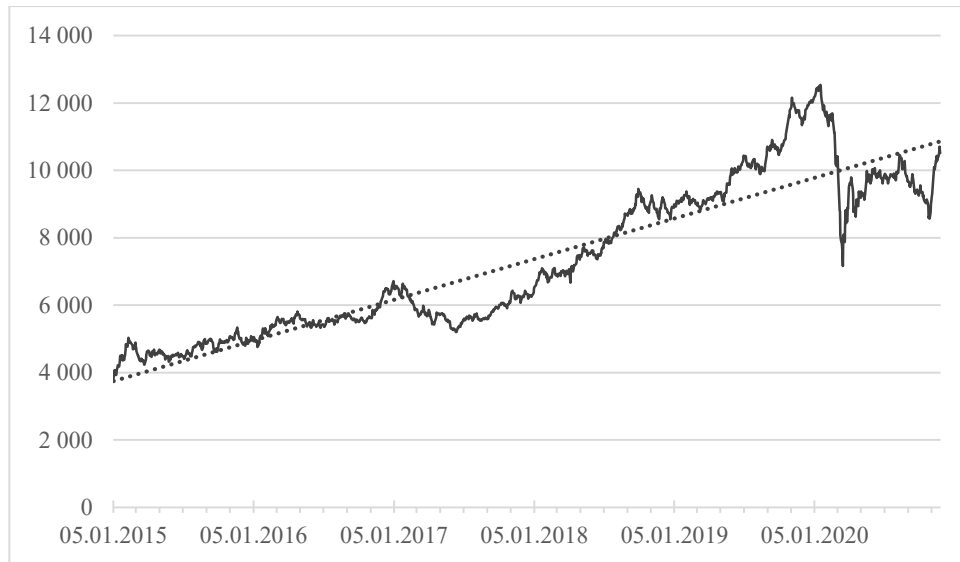
Рисунок 4 – Зависимость динамики капитализации от динамики внутренних и рыночных показателей за 2017-2019 годы



Источник: рассчитано автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 5 – Зависимость динамики капитализации от динамики внутренних и рыночных показателей за 2015-2016 годы

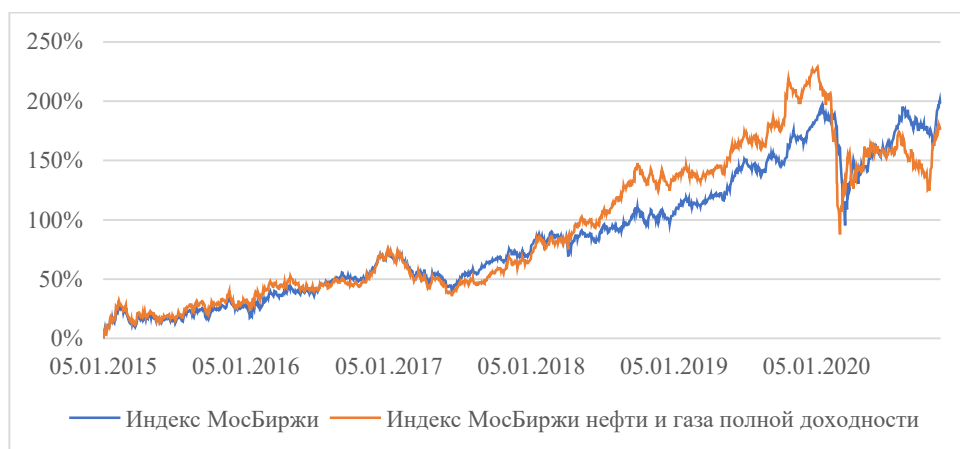
Перед рассмотрением распределения компаний по квадрантам определим общую динамику рынка за данный период на основе динамики индекса МосБиржи нефти и газа полной доходности, представленную на рисунке 6. Как отражено на рисунке 6, динамика индекса имеет растущий тренд за 2015-2019 годы, так же отражено снижение индекса в 2020 году как следствие мировой пандемии.



Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 6 – Динамика индекса МосБиржи нефти и газа полной доходности

Сравнивая индекс МосБиржи и индекс МосБиржи нефти и газа на рисунке 7, отметим, что по состоянию на февраль 2020 года индекс МосБиржи нефти и газа вырос в 2,5 раза, а индекс МосБиржи вырос в два раза по сравнению с 2015 годом. Анализируя же индексы с 2010 года, можно отметить, что опережающими темпами рос индекс МосБиржи нефти и газа, особенно с 2010 года по 2015 год. Отраслевой индекс МосБиржи нефти и газа с минимума от 20 января 2016 года (индекс снизился в предыдущие полтора года до 27,1 доллар) вырос примерно на 70% к февралю 2020 года.



Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

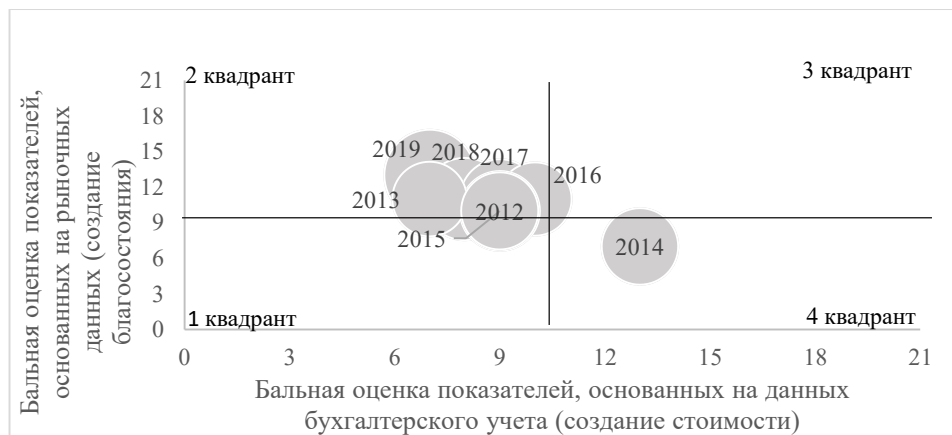
Рисунок 7 – Относительная динамика индексов МосБиржи

Мировой и российский нефтегазовый сектор на российском фондовом рынке подвержены кратко и среднесрочным колебаниям. Влияет информация по сделке ОПЕК+, динамика нефти, информация в отношении эпидемии COVID 19 и другие макроэкономические данные. На мировой нефтегазовый рынок влияют также структурное беспокойство относительно достижения пикового спроса на нефть, растущее предложение сланцевой нефти в США и все большее внимание инвесторов к потребностям и издержкам, связанным с изменением климата. Российские нефтегазовые компании пока не испытывают на себе последствия регулирования изменений климата. По мнению аналитиков, это также может быть связано с высокой дивидендной доходностью российских нефтегазовых компаний.

Рассмотрим распределение компаний индекса МосБиржи на квадранты зависимостей двух видов показателей измерения стоимости публичной акционерной компании. Заметно изменение в количестве входящих в квадранты компаний за 2015-2019 годы. Во втором квадранте с высокими показателями, основанными на рыночных данных, и низкими внутренними показателями присутствуют: ПАО «НК «Русснефть», ПАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Газпром». У данных компаний низкий результат создания стоимости от операционной деятельности и высокие ожидания со стороны рынка относительно принятых управленческих решений. В третий квадрант попадают компании с высокими результатами от операционной деятельности и высокими ожиданиями со стороны инвесторов, в данном квадранте присутствуют три-пять компаний.

Рассмотрим перемещения отобранных компаний в матрице показателей измерения акционерной стоимости, представленные на графиках. Компания ПАО «Газпром» в 2013-2019 годах расположена на рисунке 8 во втором квадранте, показывая, что финансовый рынок переоценивает акции компании. В 2013 году компания показывала сильные финансовые результаты, компания входила в тройку крупнейших мировых компаний по размеру чистой прибыли. Значительное снижение цен на нефть, начавшееся в 2014 году, привело к

изменению динамики цен на региональных рынках энергоресурсов, что продолжает оказывать давление на финансовые показатели компании. В 2015-2016 году котировки российских нефтегазовых компаний находились под сильным давлением внешних негативных факторов (снижение мировых цен на нефть и газ, повышение налоговой нагрузки на отрасль, введение санкций против ряда российских компаний со стороны США, Евросоюза и других стран, геополитические риски) [72].



Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 8 – Матрица показателей измерения акционерной стоимости ПАО «Газпром»

В 2017 году с учетом восстановления среднегодовой цены на нефть, цен на газ на европейском рынке, рекордных объемов продаж газа в Европу, а также уверенного роста объемов добычи нефти ПАО «Газпром» увеличила выручку в рублевом эквиваленте примерно на 9,6% по отношению к 2016 году до 4,313 трлн рублей. Чистая прибыль в 2017 году упала в четыре раза, что связано с укреплением курса рубля. Большая часть выручки приходится на валютную составляющую, в то время как расходы большей частью номинированы в рублях, – чистая прибыль ПАО «Газпром» значительно подвержена влиянию курсовых разниц, размер которых существенно зависит от значений курсов валют на последнюю отчетную дату года. У ПАО «Газпром» высокие показатели, основанные на данных бухгалтерского учета, у компании также высокая дивидендная доходность. Однако у компаний-аналогов показатели, основанные на данных бухгалтерского учета,

выше. Так как показатели, основанные на рыночных данных достаточно высокие, это свидетельствует о высоких ожиданиях со стороны инвестиционного сообщества.

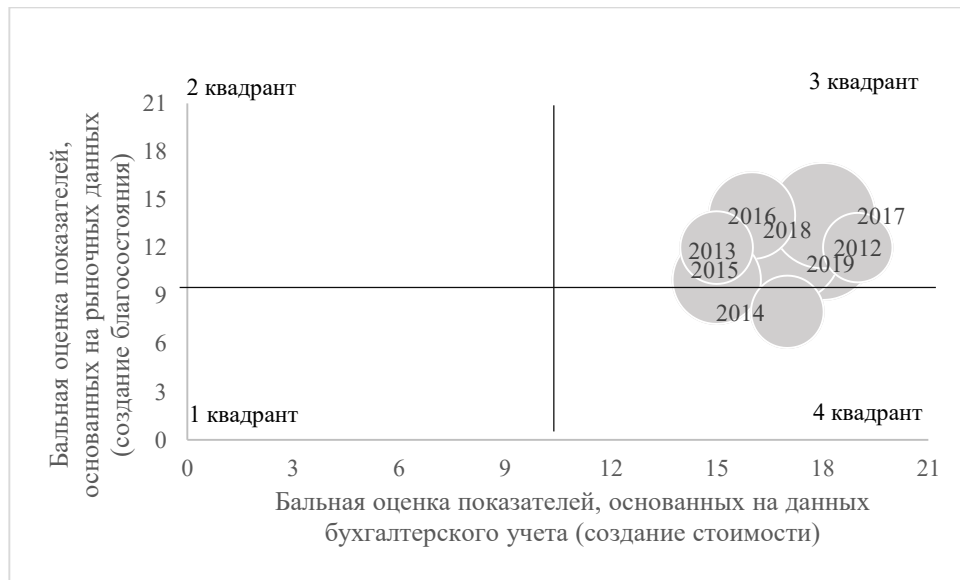
В 2018 году компания третий год подряд наращивала экспорт газа в Европу и поставки российским потребителям, увеличивала объемы добычи нефти, что влияло на финансовые показатели компании, выручка ПАО «Газпром» за 2018 год составила 5,1 трлн рублей, увеличившись на 18,6% по сравнению с 2014 годом (4,3 трлн рублей).

В 2019 году с начала года цена акций выросла более чем на 60%, капитализация достигла 100 млрд долларов. Важную роль в этом сыграло намерение компании внедрить новую дивидендную политику и увеличить коэффициент выплат до 50% от скорректированной чистой прибыли по МСФО. Кроме того, инвесторы положительно оценили организационные и кадровые изменения, произошедшие в компании в 2019 году, произошел запуск поставок газа в Китай по газопроводу «Сила Сибири». На рисунке 8 отметим снижение ранга показателей, основанных на данных бухгалтерского учета. Это связано со снижением EPS на 23% в 2019 году из-за роста стоимости акций. В планах компании на 2020 год одновременно с постепенным наращиванием свободного денежного потока отмечается увеличение объема дивидендных выплат в соответствии с новой политикой.

Компания ПАО «Лукойл» находится на рисунке 9 на границе третьего и четвертого квадранта матрицы показателей измерения акционерной стоимости. В 2013-2019 годах кроме 2014 года компания находилась в третьем квадранте, что означает, что высокий показатель создания благосостояния отражает высокий показатель создания стоимости как в настоящий момент, так и в будущем.

За 2013-2018 годы за исключением 2016 года компания ежегодно наращивала выручку и EBITDA вследствие снижения цен реализации и сокращения объемов продаж нефти и нефтепродуктов на 3,7%. В 2017 году Совет директоров утвердил Программу стратегического развития

Группы «Лукойл» на 2018-2027 годы. Обновленная стратегия направлена на обеспечение устойчивого роста ключевых показателей и выполнение прогрессивной дивидендной политики при консервативном сценарии цены на нефть, а также на дополнительное развитие бизнеса и распределение средств акционерам в случае более благоприятной конъюнктуры [75].

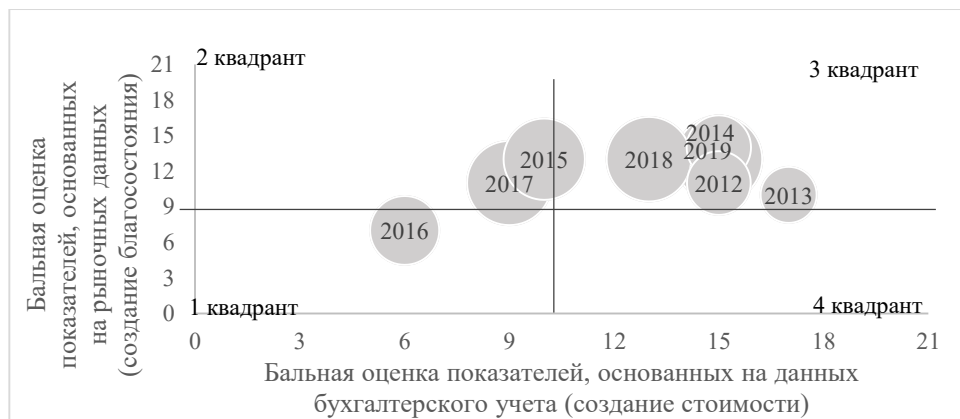


Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 9 – Матрица показателей измерения акционерной стоимости ПАО «Лукойл»

В 2019 году несмотря на высокую волатильность внешней среды и ограничения по добыче, компания достигла всех поставленных задач. Выручка от реализации за 2019 год составила 7 841,2 млрд рублей, что на 2,4% ниже по сравнению с 2018 годом. Негативное влияние на динамику выручки оказало снижение цен на нефть и нефтепродукты и уменьшение объемов трейдинга нефтепродуктами. Влияние данных факторов было частично компенсировано эффектом девальвации рубля, ростом объемов реализации нефти в результате увеличения объемов добычи и трейдинга, увеличением объемов трейдинга продукцией нефтехимии, а также ростом цен на газ и объемов добычи газа за рубежом. Показатели, основанные на рыночных данных, корректно отражают результаты операционной деятельности для компании ПАО «Лукойл».

Компания ПАО «НК «Роснефть» расположена на рисунке 10 в основном в третьем квадранте в рамках анализируемого периода. В 2017 году и в 2015 году компания находилась во втором квадранте, у компании высокая рыночная оценка со стороны инвестиционного сообщества, однако низкие показатели, основанные на данных бухгалтерского учета. В 2016 году компания находилась в первом квадранте, что означает, что компанию переоценивало инвестиционное сообщество.



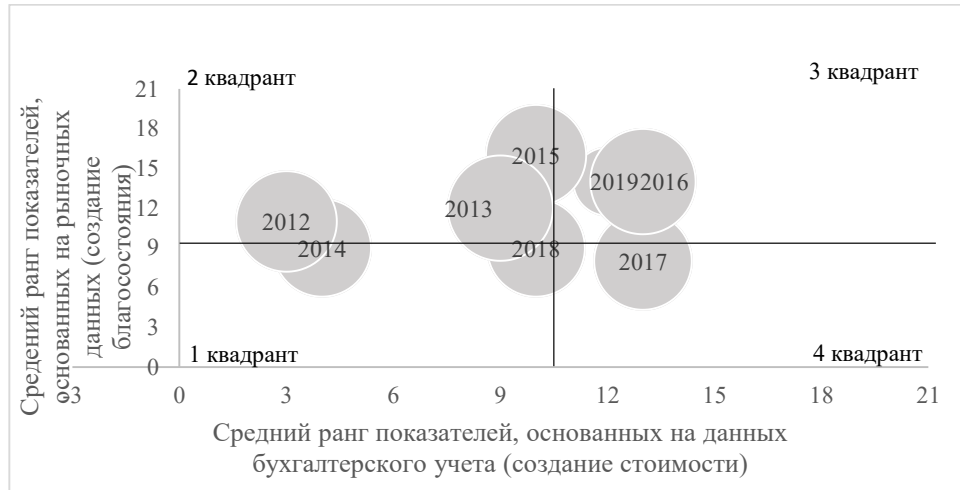
Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 10 – Матрица показателей измерения акционерной стоимости ПАО «НК «Роснефть»

На протяжении 2013-2019 годов ПАО «НК «Роснефть» находилась под воздействием макроэкономических факторов. Компания постепенно наращивала выручку. Рост выручки за 12 месяцев 2019 года на 5,3% связан преимущественно с ростом объемов реализации нефти (+20,1%) в условиях снижения мировых цен на нефть (-6,2%) [76].

В 2017 году компания изменила дивидендную политику. Утвержденная дивидендная политика позволила увеличить выплаты акционерам, что положительно сказалось на стоимости ПАО «НК «Роснефть» – с момента одобрения стратегии компании в декабре 2017 года рост рыночной капитализации компании составил 52% до конца 2019 года. На конец 2018 года рост капитализации компании составил 40% при средней динамике по российским нефтегазовым компаниям порядка 32%.

На рисунке 11 представлено изменение положения ПАО «НК «Русснефть» в матрице показателей измерения акционерной стоимости. Компания меняет свое положение в матрице за 2013-2019 годы, достигая в 2017 году 4 квадранта. В 2018-2019 годах показатели, основанные на данных бухгалтерского учета, снизились незначительно в отличие от показателей, основанных на рыночных данных.

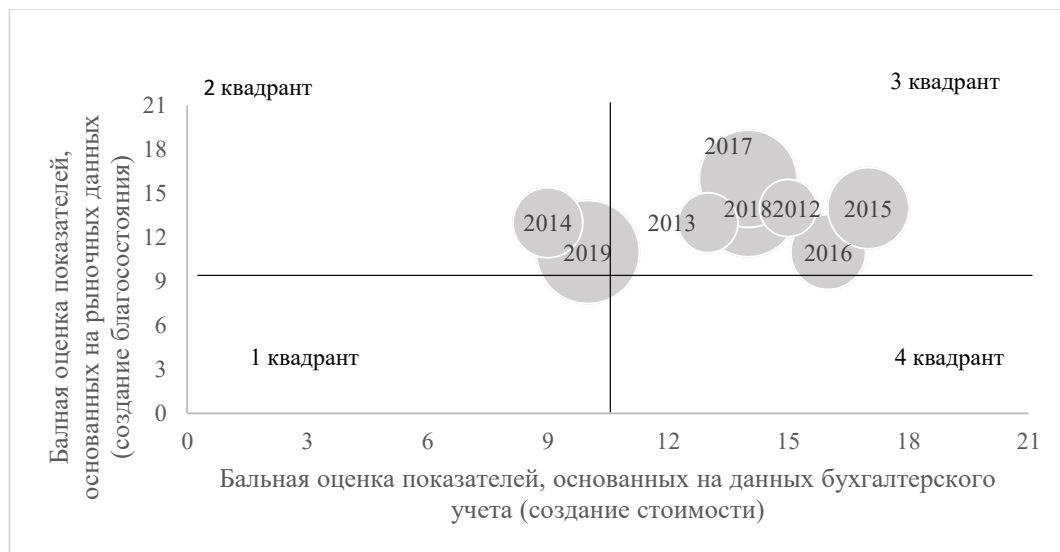


Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 11 – Матрица показателей измерения акционерной стоимости ПАО «НК «Русснефть»

ПАО «НК «Русснефть» в 2016 году получила 13,4 млрд рублей чистой прибыли по МСФО против убытка в 26 млрд рублей годом ранее. За 2017-2019 годы компания продолжила увеличивать чистую прибыль. Рост инвестиций в геологоразведку наращивает ресурсность компании, тем самым увеличивая инвестиционную привлекательность. Повышение курса доллара к рублю и высокие цены на нефть в 2018 году, а также применение передовых технологий добычи способствовали росту прибыли компании. Чистая прибыль ПАО «НК «Русснефть» по МСФО в 2019 году выросла в 1,5 раза по сравнению с 2018 годом до 21,854 миллиарда рублей. Однако у компании значительная долговая нагрузка, долг вырос в 2020 году и как следствие международные и российские рейтинговые агентства понизили рейтинг долгосрочной кредитоспособности [77].

Компания ПАО «НОВАТЭК» на рисунке 12 расположена во втором квадранте в 2014 году и 2019 году, а в остальные периоды – в третьем квадранте. У компании высокие показатели, основанные на рыночных данных, в то время как показатели, основанные на данных бухгалтерского учета, иногда показывают снижение. Можно сделать вывод, что инвестиционное сообщество высоко оценивает ПАО «НОВАТЭК», даже если операционные показатели снижаются.

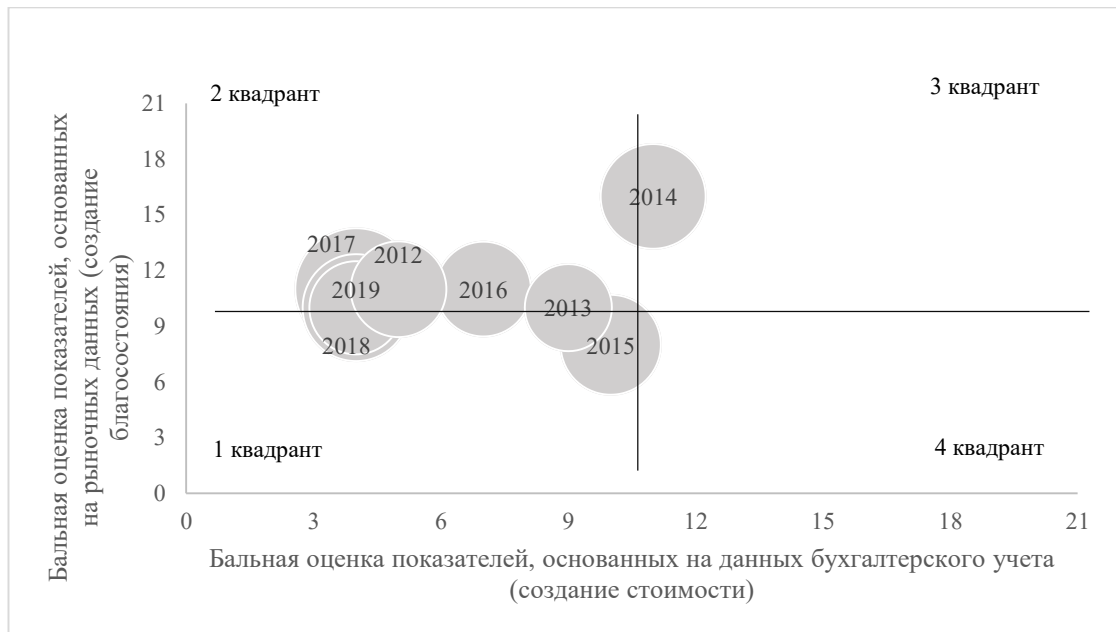


Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 12 – Матрица показателей измерения акционерной стоимости ПАО «НОВАТЭК»

За анализируемый период ПАО «НОВАТЭК» наращивает выручку и EBITDA. На операционные показатели компании влияет цена на природный газ, жидких углеводородов, макроэкономические показатели, запуск завода «Ямал СПГ», динамика валют. Чистая прибыль компании более волатильна, она подвержена влиянию курсовых разниц и результатов по операциям с активами компании. Например, в 2018 году на прибыль компании значительное влияние оказало признание существенных неденежных курсовых разниц по займам компании и совместных предприятий, номинированным в иностранной валюте (эффект от курсовых разниц в 2017 году был менее значительным), и признание единовременной прибыли от выбытия долей владения в совместных предприятиях [83].

Компания ПАО «Сургутнефтегаз» на рисунке 13 расположена во втором квадранте матрицы показателей измерения акционерной стоимости. У компании высокие показатели, основанные на рыночных данных, и низкие показатели, основанные на данных бухгалтерского учета. Можно сделать вывод, что компания переоценена.



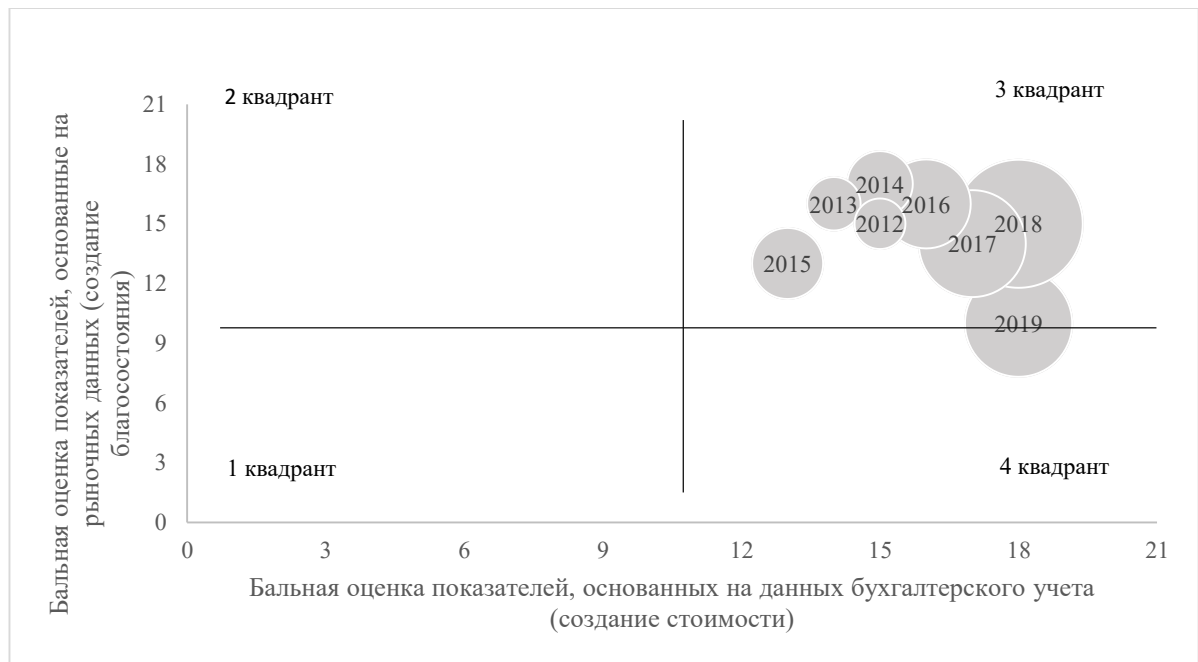
Источник: составлено автором по материалам [69; 105-106].

Рисунок 13 – Матрица показателей измерения акционерной стоимости ПАО «Сургутнефтегаз»

Выручка ПАО «Сургутнефтегаз» росла за анализируемый период за исключением 2013 г., 2016 г. Чистая прибыль и выручка компании находится под воздействием макроэкономических факторов. Валютный риск является значительным для компании и может оказывать влияние на финансовые и производственные результаты ее деятельности. Финансовые активы группы размещаются на депозитных счетах преимущественно в долларах США. Таким образом, изменения курса рубля к иностранной валюте могут ухудшить финансовые результаты деятельности ПАО «Сургутнефтегаз» [87].

Компания ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина на рисунке 14 расположена в третьем квадранте в 2012-2019 годах. У компании высокие показатели, основанные на рыночных данных, и показатели, основанные на

данных бухгалтерского учета. У компании нет разрыва между результатами операционной деятельности и их восприятием инвестиционным сообществом.



Источник: составлено автором по материалам [72; 111-112].

Рисунок 14 – Матрица показателей измерения акционерной стоимости
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина

Выручка компании росла в течение 2013-2019 годов. На финансовые результаты ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина оказывали влияние макроэкономические факторы. У компании имеется развитая сырьевая база, и современные перерабатывающие мощности, и налаженная сбытовая сеть, и заключенные контракты на поставку нефти и нефтепродуктов с клиентами как в России, так и за границей. Также валютная переоценка денежных потоков смягчает для российских компаний удар со стороны нисходящей динамики на рынке нефти. В 2013 г. и 2019 г. у компании снижалась чистая прибыль. В 2018-2019 году на результаты деятельности группы компаний повлияли некоторые исключительные убытки, возникшие вследствие консолидации Банка ЗЕНИТ, обесценения активов по разведке и оценке месторождений за пределами Татарстана, а также обесценения социальных активов, по которым не ожидается получение экономических выгод [88].

В данном параграфе рассматривается, прежде всего, связь внутренних и рыночных показателей с капитализацией компании, и как их динамика отражается на капитализации. Снижение и рост капитализации связывается с внутренними и макроэкономическими показателями. Для нефтегазовых компаний, оперирующих на международных рынках, важна благоприятная макроэкономическая ситуация, высокие цены на продаваемые товары и низкие цены на закупаемые ресурсы на международных рынках; стабильная и спокойная внешнеполитическая ситуация как в России, так и в странах основных потребителей. Слабые внутренние показатели могут отрицательно отразиться на рыночной капитализации компании, так как инвесторы в первую очередь оценивают перспективы компании и оценивают фундаментальные показатели (динамику выручки, чистой прибыли, основных показателей, характерных для отрасли и для компании). Примечательно, что инвесторы рассматривают динамику на протяжении нескольких кварталов, и оценивают прибыльность компании на среднесрочной перспективе. Таким образом, краткосрочные колебания могут быть нивелированы.

2.2 Влияние программ повышения капитализации российских публичных акционерных компаний на ценовую динамику их акций

На российском фондовом рынке в последние два десятилетия ряд российских публичных акционерных компаний реализовывали программы повышения капитализации. Найдены и проанализированы семнадцать таких программ. Для включения компании в анализ учитывалось ее положение в индексе МосБиржи. В таблице 18 представлены основные характеристики программ повышения капитализации российскими публичными компаниями, реализуемых компаниями в 2005-2020 гг. [111].

Таблица 18 – Основные характеристики программ повышения капитализации российских публичных компаний

Компания	Срок действия программы	Наименование программы	Применяемые меры	Влияние программы на капитализацию
1	2	3	4	5
ПАО «Татнефть» имени В.Д. Шашина	2008-2015 гг.	Программа по повышению эффективности управления производством и укреплению финансово-экономического состояния ОАО «Татнефть» за 2008–2015 гг.	Меры по повышению капитализации и поддержке торговой марки компании	В период с 2008 года по 2015 год выросла капитализация компании в 5,3 раза, достигнув 716,6 млрд рублей
ПАО «Татнефть» имени В.Д. Шашина	2015-2025 гг.	Корпоративные цели компании «Татнефть»	Рост капитализации, изменение дивидендной политики компании, выплата промежуточных дивидендов Рассматривается 3 сценария роста капитализации (базовый – рост до 21,5 млрд долл., негативный – рост до 16,2 млрд долл., оптимистичный – рост до 27,9 млрд долл.)	За период с 2015 года по 2017 год капитализация выросла на 53% до 1 097 млрд рублей
ПАО «Газпром»	С 2013 года	Нет определенной программы, представлен ряд мер	Меры по совершенствованию корпоративного управления, организации по раскрытию информации для инвестиционного сообщества, листинг на Московской бирже, изменение дивидендной политики	За период с 2013 года по 2017 год капитализация снизилась на 11,6% до 3,1 трлн рублей
ПАО «МОЭСК»	2015-2018 гг. (программа не была реализована)	Общая программа повышения капитализации	Сокращение долгового портфеля за счет отказа от нового заемного финансирования при реализации инвестиционной программы. Гарантии общей доходности для акционеров в 12%	На настоящий момент программа не утверждена
ПАО «Транснефть»	2012-2020 гг.	Программа стратегического развития на период до 2020 год	Внутрифирменные и общеэкономические меры: развитие магистрального трубопровода в России, применении современных передовых технологий, которые обеспечивают высокий уровень надежности	Рост капитализации составил 152% за период с 2012 года по 2020 год

Продолжение таблицы 18

1	2	3	4	5
ПАО «НК «Роснефть»	2017-2022 гг.	«Роснефть-2022»	Внутрифирменные преобразования и улучшения, реструктуризация в холдинговую компанию, улучшение скорости бурения, рост доли горизонтального бурения (до 40%), пересмотр решений в пользу инновационных	На 1 мая 2018 года рыночная капитализация снизилась на 7,9%, опустившись до 64,6 млрд долларов
ГМК «Норникель»	2010-2012 гг.	Программа повышения капитализации	Проведение обратного выкупа акций на сумму 4,5 млрд долларов в два этапа (3 и 1,5 млрд дол.), выпуск облигаций, улучшение раскрытия информации	После снижения на 30,9% в 2011 году, произошел рост в 2012 году до 888,9 млрд рублей (на 13,5%)
ПАО НЛМК	2005 г.	Комплекс мероприятий	Меры, направленные на создание фундаментальной стоимости и внутрифирменные улучшения	В 2006 году определяется как компания с самой высокой капитализацией среди компаний черной металлургии
ПАО «Магнит»	2018 г.	В том числе меры по повышению рыночный капитализации	Меры, направленные на органический рост бизнеса и рост капитализации	Результат не известен
ПАО «Алроса»	2013 г.	Стратегия на уровне группы	Меры, направленные на внутрифирменные улучшения: концентрация на алмазной продукции, опережающее воспроизводство минерально-сырьевой базы; рост рыночной капитализации и эффективности деятельности	К 2014 году капитализация выросла на 110,0% до 464,0 млрд руб.
ПАО «Алроса»	2014 г.	Программа реализации непрофильных активов	Реализация непрофильных активов	На конец 2015 года капитализация упала до 412,4 млрд руб. (-11%)
ПАО «ММК»	2017 г.	Закреплено в приоритетных направлениях развития компании	Меры, направленные на внутрифирменные улучшения и инвестиционную привлекательность: повышение операционной эффективности, рост прибыльности, снижение долговой нагрузки, продажа 3% пакета акций для попадания в индекс MSCI	За 2017 год капитализация увеличилась до 467,8 млрд руб. (+25,8%)

Продолжение таблицы 18

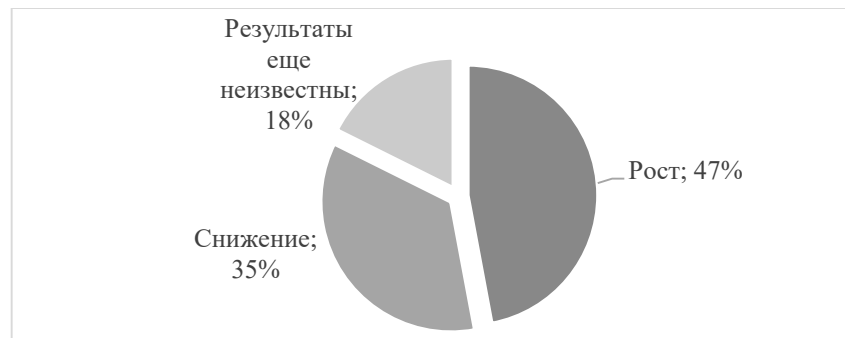
1	2	3	4	5
ПАО «Интер РАО»	2014 г.	Программа повышения рыночной капитализации	Нет информации	За 2014 год капитализация достигла 74,3 млрд рублей, снизившись на 28,8%
ПАО «Лукойл»	2018 г.	Стратегия компании на 2018-2027 гг.	Меры, направленные на внутрифирменные улучшения: сохранение добычи нефти, увеличение добычи газа, инвестиционная политика, программа обратного выкупа на 3 млрд долларов	Неизвестен результат
ПАО «РусГидро»	2016 г.	Программа долгосрочной мотивации менеджмента	Программа мотивации менеджмента, установка КРІ	Капитализация компании снизилась до 310,7 млрд рублей (-13%)
ПАО «Детский мир»	2017 г.	Программа мотивации ключевых сотрудников	Создание дополнительного стимула для ключевых сотрудников	Капитализация показала положительную динамику, увеличившись на 13% до 70,9 млрд руб.
ПАО «М.Видео»	2017 г.	Меры, представленные в приоритетных направлениях деятельности	Повышение капитализации, меры неизвестны	Капитализация показала рост на 7% до 74,6 млрд руб.

Источник: составлено автором по материалам [71-76; 80-82; 84-86; 88-89].

Таблица 19 отражает сопоставление применяемых компаниями мер по повышению их капитализации. Среди наиболее популярных мер отмечаются внутрифирменные улучшения, изменение дивидендной политики, проведение обратного выкупа и прочие действия с акциями.

По истечению пятилетнего периода ряд компаний показали наилучшие результаты, среди них можно отметить ПАО «Транснефть», ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ПАО «Алроса», ПАО НЛМК, ГК Норильский никель. При реализации программ и мер по повышению капитализации данные компании руководствовались преобразованием дивидендной политики, обратным выкупом, внутрифирменными улучшениями. Компания ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина также руководствовалась ориентацией на устойчивое развитие. Так как данные меры

привели к положительным результатам, можно отметить эффективность вышеперечисленных мер.



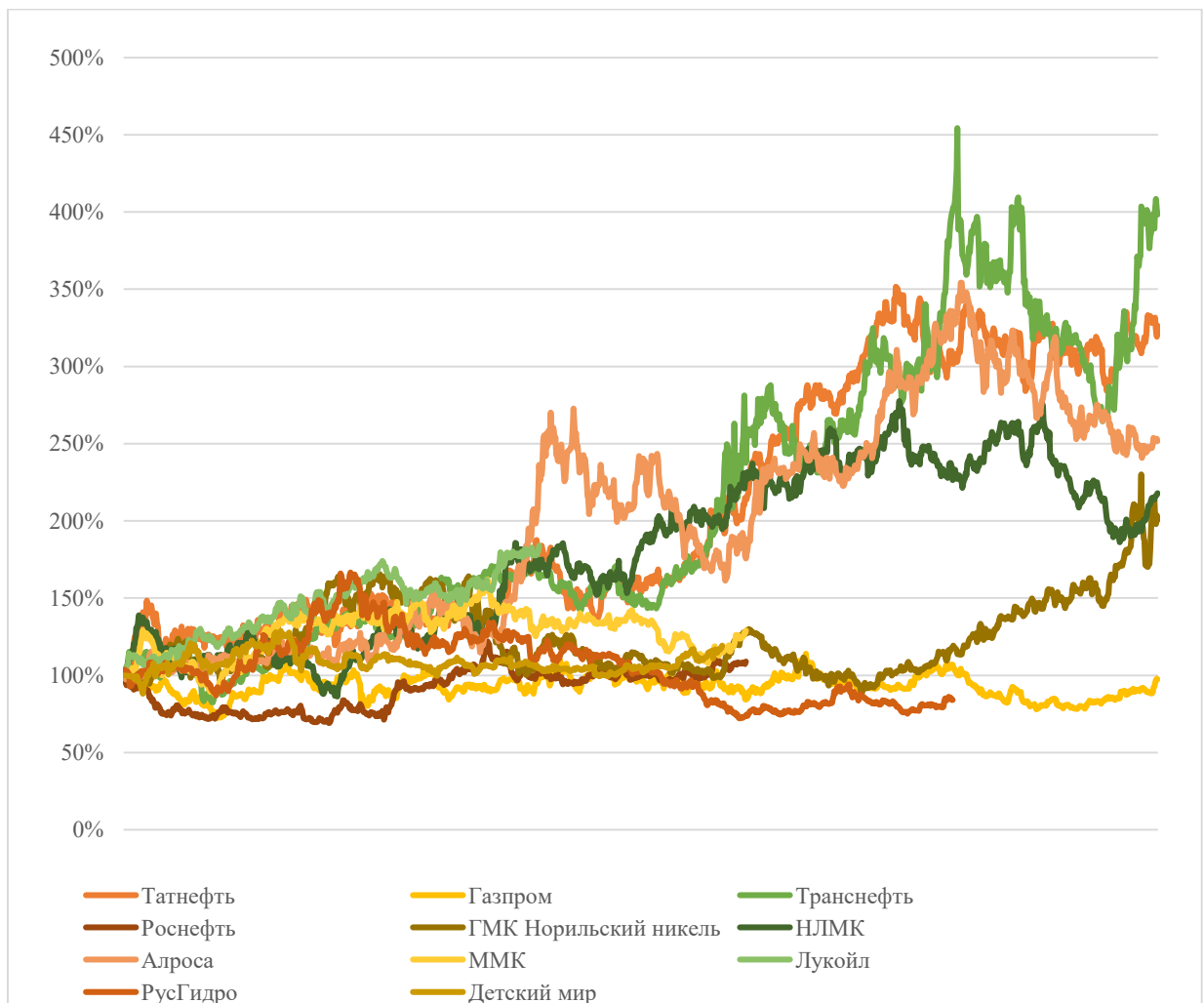
Источник: рассчитано автором на основе составлено автором по материалам [71-76; 80-82; 84-86; 88-89].

Рисунок 15 – Результаты программ повышения капитализации компании

Благодаря программам преобразования в компании, ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина снизила долговую нагрузку и вышла на стабильный положительный денежный поток после начала работы НПЗ «Танеко» и увеличения добычи сверхвязкой нефти. На фоне таких преобразований капитализация ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина выросла в два раза и достигла 24 млрд долл. ПАО «Транснефть», ПАО «Алроса», ПАО «НЛМК» применяли внутрифирменные улучшения, которые в итоге способствовали повышению капитализации в долгосрочном периоде. В дополнение к вышесказанному ПАО «Транснефть» анализировала возможность конвертации привилегированных акций в обыкновенные, что потенциально может привести к росту акционерной стоимости компании и, следовательно, капитализации благодаря лучшей правовой защите по обыкновенным акциям миноритарных акционеров. Однако данная мера не была реализована в связи с санкциями [63].

На рисунке 16 изображена динамика капитализации анализируемых компаний, которая позволяет предположить возможность роста капитализации публичной акционерной компании к концу первого года как эффект от реализации программы повышения капитализации. В особенно

положительных кейсах рост капитализации компании может достичь значительного уровня по истечении пятилетнего периода.



Источник: составлено автором по материалам [69; 106].

Рисунок 16 – Динамика акций компаний, которые реализуют программу повышения капитализации

Как одна из основополагающих мер в программах повышения капитализации публичных акционерных компаний применяется система мотивации руководства компании. В этой связи в следующем параграфе проводится анализ программ вознаграждения руководства российских публичных акционерных компаний.

Таблица 19 – Применяемые меры в рамках программ повышения капитализации

Компания	Дивидендная политика	Устойчивое развитие	Отношения с инвесторами	Корпоративное управление	Внутрифирменные преобразования	Обратный выкуп и другие действия с акциями	Управление рисками	Система мотивации
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина (2015 г.)	применяется	применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется
ПАО «Газпром» (2013 г.)	применяется	не применяется	применяется	применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется
ПАО «Транснефть» (2012 г.)	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	Применяется	применяется	не применяется	не применяется
ПАО «Роснефть» (2017 г.)	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	Применяется	применяется	не применяется	не применяется
ГМК Норильский никель (2010 г.)	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	применяется	не применяется	не применяется
ПАО НЛМК (2015 г.)	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	Применяется	не применяется	не применяется	не применяется
ПАО «Алроса» (2013 г.)	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	Применяется	не применяется	не применяется	не применяется
ПАО «ММК» (2017 г.)	применяется	не применяется	не применяется	применяется	не применяется	не применяется	применяется	не применяется
ПАО «Лукойл» (2018 г.)	применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	применяется	не применяется	не применяется
ПАО «Русгидро» (2016 г.)	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	применяется
ПАО «Детский мир» (2017 г.)	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	не применяется	применяется

Источник: составлено автором по материалам [71-76; 80-82; 84-86; 88-89].

2.3 Анализ программ вознаграждения руководства

В современных условиях мотивация, возмещение и стимулирование персонала и топ-менеджмента компаний выполняют важную роль в функционировании компании, и входят в группу фундаментальных качественных факторов капитализации компании (внутрифирменные улучшения). Выбор правильного вознаграждения топ-менеджмента компании способен повысить эффективность управления компанией. Также механизм вознаграждения топ-менеджмента является одним из способов решения агентской проблемы в российских компаниях.

Агентская проблема, теоретический аспект которой рассмотрен в первой главе, связана с делегированием прав контроля руководителям высшего звена (далее топ-менеджмент, руководство). Несовпадение интересов и асимметрия информации вызывают агентские проблемы и могут мешать эффективному управлению компании. Это приводит к неэффективности инвестиционной/операционной/финансовой политики компании. Если в компании инвестиционная/операционная/финансовая политика неэффективны, возможно снижение стоимости компании и ее капитализации или замедление темпов роста компании. Возникает проблема для акционеров, связанная с вопросом как правильно контролировать топ-менеджмент и как оценивать его деятельность. Решением проблемы является построение программы вознаграждения руководителей высшего звена. При условии информационной прозрачности в компании акционеры могут определить эффективно ли топ-менеджмент управляет компанией.

Руководство российских публичных акционерных компаний несет всеобъемлющее обязательство действовать разумно и добросовестно, чтобы обеспечить непрерывность деятельности компании с целью получения прибыли. Таким образом, руководство поощряется российскими законодателями к тому, чтобы попытаться работать в направлении увеличения капитализации в долгосрочной перспективе. Признавая, что в определенных

обстоятельствах руководство может испытывать соблазн или давление со стороны некоторых акционеров (особенно контролирующих акционеров) отдавать приоритет краткосрочным (а иногда и спекулятивным) целям, в российских законодательных актах установлен ряд сдержек и противовесов, позволяющих руководству следовать правильному курсу действий (включая усиление ответственности руководства и контролирующих лиц общества за причиненный обществу ущерб). Общий принцип подкрепляется специфическим для рынка ценных бумаг запретом для всех участников рынка манипулирования рынком.

Защита миноритарных акционеров в процессе поглощения публичных компаний – еще одна горячая тема и лейтмотив 2019-2020 годов. Одно из ключевых предлагаемых изменений режима поглощения касается косвенного изменения контроля над публичными компаниями. Правила поглощения на данном этапе срабатывают только при смене собственника значительной доли в самой компании. Изменение контроля над крупным акционером не приводит к возникновению правил поглощения и неоднократно использовалось для того, чтобы избежать применения предусмотренных законом мер защиты меньшинств.

В качестве основных источников нормативно-правовых актов, касающихся деятельности и участия акционеров в Российской Федерации, рассматриваются следующие акты: Гражданский кодекс Российской Федерации, федеральные законы «Об обществах с ограниченной ответственностью», «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг» [27-30].

Положения о наилучшей практике для публичных компаний, акции которых торгуются на фондовой бирже, представлены в Кодексе корпоративного управления (далее – ККУ [34]) и правилах листинга фондовых бирж. Листинговые компании соблюдают требования ККУ или раскрывают и объясняют их несоблюдение в своих годовых отчетах. Компании должны соблюдать требования правил листинга для получения и поддержания

премиальных или стандартных листингов (а не просто котировок) на бирже. Регулирование для таких компаний определяется также саморегулируемыми организациями (далее – СРО) в каждом секторе.

В Европе важную роль в развитии условий вознаграждения руководства акционерных компаний в ближайшие годы играет Директива о правах акционеров. Директива о правах акционеров 2007/36/ЕС с поправками, внесенными Директивой 2017/828/EU, устанавливает требования в отношении реализации определенных прав акционеров, закрепленных за компаниями, зарегистрированными в ЕС [33]. В данной директиве предписывается, что акционерам должно быть предоставлено право голоса по условиям и политике вознаграждения компании и по отчету о вознаграждении на годовом собрании акционеров. Цель этого требования состоит в том, чтобы попытаться создать лучшую связь между оплатой труда и эффективностью работы топ-менеджмента компаний. Уже можно наблюдать рост влияния акционеров на снижение вознаграждения генерального директора и топ-менеджмента публичных европейских компаний.

В исследовании Willis Tower Watson [151] проанализировано вознаграждение генеральных директоров топ-100 европейских компаний, входящих в индекс STOXX All Europe 100. В 2017 году по сравнению с предыдущими периодами медианное значение прямого вознаграждения выросло на 5%. Оклад незначительно снизился с 1 402 тыс. евро до 1 367 тыс. евро. Ожидаемая стоимость долгосрочных программ стимулирования (long-term incentive, далее – LTI) осталась стабильной в 2017 году. Также в более чем половине компаний (52%) применяется временное обязательное ограничение на получение бонусов («deferral period») – бонусы выплачиваются позже. Период отложения получения бонусов варьируется от одного до трех лет. Типичный период отложения бонусов составляет три года для топ-100 европейских компаний.

Интересно отметить особенности краткосрочных программ стимулирования (short-term incentive, далее – STI) и долгосрочных

программ LTI. В Европе применяются как STI, так и LTI. В большинстве компаний прописаны КПЭ и для STI существует связь с тремя и пятью мерами для определения вознаграждения в виде премий и бонусов. Популярными КПЭ являются следующие показатели: а) прибыль; б) качественные показатели; в) показатели денежных средств; г) выручка; д) прочие (отраслевые, стратегические, рыночные, по активам, показатели стоимости, доходности). Для LTI наиболее популярными способами вознаграждения являются: а) акции (performance shares); б) опционы; в) наличные денежные средства; г) фантомные акции; д) отложенные бонусы (deferred bonus match); е) прочие (акции с ограничениями (restricted shares), права на рост стоимости (stock appreciation rights), фантомные акции с ограничениями (phantom restricted shares), план совместных инвестиций (co-investment plan). Наиболее популярными КПЭ для LTI являются: а) TSR; б) показатели прибыли; в) показатели доходности; г) EPS; д) прочие. Типичная программа долгосрочного стимулирования представляет собой трехгодичный период вступления в силу (vesting period) и двухгодичный период владения акциями/опционами.

Стоит отметить, что опционы в сфере корпоративного управления отличаются от классического производного инструмента: опцион является срочным необращаемым инструментом, адаптированным только к внутрикорпоративному применению с базисным активом в виде акций отдельной компании и различными ценовыми условиями исполнения [39].

Исследование GEIS Survey является ведущим мировым исследованием по вознаграждению на основе акционерного капитала и дает представление о текущей рыночной передовой практике с точки зрения разработки планов, администрирования и коммуникации LTI и планов покупки акций. В 2017 году в опросе приняли участие 163 компании, которые уделили особое внимание Северной Америке (51% компаний) и Европе (34% компаний) [177].

а) Почти половина опрошенных компаний считают удержание персонала наиболее важной целью внедрения LTI. Однако компании также

уделяют большое внимание мотивации и конкурентной оплате труда в качестве целей LTI. б) Высокоэффективные компании предлагают бонусы большему количеству сотрудников, чем низкоэффективные компании. в) Сотрудники североамериканских компаний получают более высокую долю долгосрочных стимулов в общей сумме вознаграждения, чем сотрудники европейских компаний на всех уровнях корпоративной иерархии. г) Европейские компании предпочитают акции, которые менеджмент получает только при достижении определенных показателей, в качестве долгосрочного стимула, в то время как североамериканские компании предпочитают акции с ограничениями. Наиболее популярным показателем эффективности для европейских и североамериканских компаний является общая доходность акционеров (TSR). д) Помимо владения акциями, идентификация с компанией и вовлечение сотрудников являются значимыми целями программы покупки акций. Компании, по-видимому, осознают благотворное влияние такой программы, поскольку более половины участвующих компаний реализовали такие планы. е) Одним из существенных аспектов, положительно влияющих на участие в программах покупки акций, является хорошая коммуникация, так как 64% компаний оценили ее как очень важную для высокого уровня участия в таких программах. Четкий дизайн программы и четкие правила программы, а также удобная платформа/технология также были оценены как очень важные.

По российским компаниям в 2019 году было проведено исследование Forbes [96], где отмечены 25 компаний с самым большим вознаграждением топ-менеджмента. В исследовании учитывалась зарплата и краткосрочные вознаграждения – премии и бонусы по итогам работы за период. Не учитывались выплаты по долгосрочным программам премирования, которые рассчитываются в зависимости от уровня капитализации, и доход от владения акциями компаний. В таблице 20 отражено вознаграждение топ 25 компаний.

Суммарно 25 компаний потратили на выплаты своему топ-менеджменту 54,5 млрд рублей. Наибольшее вознаграждение выплатили своему

руководству компании из нефтегазового сектора – таких компаний шесть, они выплатили в общей сложности 17,3 млрд рублей. На втором месте – банковская сфера с вознаграждением в 9,6 млрд рублей, затем три компании металлургической сферы с вознаграждением в 9,4 млрд рублей. Наибольшее вознаграждение получил топ-менеджмент ГМК «Норильский никель» – 6,8 млрд рублей. Выплаты ПАО «Сбербанк» и ПАО «Газпром» составили 4,4 млрд рублей и 4,3 млрд рублей соответственно.

Таблица 20 – Топ 25 компаний с наибольших вознаграждением топ-менеджмента

Компания	Вознаграждение за 2018 год, млн рублей	Количество сотрудников, получивших выплаты	Вознаграждение за 2017 год, млн рублей	Капитализация (31.12.2018), млрд рублей
ГМК «Норильский никель»	6835	23	6039	2058
Сбербанк	4378	18	3974	4016
«Газпром»	4312	17	4537	3629
«Роснефть»	4066	17	4059	4535
ВТБ	3700	24	3800	441
«Новатэк»	3279	23	2271	3431
«Мостотрест»	2472	н/д	2402	41
АФК «Система»	2140	24	2091	77
ГК ПИК	1772	н/д	1830	250
«Газпром нефть»	1695	23	1892	1639
Globaltrans	1675	н/д	961	112
«М.Видео-Эльдорадо»	1598	27	1141	74
«Аэрофлот»	1548	21	2317	112
«Полюс Золото»	1533	н/д	1302	719
«Лукойл»	1518	25	1558	3739
Тинькофф банк	1483	13	1346	197
«Руснефть»	1359	н/д	1207	156
Группа ЛСР	1289	н/д	1208	62
«Акрон»	1269	13	801	189
ОВК	1233	н/д	459	46
«Интер РАО»	1169	н/д	840	406
ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина	1089	15	903	1588
«Детский мир»	1085	н/д	965	67
En+ Group	1044	н/д	1050	239
«Протек»	1027	48	899,8	41

Источник: составлено автором по материалам [96].

Проведен анализ вознаграждения топ-менеджмента за 2018 год и его зависимости от капитализации, используя линейную регрессию на основе представленных выше данных. Регрессия выявила следующее уравнение, представленное в формуле (1)

$$TR = 1\,536 + 0,58 \times M_{cap}, \quad (1)$$

где TR – общее вознаграждение;

M_{cap} – рыночная капитализация.

Коэффициент детерминации составил 37%, что показывает, что рыночная капитализация на 37% объясняет уровень общего вознаграждения топ-менеджмента. При росте рыночной капитализации на 1 000 единиц общее вознаграждение растет на 580 единиц. F-тест показал, что модель значима на уровне 99,9% и обладает предсказательной силой (p-значение составляет 0,001). Тест Стьюдента показал, что коэффициенты значимы на уровне 99,9% и могут применяться в целях прогнозирования (p-значение составляет 0,001).

В 15 компаниях присутствует информация о количестве топ-менеджеров и соответственно оценено влияние капитализации на вознаграждение на одного сотрудника. Получилось следующее уравнение в формуле (2)

$$RW = 80 + 0,03 \times M_{cap}, \quad (2)$$

где RW – вознаграждение на 1 менеджера;

M_{cap} – рыночная капитализация.

Коэффициент детерминации составил 37%, что показывает, что рыночная капитализация на 37% объясняет уровень вознаграждение на одного менеджера. При росте рыночной капитализации на 100 единиц

вознаграждение на одного менеджера растет на три единицы. F-тест показал, что модель значима на уровне 99,9% и обладает предсказательной силой (p-значение составляет 0,01). Тест Стьюдента показал, что коэффициенты значимы на уровне 99,0% и могут применяться в целях прогнозирования (p-значение составляет 0,01).

Таким образом, уровень капитализации российской публичной акционерной компании влияет на вознаграждение топ-менеджмента, даже если вознаграждение само по себе не учитывает уровень капитализации (долгосрочные программы стимулирования менеджмента не учитывались в выборке). Можно сделать вывод, что при большей капитализации менеджмент вознаграждается и может рассчитывать на большие выплаты, а при низкой капитализации выплаты менеджменту снижаются. Это доказывает, что переменная часть способствует стимулированию менеджмента, однако важно привязать переменную часть к мерам, которые направлены на долгосрочный рост капитализации. Следует отметить, что вознаграждение генеральных директоров в США более чем на половину зависит от достигнутых результатов, в 2009 году доходы генеральных директоров привязаны к результатам лишь чуть больше чем на треть (35%).

В настоящее время лишь менее трети крупнейших российских компаний применяют в своей деятельности программы долгосрочной мотивации. Например, ПАО «Ростелеком» выполнил требования Росимущества к государственным компаниям в 2015 году, добавив к ключевым показателям помимо операционных бизнес-показателей прирост акционерной стоимости (TSR) и рентабельность инвестиционного капитала (Return on Invested Capital, ROIC). К прежним ключевым показателям относятся выручка, рентабельность по OIBDA (Operating Income Before Depreciation And Amortization – операционный доход до вычета амортизации), качество инновационного развития. Также в положении ПАО «Ростелеком» определены два отраслевых показателя, а именно: количество пользователей широкополосного доступа в

интернет и IP-телевидения и количество домохозяйств, к которым проложена оптоволоконная сеть ПАО «Ростелеком».

В 2014 году Росимущество разработало КПЭ для компаний и банков, в которых государству прямо или косвенно принадлежит более 50%. Обязательно включение двух показателей: TSR (для непубличных компаний – динамику дивидендов за последние три года) и рентабельность инвестированного или акционерного капитала (на выбор). Общий вес этих двух показателей при расчете КPI должен быть не менее 30% (как минимум 10% у каждого показателя) [31-32]. Например, ПАО «Газпром» и ПАО «Аэрофлот» применяют TSR. В исследовании Б.С. Батаевой [50], в котором анализируется премирование и вознаграждение топ-менеджмента, отмечается что в 2017-2018 года многие компании приняли долгосрочные программы мотивации. Например, в ПАО «Сбербанк» 20% вознаграждения топ-менеджмента – фиксированное, а остальные 80% – переменное; также предусматривается отложенное вознаграждение, по аналогии с западными компаниями.

В России премирование акциями принято только по отношению к топ-менеджменту. Бонус акциями применяется только в одной компании – группе «Амтел-Фредештайн». Опционные пакеты могут предлагаться для различных категорий сотрудников с разным сроком исполнения. Только несколько компаний применяет метод премирования фантомным опционами – только телекоммуникационными компаниями: по происшествии одного года (для директоров) и трех лет (для менеджеров). Наиболее популярны опционы в ИТ-индустрии. Как в России, так и на западных рынках наиболее распространены следующие виды программ вознаграждения сотрудников акциями/опционами: а) бесплатное предоставление акций; б) классические опционные программы; в) фантомный опцион (программа с выплатами в денежной форме).

Завершая, можно отметить, что премирование акциями в российских публичных компаниях достаточно распространено. Согласно требованиям

Росимущества, в 2014 году многие российские компании стали привязывать переменную часть вознаграждения к TSR или ROIC и в 2017-2018 годах наблюдался период изменения программ вознаграждения менеджмента. Это положительный знак, который позволит сконцентрироваться топ-менеджменту на достижении долгосрочного роста капитализации.

2.4 Анализ факторов, влияющих на динамику капитализации российских публичных акционерных компаний

Часть 1. Зависимость российских индексов MOEX и RTS от динамики глобальных индексов.

В условиях глобализации происходит сближение финансовых рынков разных стран. Коинтеграционные процессы связаны с интеграционными процессами внутри стран и отражают общую тенденцию развития международных финансовых рынков. Единая тенденция развития международных рынков важна, так как она может опровергать возможности создания инвестором единого международного портфеля для диверсификации рисков. Анализ коинтеграции финансовых рынков может дать важные выводы в отношении влияния мировых рынков на финансовый рынок России. Тестирование на коинтеграцию мировых индексов является оптимальным способом выявить долгосрочное динамическое равновесие между временными рядами. Также, может анализироваться влияние ВВП и прямых инвестиций на рыночную капитализацию [57].

В научной литературе аналитические исследования коинтеграционных процессов международных рынков начали появляться с конца XX века. В работе К. Каса (1992 г.) [189] представлены данные о количестве общих стохастических трендов на фондовых рынках США, Японии, Англии, Германии и Канады. Ежемесячные и квартальные данные с января 1974 года по август 1990 года по международным индексам Morgan Stanley

используются для расчета тестов Йохансена (1990 г.) на общие тенденции. Полученные результаты свидетельствуют о наличии единой общей тенденции, определяющей динамику фондовых рынков этих стран.

Примечание – Обзор исследований по коинтеграционным процессам финансовых рынков представлен в параграфе 1.4 первой главы.

Методика применяемого анализа. Временной ряд называется интегрированным порядка k и обозначается $x_t \sim I(k)$, если он и его разности до порядка $k-1$ включительно нестационарны, а его разность порядка k стационарна. По сути, коинтеграция – это регрессия нестационарных рядов. Для анализа временных рядов с помощью классических методов, таких как обычные наименьшие квадраты, делается предположение: дисперсии и средние значения ряда являются константами, не зависящими от времени (то есть процессы стационарны). Нестационарные временные ряды (или единичные корневые переменные) не соответствуют этому предположению, поэтому результаты любой проверки гипотезы будут предвзятыми или вводящими в заблуждение. Эти ряды должны быть проанализированы различными методами. Один из таких методов называется коинтеграцией. Два набора переменных считаются коинтеграционными, если линейная комбинация этих переменных имеет более низкий порядок интегрирования. Например, коинтеграция существует, если набор переменных $I(1)$ можно смоделировать с помощью линейных комбинаций, которые являются $I(0)$. Порядок интегрирования $I(1)$ означает, что один набор разностей может преобразовать нестационарные переменные в стационарность.

Кратко методика выглядит следующим образом:

1) определение порядка интегрированности рядов. Для этого использовались следующие тесты для проверки временных рядов на стационарность:

1) расширенный тест Дики-Фуллера (ADF) (H_0 = наличие единичного корня, (unit root, один из корней характеристического полинома лежит на единичной окружности);

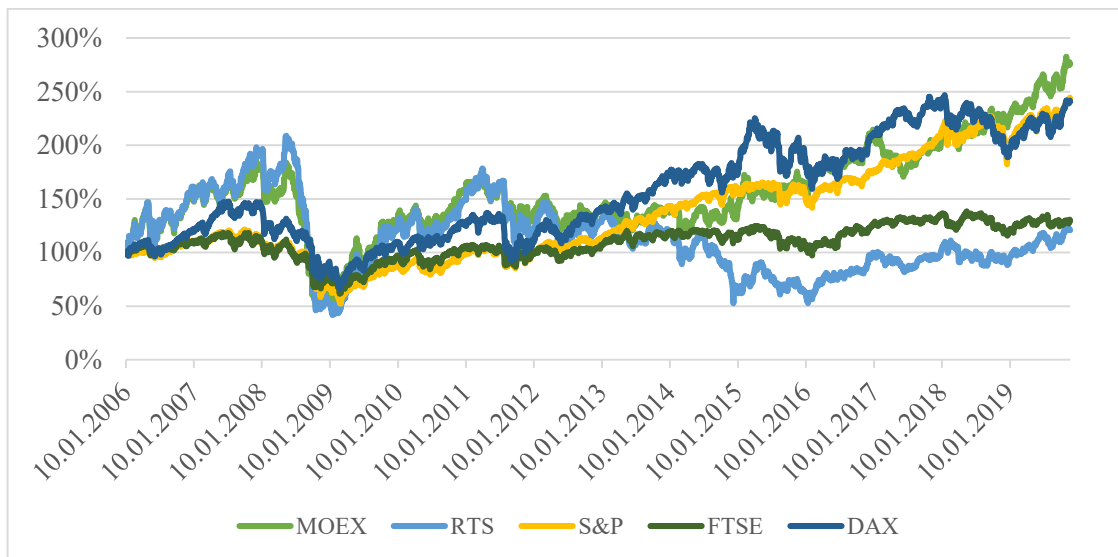
2) PP – тест Филиппа – Перрона (H_0 – наличие единичного корня);

3) KPSSLevel (H_0 – наличие стационарности) и KPSTrend (H_0 – наличие трендовой стационарности) – тесты Квятковского-Филлипса-Шмидта-Шина. Если порядок интегрируемости у рядов одинаков, значит имеет смысл искать коинтеграцию.

2) проведение теста Ингла-Грейнджера (Cointegration Engle-Granger two-step test) для определения наличия коинтеграции и проведение Теста Йохансона (Johansen cointegration test).

3) оценка качества полученного регрессионного соотношения.

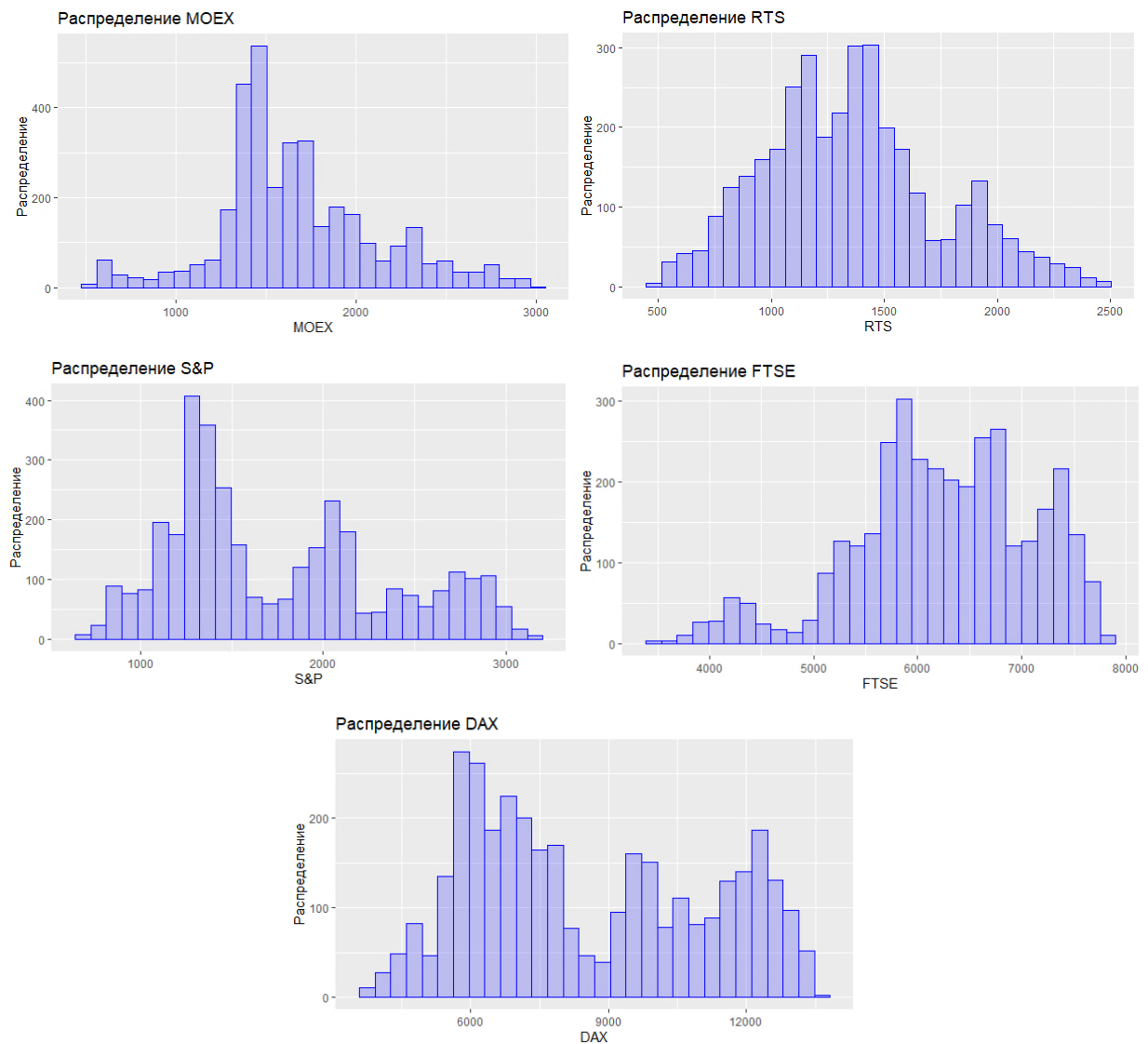
Данные, используемые для анализа, включают индексы России (MOEX, RTS), Англии (FTSE), Америки (S&P), Германии (DAX). Использовались дневные данные с 10.01.2006 по 29.11.2019 (источник: Investing.com [106]) в соответствии с рисунком 17.



Источник: рассчитано автором на основе данных [106].

Рисунок 17 – Исходные данные по мировым индексам

На рисунке 18 представлено распределение данных. Как видно из графиков, распределение данных не носит характер нормального распределения.



Источник: рассчитано автором по материалам [106].

Рисунок 18 – Распределение индексов

В целях обеспечения нормальности распределения данных проведено логарифмирование данных. Логарифмическое преобразование, возможно, является наиболее популярным среди различных типов преобразований, используемых для преобразования искаженных данных, чтобы приблизительно соответствовать нормальности. Если исходные данные следуют логнормальному распределению или приблизительно так, то

логарифмически преобразованные данные следуют нормальному или близкому к нормальному распределению.

Описательная статистика переменных представлена в таблице 21. Также, проведен тест Шапиро-Уилка для определения нормальности распределения. Тест не выполняется для данных, нулевая гипотеза отвергается, что в принципе стандартно для цен акций.

Таблица 21 – Описательная статистика на логарифмированных данных

Статистика	MOEX	RTS	S&P	FTSE	DAX
Минимум	2,711	2,697	2,83	3,546	3,564
1 квартиль	3,148	2,035	3,11	3,759	3,799
Медиана	3,207	3,126	3,182	3,797	3,895
Среднее	3,207	3,112	3,217	3,79	3,912
3 квартиль	2,281	2,197	3,325	3,835	4,037
Максимум	3,478	3,396	3,499	3,896	4,132
Стандартное отклонение	0,1234	0,1302	0,1483	0,0639	0,1339
Куртозис (Kurtosis)	2,2589	0,0124	-0,9009	1,0563	-1,0986
Асимметрия (Skewness)	-0,8311	-0,3692	0,0506	-0,9563	-0,08941

Источник: составлено автором по материалам [106].

Следующим шагом проверялись данные на наличие единичного корня и на стационарность, результаты представлены в таблице 22.

Таблица 22 – Тесты на наличие единичного корня и стационарность

Переменная	ADF	PP	KPSS (level)	KPSS (trend)
Данные без изменений				
MOEX	0,377	0,4042	0,01	0,01
RTS	0,3587	0,3907	0,01	0,01
S&P	0,5298	0,5745	0,01	0,01
FTSE	0,1203	0,2174	0,01	0,01
DAX	0,3169	0,3734	0,01	0,01
Первая разница				
MOEX	0,01***	0,01***	0,1***	0,1***
RTS	0,01***	0,01***	0,1***	0,1***
S&P	0,01***	0,01***	0,1***	0,1***
FTSE	0,01***	0,01***	0,1***	0,1***
DAX	0,01***	0,01***	0,1***	0,1***
*** – уровень значимости 99,0%.				

Источник: составлено автором по материалам [106].

Как видно из таблицы 22, первые разницы временных рядов являются стационарными. Тесты направлены на выявление слабой стационарности. Все тесты не выполняются для значений нулевого порядка, однако нулевая гипотеза отвергается для ADF и PP теста на уровне первых разностей. Для KPSS теста нулевая гипотеза связана со стационарностью временных рядов, нулевая гипотеза принимается на уровне первых разностей. Таким образом, данные стационарны на уровне первых разностей, следовательно, можно тестировать временные ряды на коинтегрированность. Можно сделать следующий вывод: цены акций не стационарны, в то время как доходность стационарна.

Далее проведены тесты Йохансона и Ингла-Грейнджера. Результаты представлены в таблицах 23 и 24.

Таблица 23 – Результаты теста Ингла-Грейнджера

Переменная	P-value теста Ингла-Грейнджера
MOEX	0,01***
RTS	0,01***
*** – уровень значимости 99,0%.	

Источник: составлено автором по материалам [106].

Таблица 24 – Тест Йохансена для индекса Московской биржи и RTS

MOEX	Тест Йохансена	10%	5%	1%	Eigenvectors	Веса
r ≤ 3	322,72	6,5	8,18	11,65	1	-1,1575
r ≤ 2	665,02	15,66	17,95	2,52	-0,8579	0,15814
r ≤ 1	1072,38	28,71	31,52	37,22	-0,947	0,02661
r ≤ 0	1517,45	45,23	48,28	55,43	0,399	-0,0642
RTS	Тест Йохансена	10%	5%	1%	Eigenvectors	Веса
r ≤ 3	322,72	6,5	8,18	11,65	1	-0,2469
r ≤ 2	665,02	15,66	17,95	23,52	-8,5264	0,0444
r ≤ 1	1072,38	28,71	31,52	37,22	4,89	-0,1518
r ≤ 0	1517,45	45,23	48,28	55,43	2,945	-0,1484

Источник: составлено автором по материалам [106].

В тесте коинтеграции Йохансена нулевая гипотеза для теста на собственные значения заключается в том, что существует хотя бы одно отношение коинтеграции. Тест не может отклонить нулевую гипотезу в

первый раз, когда $r = 4$. Следовательно, у нас есть четыре отношения коинтеграции.

Таким образом, глобальные индексы оказывают влияние на российские индексы. Опираясь на свойства временных рядов индексных данных фондового рынка, появилась обширная литература, изучающая зависимость и степень интеграции международных финансовых рынков с помощью коинтеграционного анализа. Из-за относительно сильного движения финансовых рынков предположение об общей тенденции кажется на первый взгляд правдоподобным. Именно по этой причине коинтеграционный анализ стал основным инструментом в изучении взаимосвязей между финансовыми рынками. Анализ показал взаимозависимость международных индексов.

Часть 2. Влияние рыночных мультипликаторов на капитализацию российских публичных акционерных компаний

Проведение анализа влияния рыночных мультипликаторов на стоимость акции начинается с середины XX века. В работах Фамы и Френча (1992 г. [172], 1993 г. [169], 1996 г. [170]) определено, что на стоимость акции влияет размер компании. В ряде исследований выявлено, что EPS и DPS влияют на стоимость акции (С. Шарма (2011 г. [222]), А. Маскун (2012 г. [199])).

На основе анализа научной литературы для анализа влияния рыночных факторов на цену акции были отобраны следующие показатели: DPS, EPS, ROE, P/E, P/BV, TSR, Size. Описание данных переменных представлено таблице 25.

Данные для анализа.

Для построения регрессии отобраны компании, входящие в индекс МосБиржи нефти и газа полной доходности за 2012-2019 годы, те же, что анализировались в параграфе 2.1.

Всего получилось 56 исследуемых периодов.

Таблица 25 – Описание переменных

Переменная	Порядок расчета	Обозначение	Ожидаемая зависимость
Независимые переменные			
DPS	Дивиденды, ожидаемые на акцию	DPS	Да
EPS	Прибыль на обыкновенную акцию	EPS	Да
ROE	Чистая прибыль / Акционерный капитал	ROE	Да
P/E	Стоимость акции / Прибыль на акцию	P/E	Нет
P/BV	Балансовая стоимость акции / Рыночная цена акции	P/BV	Да
TSR	(Рыночная капитализация на конец периода – Рыночная капитализация на начало периода + Дивиденды) / Рыночная капитализация на начало периода	TSR	Да
Size	Логарифм активов	Size	Да
Зависимая переменная			
Рыночная капитализация	Рыночная капитализация на 31 декабря исследуемого года	Market_cap	Отсутствует

Источник: составлено автором по материалам [105].

Методология. В панельных данных переменные наблюдаются в несколько периодов времени (дни, годы). Регрессии по панельным данным фокусируются на панели с относительно небольшими периодами времени и множеством переменных. Представлены две основные модели для анализа панельных данных-модель фиксированных эффектов и модель случайных эффектов. Применялись две модели регрессии:

а) Модель панельных данных с фиксированными эффектами: в данной модели эффекты интерпретируются как мешающий параметр и оценивание направлено на то, чтобы их исключить.

б) Модель панельных данных со случайными эффектами: в данной модели в основе лежит предположение, что индивидуальные отличия носят случайный характер.

Произведена трансформация исходных данных – логарифмирование показателя Market_cap для достижения нормального распределения. Ниже в таблице 26 представлены статистические показатели переменных. Данные переменные не подпадают под нормальное распределение.

Таблица 26 – Статистические показатели переменных

Переменная	Минимум	Максимум	Асимметрия	Экссесс	Стандартное отклонение
Market cap	1,89	3,69	-0,93	-0,32	0,48
DPS	0	542,00	3,72	16,35	88,68
EPS	-88,40	980,50	2,68	6,47	220,02
ROE	0	124,10	7,09	49,10	16,56
P/E	0	53,86	2,44	7,67	9,41
P/BV	0	15,20	3,93	19,68	2,29
TSR	-0,44	0,72	0,26	-0,87	0,28
Size	4,80	9,99	-0,31	-1,08	1,48

Источник: составлено автором по материалам [105].

В первую очередь проведен корреляционный анализ. Наиболее сильная корреляция присутствует между ценой акции и дивидендами на акцию и прибылью на акцию. На корреляционной матрице отмечены высокие значения корреляции между рыночной P/BV и размером активов, между DPS и EPS. Для переменных DPS, EPS построим две регрессионные модели.

Первая модель включает показатель EPS. Для выбора между моделью панельных данных с фиксированными эффектами или моделью панельных данных со случайными эффектами проведен тест Хаусмана (Hausman test). Р-значение больше 0,05 позволяет сделать вывод, что нужно использовать модель со случайными эффектами.

После этого проведен регрессионный анализ исследуемых данных. В таблице 27 представлены итоги регрессионного анализа.

Таблица 27 – Итоги регрессионного анализа

Название переменной	Коэффициенты	Стандартная ошибка	Р-значение
Y-пересечение	2,99***	0,1885	2,2e-16
EPS	0,0005 **	0,0002	0,0064
ROE	0,0012	0,0012	0,3440
P/E	0,0003	0,0024	0,9045
P/BV	0,0074	0,0115	0,5199
TSR	0,2866 ***	0,0804	0,0004
*** уровень значимости 0,000; ** уровень значимости 0,001.			

Источник: составлено автором по материалам [105].

Коэффициент детерминации составил 35,6%, показывая, что 35,6% изменения в капитализации можно объяснить исследуемыми факторами.

Данная модель представлена в формуле (3) и показывает, что при росте EPS на одну единицу капитализация увеличится на 0,05%. При росте ROE на одну единицу капитализация увеличится на 0,12%. При росте P/E на одну единицу капитализация увеличится на 0,03%. При росте P/BV на одну единицу капитализация увеличится на 0,74%. При росте TSR на одну единицу капитализация увеличится на 28,66%.

$$\begin{aligned} \text{Market_cap} = 2,99 + 0,0005 \times \text{EPS} + 0,0012 \times \text{ROE} + \\ + 0,0003 \times \text{P/E} + 0,0074 \times \text{P/BV} + 0,2866 \times \text{TSR}, \end{aligned} \quad (3)$$

где Market_cap – капитализация;

EPS – прибыль на акцию;

ROE – рентабельность капитала;

P/E – отношение цены акции к прибыли на акцию;

P/BV – отношение рыночной стоимости акции к ее балансовой стоимости;

TSR – общая доходность акционеров за счет начисленных дивидендов и изменения курсовой стоимости акций.

Проведен тест Фишера и тест Стьюдента. F-тест или критерий Фишера показал, что модель значима. Тест Стьюдента выявил, что значимы только коэффициенты EPS и TSR. Также проведен тест на гетероскедастичность и мультиколлинеарность, данные эффекты не присутствуют в модели. Таким образом, рыночные мультипликаторы могут объяснять рыночную цену акции, однако они не обладают предсказательной способностью.

Вторая модель включает показатель EPS. Тест Хаусмана позволяет сделать вывод, что нужно использовать модель со случайными эффектами. После этого проведен регрессионный анализ исследуемых данных. Коэффициент детерминации составил 38,6%, показывая, что 38,6% изменения

в капитализации можно объяснить исследуемыми факторами. В таблице 28 представлены итоги регрессионного анализа.

Таблица 28 – Итоги регрессионного анализа

Название переменной	Коэффициенты	Стандартная ошибка	P-значение
Y-пересечение	3,0125 ***	0,1860	2,2e-16
EPS	0,0011 **	0,0003	0,0014
ROE	0,0006	0,0012	0,6349
P/E	-0,0004	0,0023	0,8456
P/BV	0,0076	0,0112	0,4991
TSR	0,2994 ***	0,0779	0,0001
*** уровень значимости 0,000; ** уровень значимости 0,001.			

Источник: составлено автором по материалам [105].

Данная модель представлена в формуле (4) и показывает, что при росте EPS на одну единицу капитализация увеличится на 0,11%. При росте ROE на одну единицу капитализация увеличится на 0,06%. При росте P/E на одну единицу капитализация уменьшится на -0,04%. При росте P/BV на одну единицу капитализация увеличится на 0,76%. При росте TSR на одну единицу капитализация увеличится на 29,94%.

$$\begin{aligned} \text{Market_cap} = & 3,0125 + 0,0011 \times \text{EPS} + 0,0006 \times \text{ROE} - \\ & - 0,0004 \times \text{P/E} + 0,0076 \times \text{P/BV} + 0,2994 \times \text{TSR}, \end{aligned} \quad (4)$$

где Market_cap – капитализация;

EPS – прибыль на акцию;

ROE – рентабельность капитала;

P/E – отношение цены акции к прибыли на акцию;

P/BV – отношение рыночной стоимости акции к ее балансовой стоимости;

TSR – общая доходность акционеров за счет начисленных дивидендов и изменения курсовой стоимости акций.

Проведен тест Фишера и тест Стьюдента. F-тест или критерий Фишера показал, что модель значима. Тест Стьюдента выявил, что значимы только коэффициенты DPS и TSR. Также проведен тест на гетероскедастичность и мультиколлинеарность, в модели присутствует гетероскедастичность.

Главными детерминантами цены акции являются внутренние показатели, такие как EPS, DPS и TSR.

В заключении следует отметить, что выявлена возможность построения регрессионной модели для анализа влияния отобранных коэффициентов на капитализацию российских компаний. Данная модель может быть значима, однако требуется особый подход к выбору переменных для анализа такого влияния в отличие от результатов исследований на выборке переменных в других странах, где результаты показывали значимость выбранных коэффициентов. Возможно, это вызвано особенностями российской экономики и развивающимся характером российского фондового рынка. Тем не менее, по результатам анализа выявлена значимость таких коэффициентов, как DPS и EPS, и TSR. Вероятно, это вызвано влиянием сигнальной теории и сильной практической зависимостью цены акции от дивидендов и результатов деятельности компании в виде прибыли.

Часть 3. Влияние рейтинга корпоративной прозрачности и размера активов на капитализацию российских публичных акционерных компаний.

Национальное исследование корпоративной прозрачности оценивает степень защиты миноритарных акционеров в случае конфликта интересов пользуясь одной группой показателей, а также права инвесторов в корпоративном управлении пользуясь другими показателями. Национальное исследование корпоративной прозрачности [92] проводится Российской Региональной сетью совместно с ГК «Да-Стратегией» на постоянной основе, в течение года данные рейтинга меняются.

Примечание – Данные структуры являются элементом инфраструктуры Международного совета по интегрированной отчетности (далее – МСИО).

Проведен анализ влияния рейтинга корпоративной прозрачности на рыночную капитализацию публичных акционерных компаний. Выборка данных для нашего исследования: выбраны 35 компаний, входящих в Индекс МосБиржи; собраны данные по объему рыночной капитализации и уровню активов по балансу (для активов применялось логарифмирование) за 2016-2018 гг. на основании данных Bloomberg. Значения рейтинга корпоративной прозрачности были отобраны на основании Исследований рейтинга корпоративной прозрачности за 2016-2018 гг.

В первую очередь был проведен корреляционный анализ, результаты которого представлены в таблице 29.

Таблица 29 – Корреляционный анализ

Название переменной	Рыночная капитализация, млрд руб.	Рейтинг корпоративной прозрачности	Логарифм активов
Рыночная капитализация, млрд руб.	1,00	-	-
Рейтинг корпоративной прозрачности	0,18	1,00	-
Логарифм активов	0,83	0,25	1,00

Источник: составлено автором по материалам [92; 98].

Как видно из корреляционного анализа, наиболее сильная корреляция присутствует между рыночной капитализацией и объемом активов.

Таблица 30 – Итоги регрессионного анализа

Название переменной	Коэффициенты	Стандартная ошибка	t-статистика	P-Значение
Y-пересечение	-3903,16	432,86	- 9,02	0,0000
Рейтинг корпоративной прозрачности	-1,48	3,81	- 0,39	0,6982
Логарифм активов	734,48	62,57	11,74	0,0000

Источник: составлено автором по материалам [92; 98].

Коэффициент детерминации составил 89%, показывая, что 89% изменений в цене акции можно объяснить исследуемыми факторами. Был проведен тест Фишера и тест Стьюдента. Тест Фишера подтверждает значимость модели, в то время как тест Стьюдента выявил, что значима только переменная логарифм активов.

Анализ выявил, что значение рейтинга корпоративной прозрачности не влияет на капитализацию российских публичных акционерных компаний. В исследовании влияния рейтинга корпоративной прозрачности и размера активов на капитализацию значимым показателем оказался только показатель размера активов, подтверждая влияние размера компании на капитализацию. Однако в некоторых научных исследованиях [152] связывается корпоративное управление с возможностью управлять информационной асимметрией. Считаем, что компаниям следует использовать меры по повышению корпоративной прозрачности, так как это способствует снижению информационной асимметрии между компанией и инвесторами: информация компании быстрее отражается в стоимости акций и инвесторы могут принимать более взвешенные решения в отношении акций разных компаний.

Часть 4. Влияние защиты прав инвесторов на рыночную капитализацию.

В основе проводимого анализа влияния защиты прав инвесторов на рыночную капитализацию лежит рейтинг стран Doing Business. Индекс легкости ведения бизнеса (Doing Business) является частью ежегодного доклада «Ведение бизнеса» (Doing Business Report), выпускаемого Всемирным банком [54]. Рейтинг оценивает простоту осуществления предпринимательской деятельности в 190 странах.

Примечание - Доклад Всемирного Банка «Ведение бизнеса» посвящен оценке нормативных актов, которые регулируют деятельность малых и средних предприятий, а также оценке применения этих актов на практике. Доклад составляется с 2003 года, при этом оценка общего состояния ведения бизнеса дается обычно на следующий год. В докладе ежегодно публикуются 8967 показателей.

За основу взяты показатели защиты прав инвесторов. Данный показатель оценивает степень защиты миноритарных инвесторов в случае противоправного использования директорами активов компании для извлечения личной выгоды. Последний раунд сбора данных по проекту завершился в мае 2018 года.

Проведены несколько регрессий: а) регрессия всех показателей, входящих в оценку защиты миноритарных акционеров; б) регрессия по двум показателям; в) регрессия по странам с высоким доходом (High income); г) регрессия по странам с доходом выше среднего (Upper middle income); д) регрессия по странам с доходом ниже среднего (Lower middle income).

Более подробная информация по каждой регрессии, факторам, участвующим в регрессии, значимым коэффициентам, а также общие выводы по каждой регрессии представлены в таблице 31.

Результаты носят противоречивый характер. Можно сделать следующий общий вывод: показатель «Простота ведения бизнеса на глобальном уровне» в большинстве регрессий значим и имеет прямую зависимость от капитализации, рост данного показателя способствует росту капитализации.

Таблица 31 – Итоги регрессионного анализа

Регрессия	Входящие параметры	Данные	R2	Значимые коэффициенты	Общий вывод
1	2	3	4	5	6
Регрессия всех показателей, входящих в оценку защиты миноритарных акционеров	Простота ведения бизнеса, Защита миноритарных акционеров, Лояльность совета директоров, Легкость в подаче исков для акционеров, Индекс объема прав акционеров, Индекс степени владения и контроля, Индекс степени корпоративной прозрачности, Индекс степени регулирования конфликта интересов, Индекс акционерного управления, Индекс защиты миноритарных интересов инвесторов	130	0,16	Все коэффициенты кроме Индекса степени регулирования конфликта интересов, Индекса акционерного управления, Индекса защиты миноритарных интересов инвесторов – значимы. Однако положительную зависимость показывают только показатели Простота ведения бизнеса на глобальном уровне, Защита миноритарных акционеров	Значимыми оказываются показатели: Простота ведения бизнеса на глобальном уровне Защита миноритарных акционеров Данная регрессия подтверждает гипотезу, что при лучшем уровне защиты прав миноритарных акционеров
Регрессия по двум показателям	Простота ведения бизнеса на глобальном уровне Защита миноритарных акционеров	130	0,04	Значим только показатель Простота ведения бизнеса на глобальном уровне	Значим только показатель Простота ведения бизнеса на глобальном уровне
Регрессия по странам с высоким доходом (High income)	Простота ведения бизнеса на глобальном уровне Защита миноритарных акционеров	69	0,11	Значим только показатель Простота ведения бизнеса на глобальном уровне	Значим только показатель Простота ведения бизнеса на глобальном уровне

Продолжение таблицы 31

1	2	3	4	5	6
Регрессия по странам с доходом выше среднего (Upper middle income)	Простота ведения бизнеса на глобальном уровне Защита миноритарных акционеров	39	0,00	Оба показателя не значимы	Оба показателя не значимы
Регрессия по странам с доходом ниже среднего (Lower middle income)	Простота ведения бизнеса на глобальном уровне Защита миноритарных акционеров	22	0,43	Оба показателя значимы на 90% уровне значимости, однако показатель Простота ведения бизнеса на глобальном уровне отражает обратную зависимость	Показатель Защита миноритарных акционеров значим и показывает прямую зависимость

Источник: составлено автором по материалам [54].

Показатель «Защита миноритарных акционеров» значим только в странах с уровнем дохода ниже среднего. Полагаем, что такие результаты связаны с тем, что в странах со значительным уровнем дохода и с уровнем дохода выше среднего скорее всего более строгое законодательство, которое само по себе защищает права миноритарных акционеров, поэтому большее влияние на капитализацию имеет в первую очередь показатель легкости в ведении бизнеса, который отражает общую ситуацию в стране. В странах с уровнем дохода ниже среднего важное значение имеет показатель защиты прав акционеров, так как чем выше защита акционеров, тем больше инвесторов можно привлечь.

Часть 5. Влияние экологического рейтинга на капитализацию российских публичных акционерных компаний [112].

Описание подхода к проведению метода событийного анализа. В основе финансовой теории лежит предпосылка, что рынки капитала отражают всю доступную информацию о фирмах и о стоимости акций данных компаний. В связи с этой основной предпосылкой можно изучить, как конкретное событие меняет перспективы фирмы, количественно оценивая влияние этого события на акции фирмы. Ученые-финансисты разработали «метод событийного анализа» для выполнения такого типа анализа – в его наиболее

распространенной форме, с акцентом на доходность акций. Метод событийного анализа значительно подходит для выявления влияния публикации экологического рейтинга на цену акции.

Исследования событий количественно оценивают экономическое воздействие событий в так называемых аномальных доходностях. Аномальная доходность рассчитывается путем вычитания доходности, которая была бы реализована, если бы анализируемое событие не произошло (нормальная доходность), из фактической доходности акций. Хотя фактическая доходность может наблюдаться эмпирически, «стандартная» доходность должна быть оценена. Для этого метод событийного анализа использует модели ожидаемой доходности. Метод событийного анализа позволяет оценить аномальную доходность и значимость полученных результатов.

В основе метода событийного анализа лежит оценка реакции фондового рынка на произошедшее событие. При анализе изучается аномальная доходность (AR) и кумулятивная аномальная доходность (CAR), возникающие в период проведения анализа в рамках так называемого «событийного окна» (event window). В качестве события определена публикация экологического рейтинга. В первую очередь рассчитывается аномальная доходность (AR), затем средняя аномальная доходность (AAR), далее рассчитывается кумулятивная аномальная доходность (CAR), в итоге проводится расчет агрегированной кумулятивной аномальной доходности (так называемой CAAR).

Методология исследования. В качестве основы для определения методологии использован подход, применяемый в исследованиях С.Х. Андерсона-Веира [131] (определение влияния экологического рейтинга на цену акции компании) и Т.В. Тепловой [120] (определение влияния дивидендов на цену акции). Для оценки реакции доходности цены акции на публикацию экологического рейтинга использована аномальная доходность акций компаний.

Анализируя влияние «зеленого» рейтинга от Newsweek (Newsweek Green Rankings) на цену акций, С.Х. Андерсона-Веир отмечает, что «зеленый» рейтинг определяет экологическое поведение только для крупнейших компаний и в отдельности не может рассматриваться как событие, несущее в себе положительную или отрицательную информацию. («Зеленый рейтинг» Newsweek измеряет экологические аспекты деятельности крупных публичных компаний, используя восемь ключевых показателей эффективности. Рейтинговый индекс компании отражает суммарный балл по этим восьми показателям: использование энергоресурсов, выброс парниковых газов, потребление воды, уничтожение твердых отходов, «зеленые» программы, стратегия устойчивого развития, комитет по устойчивому развитию, общее воздействие на окружающую среду). Однако рынок и инвестиционное сообщество может видеть в публикации экологического рейтинга положительное или отрицательное влияние на компанию. Таким образом, если инвестиционное сообщество считает, что экологическое поведение фирмы добавит положительную стоимость компании, можно ожидать роста цен на акции при публикации таких новостей. Также верно обратное утверждение – снижение цены акции при отрицательном восприятии экологического поведения фирмы, например, вследствие роста расходов на соответствие экологическим нормам.

Считаем, что выбранные для исследования рейтинги – «Рейтинг экологической ответственности нефтегазовых компаний России за 2014 год» [93] и «Первый рейтинг экологической ответственности горнодобывающих компаний России за 2016 год» [90] воспринимаются инвестиционным сообществом как положительная новость в связи с основным тезисом данных рейтингов о более благоприятной ситуации в компаниях в целом по сравнению с ожиданиями.

Описание алгоритма событийного анализа. В 2014 году в России выпущен первый рейтинг экологической ответственности нефтегазовых компаний, который ранжирует нефтегазовые компании по влиянию на

природу и качество корпоративной политики. Это единственный инструмент, позволяющий сравнивать уровни экологической ответственности крупнейших нефтегазовых компаний с уровнем добычи свыше 1,5 млн тонн нефти в год. Обозначим выпуск первого такого рейтинга от 16 декабря 2014 года как Событие 1. Для анализа нами выбраны следующие нефтегазовые компании, входящие в индекс МосБиржи: а) ПАО «Сургутнефтегаз»; б) ПАО «Газпром»; в) ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина; г) ПАО «НК «Роснефть»; д) ПАО «ЛУКОЙЛ»; е) ПАО «НОВАТЭК».

Примечание – Рейтинг разработан Всемирным фондом дикой природы (WWF) при участии «Национального рейтингового агентства» и ПРООН/ГЭФ-Минприроды Российской Федерации в партнерстве с группой «КРЕОН», а также при поддержке Минэнерго Российской Федерации.

Вторым рейтингом является рейтинг экологической ответственности горнодобывающих компаний, который ранжирует 33 горнодобывающих российских компаний по экологическому поведению. Обозначим выпуск данного рейтинга от 20 марта 2017 года как Событие 2. Выбраны следующие горнодобывающие компании, входящие в индекс МосБиржи: а) АК «Алроса» (ПАО); б) ПАО «ГМК Норильский никель»; в) ПАО «Полус»; г) ОК «РУСАЛ»; д) АО ПОЛИМЕТАЛЛ; е) ПАО «Северсталь»; ж) ПАО «Магнитогорский металлургический комбинат» (далее – ММК); з) ПАО «ФосАгро»; и) ПАО «Мечел».

Примечание – Рейтинг разработан WWF совместно с проектом ПРООН/ГЭФ/Минприроды России «Задачи сохранения биоразнообразия в политике и программах развития энергетического сектора России» и впервые выпущен в марте 2017 года. Расчеты данного рейтинга проводит Национальное рейтинговое агентство.

До определения аномальной доходности (AR) и кумулятивной аномальной доходности (CAR) вокруг событийного окна, необходимо определить нормальную доходность для каждой компании соответственно. В обратном случае невозможно будет определить значимость влияния.

Для События 1 выбран период с 09.12.2013 по 08.12.2014, охватывающий 250 торговых дней, то есть 250 точек данных. Для События 2 выбран период с 16.03.2016 по 10.03.2017, охватывающий 250 торговых дней (250 точек данных).

Определили дневную доходность компаний и индекса МосБиржи по формуле (5)

$$\frac{P_c - P_o}{P_c}, \quad (5)$$

где P_c – цена акции на закрытие;

P_o – цена акции на открытие.

Далее построили регрессии доходности акций для выявления коэффициентов α и β в формуле (6)

$$R_t = \alpha + \beta \times (R_{IMOEX}), \quad (6)$$

где R_t – доходность акции;

R_{IMOEX} - доходность индекса МосБиржи.

Альфа (α) представляет собой коэффициент пересечение оси Y при нулевом значении индекса, в то время как бета (β) представляет собой оценку наклона для переменной «доходность IMOEX». Коэффициент бета показывает, насколько зависимая переменная преобразуется при увеличении независимой переменной. Данная регрессия способствует оценке нормальной доходности компании и результаты регрессии будут использованы для расчета аномальной доходности.

Далее необходимо определить AR в период событийного окна и размер событийного окна. В исследованиях часто выбирается событийное окно

в 61 день или более. Здесь присутствует два момента: (1) широкое «окно» с большим количеством дней может привести к учету шума (noise), который не относится к реакции на объявление; (2) слишком короткое «окно» может не учитывать ошибочное отражение данных дат объявления. Имеет смысл анализировать длинные «событийные окна» только в случае действительно значимых событиях, например, сделках слияния и поглощения, так как эффекты таких событий могут проявляться раньше наступления события в отличие от публикации экологических рейтингов.

Определено событийное окно в 11 дней в связи с тем, что новость об установлении рейтинга экологической ответственности лишь одно из событий, которое происходит с фирмами и влияет на динамику акции, поэтому не следует выбирать длительное событийное окно. С помощью такого подхода можно избежать влияния макроэкономических событий не только в момент события, но и в течение всего событийного окна

Далее следует рассчитать фактическую доходность акций, которая наблюдается в каждый день событийного окна. Также применен стандартный прием при оценке доходности – логарифмирование данных. Рассчитаны ежедневные доходности акций по следующей формуле (7)

$$R_t = \ln \left(\frac{P_t}{P_0} \right), \quad (7)$$

где R_t – доходность акции;

P_t – цена акции на закрытие;

P_0 – цена акции на открытие.

Следующим шагом необходимо рассчитать «аномальную доходность событийного окна» - выявление ожидаемой доходности компании и вычитание ее из реальной доходности в данный день, представленную в формуле (8)

$$AR_i = R_t - \alpha - \beta \times (R_{IMOEX}), \quad (8)$$

где AR_i – аномальная доходность;

R_t – доходность акции во время событийного окна, рассчитанная через логарифм;

R_{imoex} - доходность индекса МосБиржи.

После этого рассчитывается CAR на каждый день выбранного событийного окна в виде суммы аномальных доходностей для каждого предыдущего дня в рамках такого окна. В случае положительного значения CAR приходим к выводу о создании стоимости по итогам события и оценке такого события в качестве положительного явления.

Накопленная аномальная доходность рассчитывается для каждого дня в рамках событийного окна согласно формуле (9)

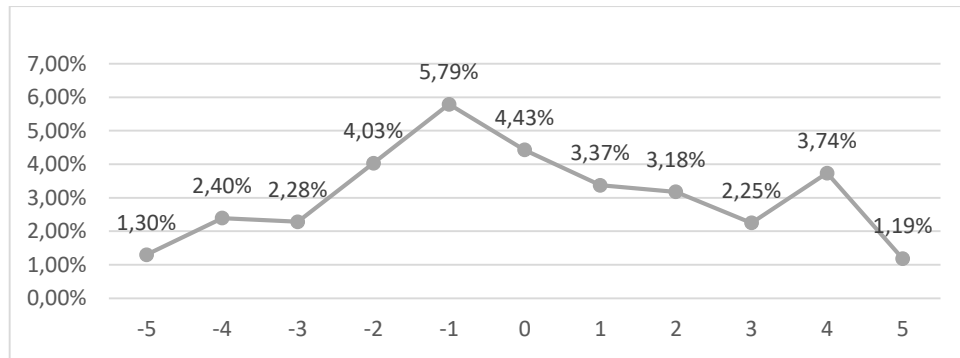
$$CAR_i = \sum AR_i, \quad (9)$$

где CAR_i – кумулятивная аномальная доходность для дня в рамках событийного окна;

AR_i – совокупность аномальных доходностей компании.

В качестве примера на рисунке 19 представлен график кумулятивной аномальной доходности по акциям компании ОК «РУСАЛ». Отметим, что в первые три дня CAR была положительной, а затем начала снижаться.

Следующим шагом определена агрегированная доходность для каждого события и рассчитывается CAAR по каждому дню в рамках событийного окна. Пример представлен в таблице 32.



Источник: рассчитано автором по материалам [106].

Рисунок 19 – CAR ОК «РУСАЛ» в наблюдаемом 11 дневном событийном окне (дата события - 20.03.2017)

Таблица 32 – Пример рассчитанного СААР для События 1

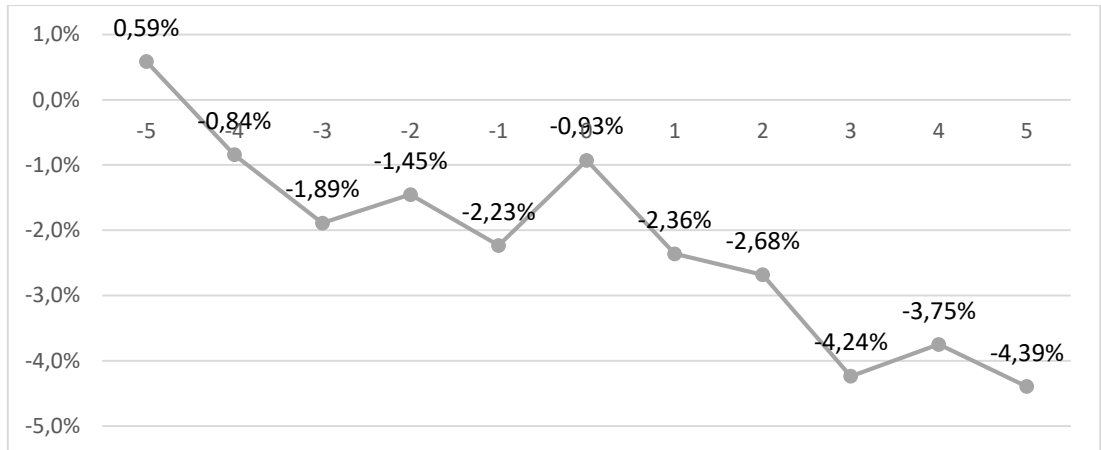
Дата	День	SNGS	GAZP	TATN	ROSN	LKOH	NVTK	Total CAR
09.12.2014	-5	-0,0135	0,0049	0,01947	0,01076	-0,0077	0,0213	0,0059
10.12.2014	-4	-0,0244	-0,0006	-0,0022	-0,0230	-0,0267	0,0264	-0,008
11.12.2014	-3	-0,0609	0,00547	-0,0226	-0,0390	-0,0452	0,0489	-0,0189
12.12.2014	-2	-0,0853	0,0117	-0,0408	-0,0224	-0,0167	0,0664	-0,0145
15.12.2014	-1	-0,1399	-0,0018	-0,0642	-0,0570	0,0162	0,1128	-0,0223
16.12.2014	0	-0,1599	-0,0002	-0,0448	-0,0677	0,0548	0,1621	-0,0092
17.12.2014	1	-0,2040	0,0283	-0,0755	-0,0862	0,0269	0,1688	-0,0236
18.12.2014	2	-0,1650	0,0226	-0,0541	-0,1235	0,0260	0,1330	-0,0268
19.12.2014	3	-0,1749	0,0523	-0,0867	-0,1321	0,0087	0,0784	-0,0424
22.12.2014	4	-0,1832	0,0453	-0,0780	-0,1111	0,0382	0,0639	-0,0375
23.12.2014	5	-0,1897	0,0463	-0,0753	-0,1131	0,0097	0,0585	-0,0439

Источник: составлено автором по материалам [106].

По итогам предыдущего шага следует проверить корректность использования нашего метода. Для этого проведем статистический тест. В случае положительной реакции рынка в среднем и значимости статистики теста результаты покажут, что событие привело к созданию стоимости, возможна также обратная ситуация. Проведен тест Колмогорова-Смирнова о принадлежности анализируемой выборки нормальному распределению. Результаты теста подтвердили гипотезу о нормальном распределении на 1% уровне значимости.

На рисунке 20 изображена кумулятивная доходность для События 1. На данном рисунке отражается снижение кумулятивной доходности внутри событийного окна. Это связываем со сложной макроэкономической ситуацией вокруг Украины и присоединения Крыма в декабре 2014 года и публикацией

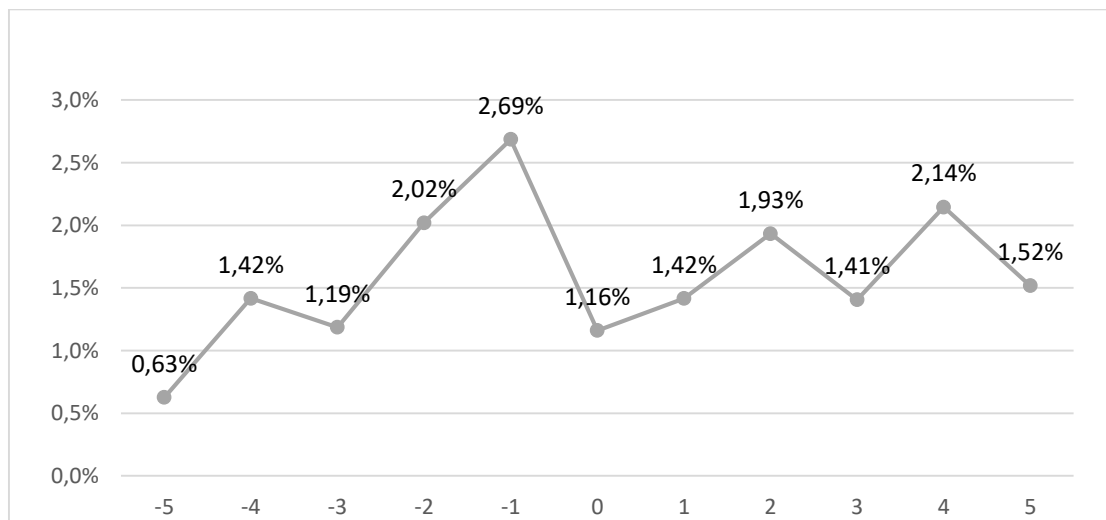
санкций (20 декабря 2014 года). Тем не менее наблюдаем положительный импульс в день события, что подтверждает гипотезу о положительном влиянии рынка на событие. Подтверждается гипотеза, что рынок рассматривает установление рейтинга как положительную новость.



Источник: рассчитано автором по материалам [106].

Рисунок 20 – Динамика кумулятивной доходности в ответ на Событие 1 - публикации Рейтинга экологической ответственности для нефтегазовых компаний от 16.12.2014

На рисунке 21 ниже отражена кумулятивная доходность для События 2.



Источник: рассчитано автором по материалам [106].

Рисунок 21 – Динамика кумулятивной доходности в ответ на Событие 1 - публикаций Рейтинга экологической ответственности для горнодобывающих компаний от 20.03.2017

Отметим, что инвестиционное сообщество положительно реагирует на новость о публикации экологического рейтинга для горнодобывающих компаний. Несмотря на снижение кумулятивной доходности в день события, кумулятивная доходность не превышает 3%. Таким образом, можно сделать вывод что публикация экологического рейтинга воспринимается на российском рынке как положительная новость, однако эффект на цену акций не превышает 3%.

Часть 6. Влияние корпоративных действий по управлению количеством акций в обращении на капитализацию российских публичных акционерных компаний.

Обратный выкуп является лучшим способом продемонстрировать инвесторам веру в перспективы бизнеса. После публикации новостей о планируемом обратном выкупе цена акции вырастает. Ниже предоставлена информация о росте акций и рыночной капитализации в 2018 году вследствие появления новостей об обратном выкупе:

- на следующий день после анонсирования планов об обратном выкупе (май 2018 года) ПАО «НК» Роснефть» подорожала на 5% [76];
- в январе 2018 года ПАО «Лукойл» объявила о планируемом в течение года погашении 100 млн казначейских акций из их общего количества в 140 млн штук и анонсировала программу обратного выкупа. Уже в конце марта ПАО «Лукойл» обогнала по капитализации ПАО «НК» Роснефть» и почти 10 дней оставался самой дорогой компанией нефтегазового комплекса России, находясь у отметки в 3,6 трлн рублей [75];
- сразу после появления информации о планах потенциального обратного выкупа привилегированные акции ПАО «Транснефти» выросли почти на 2%, а суммарная капитализация достигла 262 млрд рублей [60];
- публикация информации, что на совете директоров ПАО «Газпром» обсуждался вопрос «О перспективах программы обратного

выкупа акций и глобальных депозитарных расписок ПАО «Газпром», привела к росту котировок акций компании на 4% [60];

– информация об обратном выкупе акций компании ПАО «Новатэк» совместно с новостями о реализации нового проекта «Арктик СПГ 2» (Total объявила о покупке 10% этого и всех будущих СПГ-проектов ПАО «Новатэк») привели к продолжительному росту акций компании до такой степени, что ПАО «Новатэка» обогнал по рыночной капитализации ПАО «Газпром» (который владеет 10% самого ПАО «Новатэк») [60].

Проведен анализ влияния новостей об обратном выкупе на цену акции и соответственно рыночную капитализацию. В анализе применяется аномальная доходность акций компаний в качестве показателя для реакции рынка на событие – публикацию новостей об обратном выкупе акций. Были отобраны семь компаний, которые выпустили новости о проведении обратного выкупа в 2018 году. Результаты представлены в таблице 33.

Методология событийного анализа соответствует методологии, примененной при анализе экологических рейтингов. Событийное окно было выбрано в размере пяти дней до и после события.

Таблица 33 – События обратного выкупа за 2018 год

Компания	Дата
ПАО «Лукойл»	15.01.2018
ПАО «НК» Роснефть»	01.05.2018
ПАО «Транснефть»	22.10.2018
ПАО «Газпром»	20.02.2018
ПАО «Новатэк»	11.04.2018
ПАО «Банк «Санкт-Петербург»	19.04.2018
ПАО «МТС»	28.06.2018
ПАО «Трубная металлургическая компания»	11.09.2018

Источник: составлено автором по материалам [60; 75-76].

Приведем расчет CAAR для события обратного выкупа, представленный в таблице 34.

Проведен тест Колмогорова-Смирнова, подтвердивший, что данные соответствуют нормальному распределению (1% в доверительном интервале).

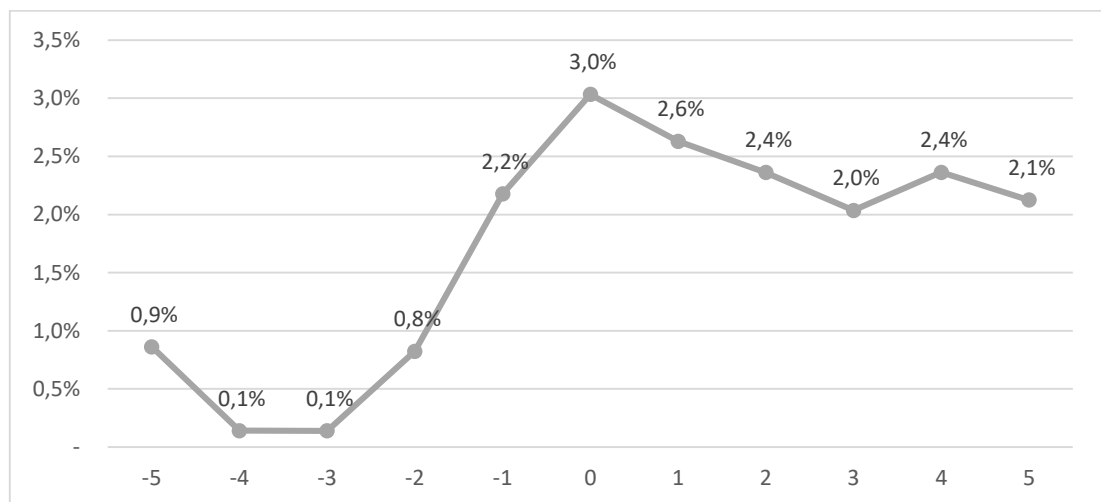
Таблица 34 – Общая кумулятивная доходность

В процентах

День	LKOH	ROSN	TRNF	GAZP	NVTK	BSPB	MTSS	TRMK	Total CAAR
-5	1,3	4,9	0,2	0,4	1,4	(1,2)	(1,1)	1,0	0,9
-4	2,0	4,8	(0,2)	(0,7)	2,2	(2,9)	(4,1)	0,0	0,1
-3	1,9	5,4	(0,0)	(2,4)	1,7	(2,0)	(3,5)	0,2	0,1
-2	2,3	5,7	0,8	(1,9)	2,3	1,3	(4,4)	0,5	0,8
-1	7,4	5,7	1,1	(1,0)	3,7	3,7	(3,3)	0,1	2,2
0	6,5	10,3	1,7	0,4	2,2	4,4	(2,8)	1,6	3,0
1	6,2	8,1	1,6	(0,1)	0,7	4,5	(0,2)	0,4	2,6
2	4,9	7,2	1,2	0,4	1,1	4,4	1,2	(1,5)	2,4
3	3,9	7,2	1,1	0,4	0,0	3,3	0,8	(0,4)	2,0
4	3,5	8,1	2,5	0,5	(0,5)	2,9	1,9	(0,0)	2,4
5	3,5	8,2	1,7	0,3	(0,3)	2,6	2,0	(0,9)	2,1

Источник: составлено автором по материалам [60; 75-76].

На рисунке 22 представлена кумулятивная доходность.



Источник: рассчитано автором по материалам [106].

Рисунок 22 – Кумулятивная доходность события

На графике отмечается положительная кумулятивная доходность события обратного выкупа акций. В день события аномальная доходность в среднем составляет 3,0%, причем на протяжении последующих пяти дней аномальная доходность снижается незначительно и остается на уровне выше 2,0%.

Это подтверждает положительное влияние новостей об обратном выкупе на цену акций и на рыночную капитализацию. Обратный выкуп уменьшает количество акций в обращении и поскольку каждая акция является

частичной долей компании, доля этой компании, которой владеет каждый оставшийся акционер, увеличивается. В ближайшей перспективе цена акций растет, потому что акционеры знают, что обратный выкуп немедленно увеличит прибыль на акцию.

Подводя итоги второй главы, отметим возможность менеджмента российских акционерных компаний воздействовать на микроэкономические факторы капитализации акционерной компании (определены в первой главе). Проведенный анализ подтвердил наличие влияния следующих факторов на капитализацию: а) рыночных мультипликаторов; б) размера компании; в) экологических факторов; г) уровня защиты прав инвесторов; д) корпоративных действий эмитента в форме обратного выкупа акций. Также выявлено влияние внутрифирменных улучшений и изменений дивидендной политики по результатам анализа реализации программ повышения капитализации, применяемых российскими публичными акционерными компаниями в последние 15 лет. Мотивационная политика компании по отношению к руководству включается в фактор внутрифирменных улучшений. Выявленные факторы применяются в дальнейшем исследовании в совокупности для построения системы показателей в целях управления капитализацией публичных акционерных компаний.

Во второй главе определено следующее.

Глобальные индексы – индексы развитых рынков (Великобритании - FTSE, США - S&P, Германии – DAX) – влияют на российские фондовые индексы (MOEX, RTS) и таким образом на капитализацию российских публичных акционерных компаний. Поскольку такое влияние происходит на глобальном уровне, акционерная компания не может воздействовать на такой масштабный процесс, соответственно не включено влияние глобальных индексов в систему показателей измерения стоимости акционерной компании.

Рассчитывая и анализируя внутренние показатели и показатели, основанные на рыночных данных, инвесторы, в случае роста капитализации, в первую очередь обращают внимание на внутренние показатели стоимости

акционерной компании. Из основных рыночных показателей – DPS, DY, EPS, P/E – значимыми для прогноза оказались только EPS и DPS, что не означает, что DY и P/E следует исключать из системы показателей: хотя они не продемонстрировали предсказательную способность, их способность объяснять поведение цены акции, и соответственно капитализацию, не подвергается сомнению.

Корпоративные действия эмитента по обратному выкупу акций приводят к аномальному росту стоимости акций (сверх «нормальной» доходности) на 3%, что подтверждает гипотезу о положительном влиянии обратного выкупа на стоимость акций как свидетельство того, что менеджмент компании верит в бизнес и считает акции компании недооцененными, то есть ожидает рост в будущем.

Участие российских акционерных компаний в экологическом рейтинге положительно сказывается на цене их акций. Анализ показал, что публикация экологического рейтинга ведет к позитивному отклику ценных бумаг компании-эмитента, аномальная доходность таких акций (сверх «нормальной» доходности) составляет не более 3% на горизонте («событийном окне») в 11 дней вокруг публикации рейтинга.

В исследовании влияния рейтинга корпоративной прозрачности и размера активов на капитализацию значимым показателем оказался только показатель размера активов, подтверждая влияние размера компании на капитализацию. Однако в теории связывается корпоративное управление с возможностью управлять информационной асимметрией. Согласно исследованию В. Бикс и Ф.Р. Брауна [142] на австралийском рынке, фирмы с лучшим корпоративным управлением имеют тенденцию к раскрытию более чувствительной к цене информации, у таких фирм больше аналитиков, консенсус прогнозы аналитиков более точны и менее предвзяты. Как следствие, ценностная информация о фирмах с лучшим корпоративным управлением более своевременна – информация быстрее отражается в стоимости акций. Такое исследование на российском рынке относится к

перспективным исследованиям. В исследовании анализировали итоговую степень рейтинга корпоративной прозрачности с капитализацией за 2016-2018 годы и результаты показали, что рыночная капитализация уменьшается при росте степени рейтинга корпоративной прозрачности, что однако не может использоваться для целей прогнозирования. Тем не менее, считаем, что фирмам следует использовать меры по повышению корпоративной прозрачности в компании, так как это способствует снижению информационной асимметрии между компанией и инвестиционным сообществом: информация компании быстрее отражается в стоимости акции и инвесторы могут принимать более информативные решения в отношении акций разных компаний.

Сравнивая позиции стран в рейтинге Мирового банка «Doing business» по ряду показателей, связанных с простотой ведения бизнеса и защитой прав миноритарных акционеров, выявлено, что значимыми являются показатели «Простота ведения бизнеса» (для всех стран) и «Защита миноритарных акционеров» (для стран с уровнем дохода ниже среднего). Чем выше уровень защиты акционеров в стране, тем больше инвесторов можно привлечь.

Глава 3

Разработка подходов к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний

3.1 Построение прогностической модели капитализации публичных акционерных компаний

Учитывая возможность менеджмента российской акционерной компании влиять на микроэкономические факторы капитализации, считаем целесообразным разработать прогностическую модель капитализации (модель линейной регрессии) на основе пяти факторных моделей (в том числе модели VECM) для ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» с учетом данных по факторному инвестированию Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС [66].

1) модель CAPM [223] с двумя объясняющими переменными: безрисковая ставка доходности (RFR) и фактор рыночного риска в виде риск-премии (RMFR);

2) трехфакторная модель Фамы и Френча [169] с тремя объясняющими переменными: фактор рыночного риска (RMFR), факторы размера (SMB) и стоимости (HML);

3) четырехфакторная модель Кархарта [149] 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 на основе двух переменных («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».– В/М) и доходность облигаций в зависимости от сроков обращения («спред между краткосрочной и долгосрочной доходностью облигаций» – TMS).

Компании ПАО «Лукойл» и ПАО «НК «Роснефть» выбраны в связи с их значимостью для российской экономики. В таблице 35 представлена их характеристика.

Таблица 35 – Краткая характеристика выбранных компаний

Компания	Описание	Дополнительная информация
ПАО «Лукойл»	В 2015 году изменена организационная форма, преобразовано в публичное акционерное общество. ПАО «Лукойл» оперирует в следующих сегментах: разведка и добыча; переработка, торговля и сбыт; нефтехимия; энергетика	На долю компании приходится свыше 2% мировой нефтедобычи и около 1% доказанных запасов нефти, 16% общероссийской нефтедобычи и 15% общероссийской нефтепереработки
ПАО «НК «Роснефть»	Крупнейшая нефтяная компания. Зарегистрирована в 1994 году в Москве. Занимается поиском, разведкой месторождений, добычей нефти, газа, газового конденсата, переработкой и последующим производством нефтепродуктов	Компания присутствует в 23 странах и занимает 6% в мировой добыче нефти. Миссией компании являются эффективная реализация энергетического потенциала в рамках проектов в России и за рубежом

Источник: составлено автором по материалам [75-76].

При анализе исследования по теме прогнозирования цены акции, управления стоимостью акции и капитализации, обнаружено отсутствие исследований, связанных с моделями управления/прогнозирования капитализации российских публичных акционерных компаний. Несмотря на ряд исследований на тему наличия плохих результатов по итогам выявления факторов, влияющих на поведение фондового рынка [231], в некоторых исследованиях выявлена хоть и слабая со статистической и экономической точки зрения, но все же положительная связь, причем это не означает отсутствие экономической ценности [150].

Объясняющая и объясняемые переменные. В качестве объясняемой переменной выбрана рыночная капитализация. Так как распределение данных

по рыночной капитализации асимметрично и возможны только положительные значения, к данным было применено логарифмирование данных.

Таблица 36 – Объясняющие переменные

Фактор	Обозначение модели	Порядок расчета
Безрисковая ставка доходности	RFR	Доходность индекса государственных облигаций
Фактор рыночного риска в виде риск-премии	RMFR	Рыночная премия за риск по акциям, рассчитана как разница между доходностью рыночного портфеля и доходностью безрискового актива
Фактор размера	SMB	Разница средневзвешенной доходности портфеля акций компаний с низкой капитализацией и средневзвешенной доходности акций компаний с высокой капитализацией
Фактор стоимости	HML	Разница средневзвешенной доходности портфелей из акций стоимости и акций роста
Фактор моментума	MOM	Разница доходностей портфелей с высокой и низкой накопленной доходностью за предыдущие 11 месяцев
Рыночная капитализация	Мсар	Логарифм рыночной капитализации
Дивиденд/стоимость акции, D/P	DP	Отношение дивидендов к цене акции
Прибыль/стоимость акции, E/P	EP	Отношение прибыли к цене акции
Балансовая/рыночная стоимость, В/М	BM	Отношение балансовой стоимости к рыночной стоимости
Спред между краткосрочной и долгосрочной доходностью облигаций, TMS	TMS	Спред между краткосрочной и долгосрочной доходностью облигаций
Активы	Log_Assets	Логарифм активов

Источник: составлено автором по материалам [66; 105-106].

При построении модели период проведения анализа использовался с августа 2006 года по декабрь 2021 года для ПАО «НК «Роснефть» для первых трех моделей [113]. Для ПАО «Лукойл» период составил с января 2016 года по декабрь 2021 года, так как в октябре 2015 года компания перешла с формирования отчетности по американским стандартам (US GAAP) на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) [7]. Для обеих моделей использовались месячные данные. В качестве источников данных использованы данные интернет сайтов ru.investing.com, www.cbr.ru, бухгалтерскую отчетность ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» за рассматриваемый период, данные по факторному инвестированию Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС.

Построение модели происходило в программе RStudio на языке программирования R.

Далее следует проанализировать данные на минимальные и максимальные значения для учета разброса значений. Учитывается также асимметрия, эксцесс и стандартное отклонение. В таблице 37 представлены статистические показатели для ПАО «Лукойл». В таблице 38 представлены статистические показатели для ПАО «НК «Роснефть».

Таблица 37 – Статистические показатели переменных для ПАО «Лукойл»

Переменная	Минимум	Максимум	Асимметрия	Эксцесс	Стандартное отклонение
LUK	3,300	3,702	-0,325	-1,231	0,108
RFR	3,680	10,140	-0,050	-0,989	1,816
RMFR	-8,286	16,258	0,219	1,820	3,953
SMB	-9,188	10,969	-0,036	-0,409	4,412
HML	-12,695	9,702	-0,151	0,916	4,101
MOM	-10,559	14,285	0,469	0,931	4,549
Mcap	14,34	15,11	-0,182	-1,125	0,194
DP	-0,011	0,203	2,024	4,398	0,033
EP	0,038	0,316	0,068	-0,717	0,067
BM	0,011	0,507	1,556	4,177	0,088
TMS	-0,019	0,033	-0,517	-0,314	0,013
Log_Assets	15,30	15,79	0,308	-0,871	0,108

Источник: составлено автором по материалам [66; 105-106].

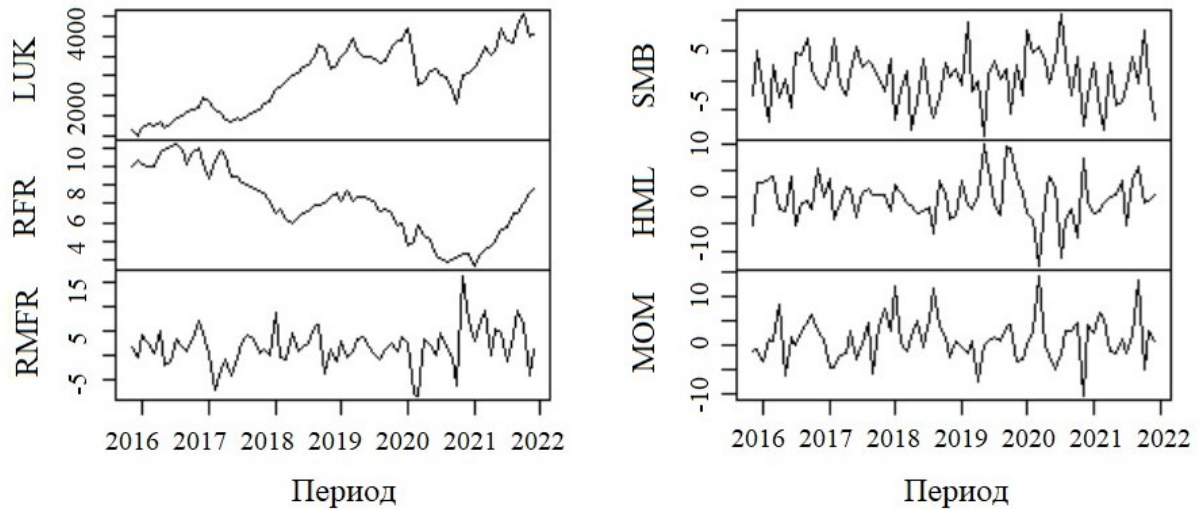
Таблица 38 – Статистические показатели переменных для ПАО «НК» Роснефть»

Переменная	Минимум	Максимум	Асимметрия	Эксцесс	Стандартное отклонение
ROSN	3,02	3,83	0,21	-0,28	0,16
RFR	2,97	13,94	0,71	0,22	2,15
RMFR	-24,54	21,81	-0,52	3,25	5,88
SMB	-15,77	15,28	0,10	0,56	4,92
HML	-13,30	21,45	0,69	2,21	5,38
MOM	-28,84	18,81	-0,73	3,33	6,18
Mcap	6,948	8,816	0,202	-0,277	0,380
DP	0,004	0,01	1,125	0,598	0,021
EP	0,066	2,982	0,322	-0,007	0,630
BM	0,115	1,562	-0,721	-0,079	0,305
TMS	-0,036	0,053	-0,708	0,674	0,016
Log_Assets	6,786	9,697	-0,416	-1,192	0,832

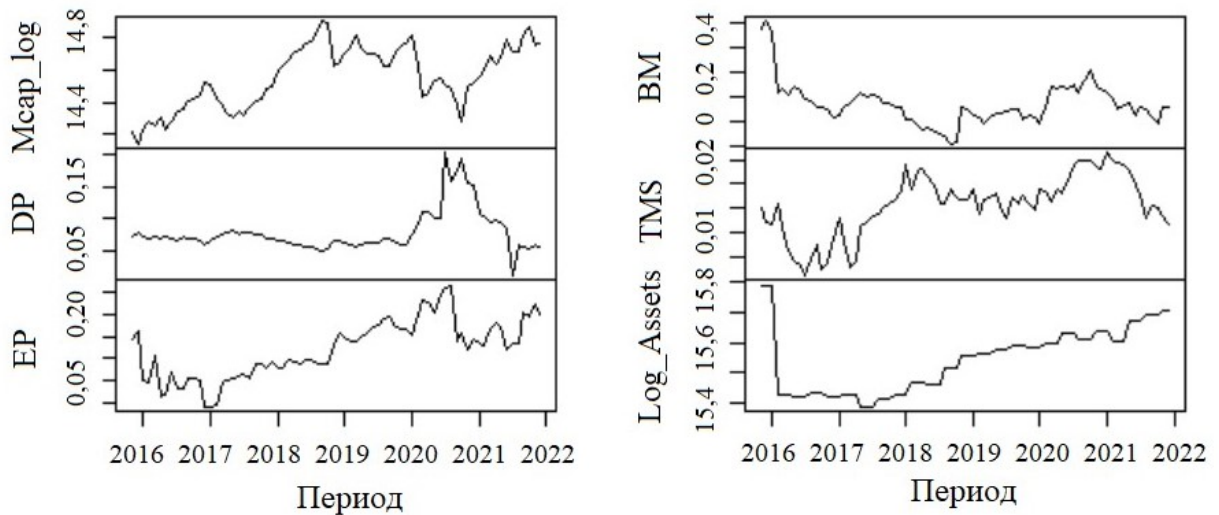
Источник: составлено автором по материалам [66; 105-106].

Отметим на основе таблиц 37 и 38, незначительный разброс данных и наличие асимметрии в данных. На рисунках 23 и 24 представлено графическое изображение переменных компании ПАО «Лукойл» с 01.01.2016 по 01.12.2021.

Динамика показателей

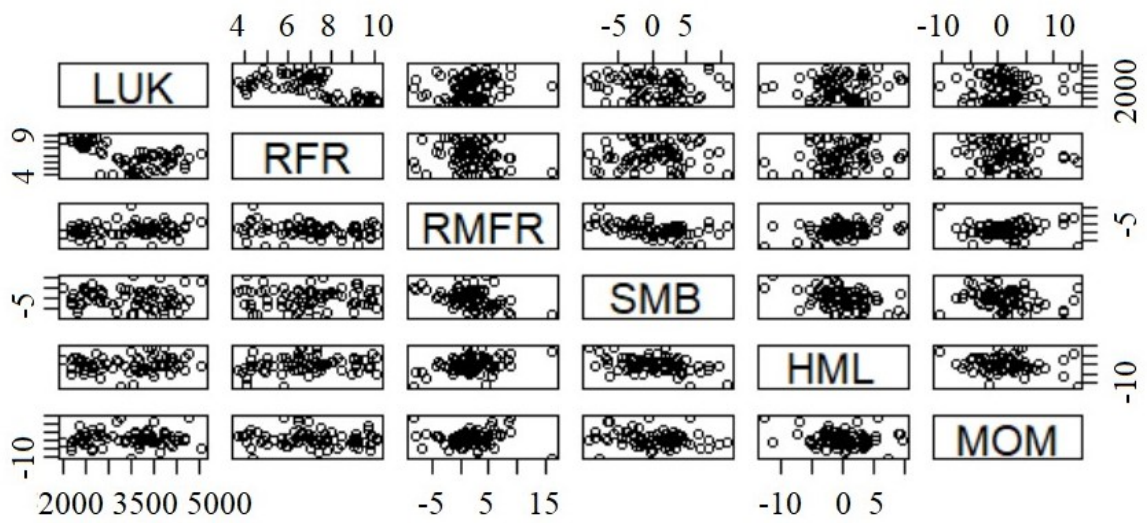


Динамика показателей

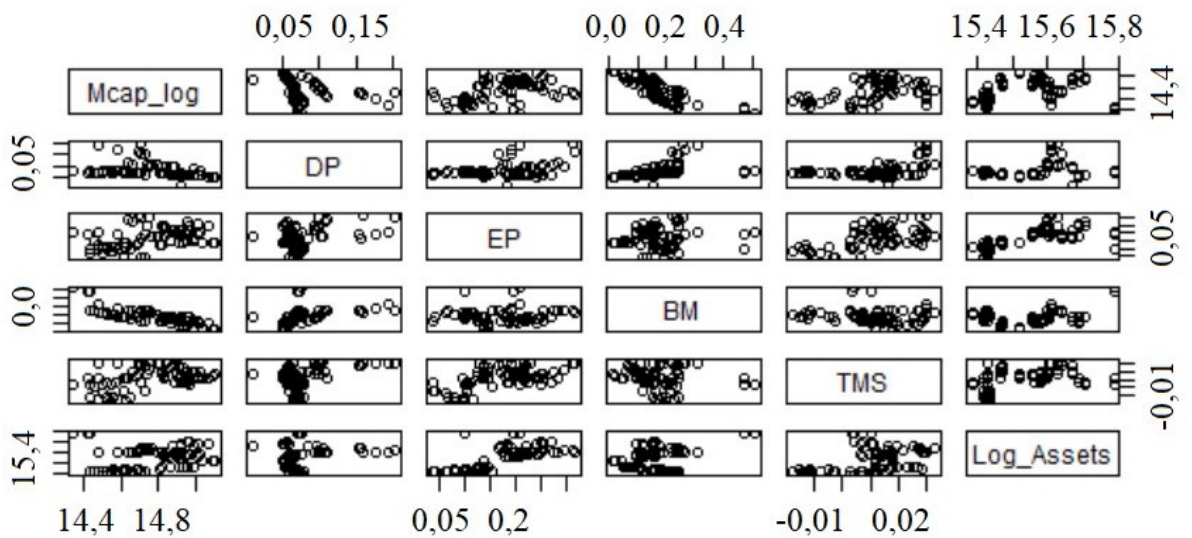


Источник: составлено автором по материалам [66; 105-106].
Рисунок 23– Графики поведения показателей ПАО «Лукойл»

Динамика показателей



Динамика показателей

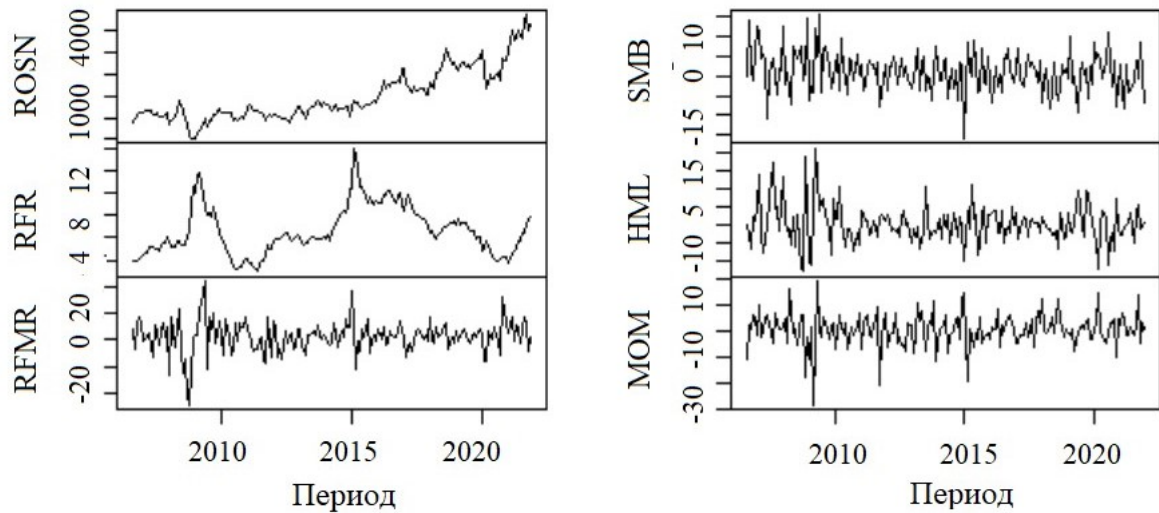


Источник: составлено автором по материалам [66; 105-106].

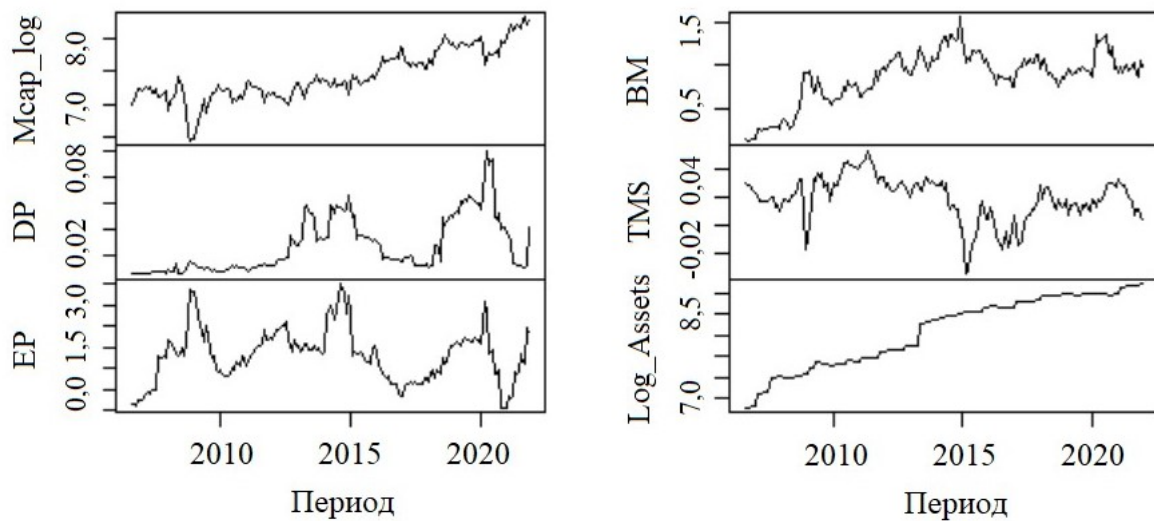
Рисунок 24 – График распределения показателей ПАО «Лукойл»

На рисунках 25 и 26 представлено графическое изображение переменных компании ПАО «НК «Роснефть» с августа 2006 года по декабрь 2021 года.

Динамика показателей



Динамика показателей



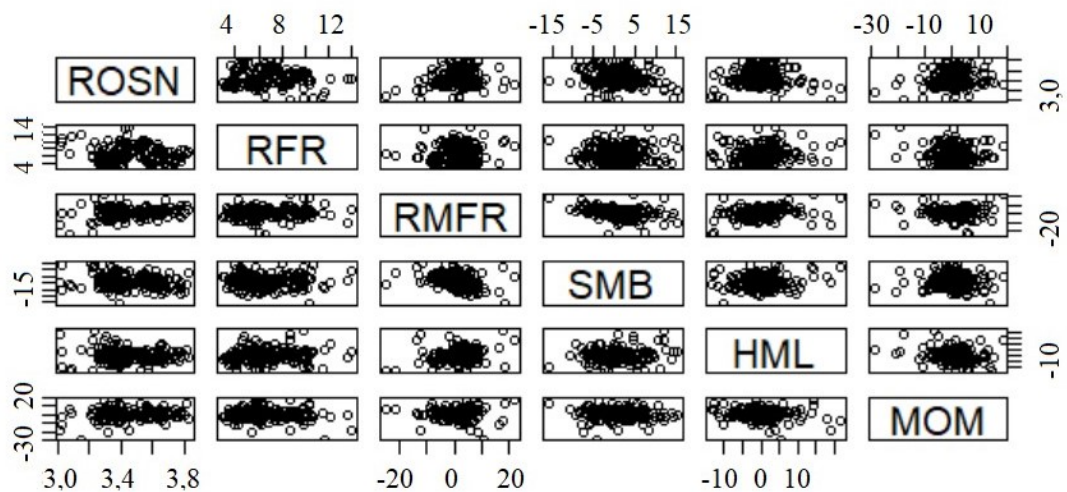
Источник: составлено автором по материалам [66; 105-106].

Рисунок 25 – Графики поведения показателей ПАО «НК «Роснефть»

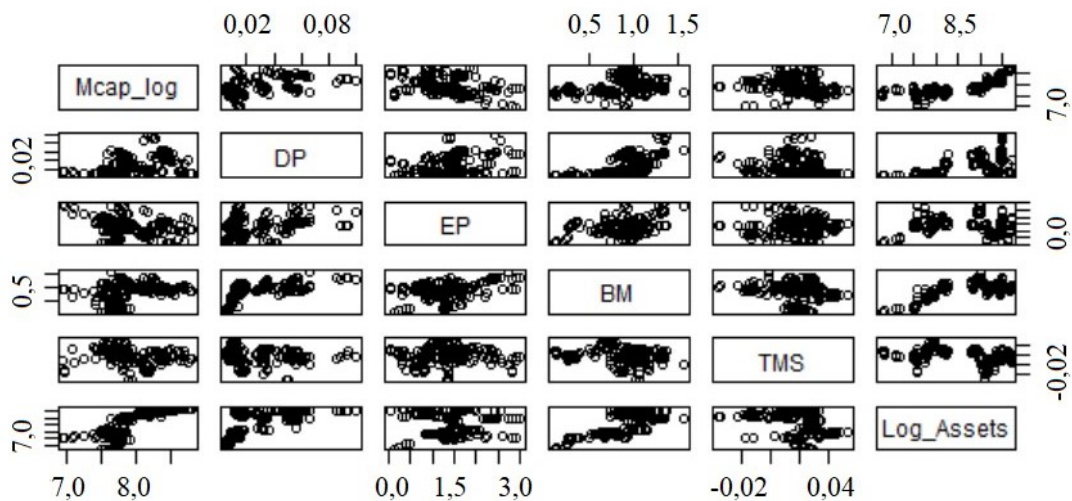
Согласно критерию наибольшего коэффициента детерминации, в качестве прогностической модели была выбрана четвертая модель. Ее преимуществом также является наибольшее число объясняющих переменных. Данная модель построена для ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл». Было подтверждено, что подобная методика разработки прогностической модели управления капитализацией российских публичных

акционерных компаний позволяет находить значимые результаты. Для модели 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.

Динамика показателей



Динамика показателей



Источник: составлено автором по материалам [66; 105-106].

Рисунок 26 – Графики распределения показателей ПАО «НК «Роснефть»

Результаты моделей представлены в таблицах 39 и 40.

Таблица 39 – 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; ‘ ’ уровень значимости 1.						

Источник: разработано автором по материалам [66; 105-106].

Прогностическая модель капитализации ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» показывает следующие зависимости:

1) Наблюдается разнонаправленная взаимосвязь в моделях между показателем «отношение дивиденда на акцию к рыночной стоимости акции» и капитализацией, что подтверждает противоречивость различных точек зрения о влиянии дивидендных выплат на рыночную стоимость акционерного капитала. При росте данного показателя на единицу капитализация ПАО «НК «Роснефть» изменяется на +1,873%. В то же время, при росте показателя на единицу капитализация ПАО «Лукойл» снижается на -0,593%.

Положительное влияние дивидендов на капитализацию подтверждает теоретические положения о наличии положительного влияния позитивной информации о дивидендах на стоимость акции и, соответственно, капитализацию («сигнальная теория») для ПАО «НК «Роснефть». В то же время после наступления даты, после которой акции компании могут быть проданы только без права получения уже объявленных дивидендов (ex-dividend date), стоимость акции падает и наблюдается отрицательная взаимосвязь.

Таблица 40 – 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)	3,510e+00* ** (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)
Автокоррекция 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; ‘ ’ уровень значимости 1.						

Источник: разработано автором по материалам [66; 105-106].

2) Показатель «отношение прибыли на обыкновенную акцию к рыночной стоимости акции» (E/P) также показывает разнонаправленную зависимость. При росте данного показателя на единицу капитализация ПАО «НК «Роснефть» снижается на -0,053%. В то же время, при росте показателя на единицу капитализация ПАО «Лукойл» изменяется на +0,045%. Высокий обратный показатель «отношение стоимости акции к прибыли на акцию» (P/E) может означать, что стоимость акции высока по отношению к прибыли и, возможно, переоценена. И наоборот, низкий P/E может указывать на то, что текущая стоимость акций низкая по отношению к прибыли. Но не всегда низкий P/E – это повод купить акции компании. Зачастую низкий P/E может быть вполне обоснован, и свидетельствовать, что компания находится в тяжелом положении – ее бизнес затухает или у нее много долговых обязательств или ей предъявили серьезный судебный иск. Соответственно, для E/P, как для обратного показателя, характерна обратная зависимость.

3) Рост показателя «отношение балансовой стоимости акции к рыночной стоимости акции» отрицательно влияет на капитализацию ПАО «Лукойл». При росте данного показателя на единицу капитализация ПАО «Лукойл» снижается на -2,077%. Данная взаимосвязь означает, что инвесторы высоко оценивают рост акционерного капитала, чем выше разница между рыночной стоимостью акции и балансовой стоимостью акции, тем более недооцененными считаются акции компании. Это характерно для акций роста. Рост показателя «отношение балансовой стоимости акции к рыночной стоимости акции» положительно влияет на капитализацию ПАО «НК «Роснефть». Компания достигла колоссальной капитализации – и при этом продолжает расти. При росте показателя «отношение балансовой стоимости акции к рыночной стоимости акции» на единицу капитализация ПАО «НК «Роснефть» изменяется на +0,873%.

4) Наблюдается положительная зависимость между ростом активов и капитализацией. При росте данного показателя на единицу капитализация

ПАО «НК «Роснефть» изменяется на +0,602%. В то же время, при росте переменной на единицу капитализация ПАО «Лукойл» изменяется на +1,072%. Полагаем, что это положительная премия за размер компании.

5) Рост показателя «спред между краткосрочной и долгосрочной доходностью облигаций» положительно влияет на капитализацию компании. При росте данного показателя на единицу капитализация ПАО «НК «Роснефть» изменяется на +3,427%. В то же время, при росте показателя «спред между краткосрочной и долгосрочной доходностью облигаций» на единицу капитализация ПАО «Лукойл» изменяется на +1,554%. Когда краткосрочная доходность превышает долгосрочную (спред становится ниже или даже отрицательным) – инвесторы видят существенные риски в будущем и боятся держать у себя длинные облигации. Это считают одним из косвенных признаков скорого наступления спада или рецессии в экономике. Таким образом, при снижении спреда снижается стоимость акций.

Модель VECM.

Кроме того, в ходе исследования построена векторная модель коррекции ошибок (Vector Error Correction Model, VECM) на основании подходов С. Винармо и М. Усмана [235]. Ее цель состояла в выявлении долгосрочной и краткосрочной взаимосвязи между рыночной капитализацией и объясняющими лаговыми переменными – теми же, что и в четвертой модели – многофакторной линейной регрессии. С помощью модели VECM можно подтвердить долгосрочные и краткосрочные отношения между переменными в моделях ПАО «Лукойл» и ПАО «НК «Роснефть».

В то же время прогноз цен акций является наиболее ключевым вопросом для инвесторов на фондовом рынке, поскольку тенденции курсовой стоимости акций являются нелинейными и нестационарными временными рядами, что делает прогнозирование цен акции сложной и трудной задачей на финансовом рынке. Для прогнозирования курсовой стоимости акций используются традиционные модели временных рядов, и многие исследователи до сих пор занимаются разработкой и совершенствованием моделей прогнозирования

временных рядов. Наиболее известным традиционным подходом к прогнозированию временных рядов является авторегрессионная интегрированная скользящая средняя (ARIMA), которая используется, когда данные временных рядов линейны и отсутствуют пропущенные значения. Однако обычные методы временных рядов не подходят для прогнозирования курсовой стоимости акции, поскольку колебания цен на акции обычно носят нелинейный и нестационарный характер. Для целей прогнозирования подходит модель VECM. Векторная модель коррекции ошибок (VECM) – это хорошо известный эконометрический метод, который характеризует краткосрочные вариации набора коинтегрированных временных рядов, включающих долгосрочные отношения в качестве термина коррекции ошибок. Векторная коррекция ошибок широко используется с низкой частотой временных рядов. VECM содержит помимо стационарных переменных соотношение нестационарных форм переменных, и следовательно учитывает как долгосрочные тенденции, так и краткосрочные колебания переменных.

Модель VECM основывается на коинтеграции временных рядов, описанной в параграфе 2.4. В данном исследовании переходим от прогнозирования цены акции к прогнозированию капитализации компании, применяя методы, характерные для прогноза курсовой стоимости акции. Процесс управления капитализацией также важен для инвестиционного сообщества, многие инвестиционные фонды вкладывают средства в акции компаний только при наличии определенного уровня капитализации.

Анализ данных на нормальность с помощью теста Шапиро-Уилка. Тест Шапиро-Уилка – это способ определить, происходит ли случайная выборка из нормального распределения. Тест дает значение W ; небольшие значения указывают на то, что выборка не распределена нормально (можно отклонить нулевую гипотезу о том, что популяция нормально распределена, если значения находятся ниже определенного порога). Если выбранный Альфа-уровень равен 0,05, а p -значение меньше 0,05, то нулевая гипотеза о

нормальном распределении данных отвергается. Если р-значение больше 0,05, то нулевая гипотеза не отвергается. Другими словами, можно предположить нормальность. Ниже в таблице 41 представлено Р-значение теста Шапиро-Уилка для ПАО «Лукойл». Основываясь на результатах теста Шапиро-Уилка, можно предположить нормальное распределение для показателя EP.

Таблица 41 – Р-значение по результатам теста Шапиро-Уилка для ПАО «Лукойл»

Мсар	DP	EP	BM	Log Assets	TMS
0,0286	0,000	0,453	0,000	0,000	0,005

Источник: составлено автором по материалам [105-106].

В таблице 42 представлено Р-значение теста Шапиро-Уилка для ПАО «НК «Роснефть». Результаты теста Шапиро-Уилка для ПАО «НК «Роснефть» показывают, что все данные не распределены нормально. Для подтверждения результатов теста Шапиро-Уилка о ненормальности распределения, приведем гистограммы распределения данных в приложении Б.

Таблица 42 – Р-значение по результатам теста Шапиро-Уилка для ПАО «НК «Роснефть»

Мсар	DP	EP	BM	Log Assets	TMS
0,000	0,000	0,008	0,000	0,000	0,000

Источник: составлено автором по материалам [105-106].

Однако тот факт, что ряд показателей не следует нормальному распределению не препятствует построению модели VECM. Есть доказательства, что методы тестирования на коинтеграцию (тест Йохансена) до построения модели VECM устойчивы к ненормальности данных. В связи с небольшим объемом выборки для данных временных рядов, факт о ненормальности распределения дает важную информацию, которая может быть полезна для коинтеграционных связей.

Проведение тестов на наличие единичного корня и определение порядка интегрированности рядов. Тест Дикки-Фуллера – тест единичного корня. В

в общем случае Р-значение меньше 5% означает, что можно отвергнуть нулевую гипотезу о существовании единичного корня. Ниже в таблице 43 представлено Р-значение для ПАО «Лукойл». Тест показал, что для ПАО «Лукойл» все переменные за исключением EP являются интегрированным первого порядка – I(1).

Таблица 43 – Р-значение для ADF-теста для ПАО «Лукойл»

Показатель	Мсар	DP	EP	BM	Log Assets	TMS
Данные без преобразований	0,61	0,526	0,108	0,425	0,253	0,662
Первая разница	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Источник: составлено автором по материалам [105-106].

В таблице 44 представлено Р-значение для ПАО «НК «Роснефть». Результаты тесты подтверждают, что данные компании ПАО «НК «Роснефть» являются интегрированными первого порядка, то есть рассчитывается первая разница данных.

Таблица 44 – Р-значение для ADF-теста

Показатель	Мсар	DP	EP	BM	Log Assets	TMS
Данные без преобразований	0,025	0,30	0,036	0,288	0,433	0,286
Первая разница	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01

Источник: составлено автором по материалам [105-106].

Тестирование рядов на коинтегрированность. Коинтеграция означает, что экономические переменные имеют один и тот же стохастический тренд, поэтому они объединяются вместе в долгосрочной перспективе. Основываясь на результатах VARselect в программе RStudio, можно определить количество лагов, которые будут включены в тест коинтеграции и в модель VECM, – шесть лагов для ПАО «Лукойл» и два лага для ПАО «НК «Роснефть». Результаты теста трассировки Йохансена показывают, что можно отвергнуть нулевую гипотезу. Таким образом, заключаем, что показатели являются коинтегрированными и имеют минимум три коинтеграционных отношения для ПАО «Лукойл» и два для ПАО «НК «Роснефть», то есть существует долгосрочная зависимость между переменными. Результаты теста

максимальных собственных значений также показывают, что можно отвергнуть нулевую гипотезу. Можно получить тот же вывод, что и выше.

Построение моделей VECM. Если переменные оказываются коинтегрированными, то есть существует линейная, стабильная и долгосрочная связь между переменными, такая, что ошибки неравновесия будут иметь тенденцию колебаться вокруг нулевого среднего.

С помощью модели VECM можно подтвердить долгосрочные и краткосрочные отношения между переменными в моделях ПАО «Лукойл» и ПАО «НК «Роснефть». В долгосрочном периоде наблюдается взаимосвязь между переменными. Отрицательный коэффициент коррекции в моделях VECM, отражающий скорость возврата модели к долгосрочному равновесию, указывает на наличие долгосрочной причинно-следственной связи. Тест о мгновенном причинно-следственном эффекте (instantaneous causal effect) подтверждает, что прогностическая модель, использующая текущие, прошлые и будущие значения объясняющих переменных и текущие и прошлые значения капитализации для прогнозирования капитализации, имеет меньшую ошибку прогноза, чем модель, которая использует только текущие и прошлые значения объясняющих переменных и текущие и прошлые значения рыночной капитализации.

Также проведем 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 мультипликаторов, представленных в таблице 45:

Таблица 45 – Используемые мультипликаторы

Сокращенное наименование	Описание
P/E	Отношение капитализации и прибыли на акцию
P/S	Отношение капитализации и выручки
P/BV	Отношение капитализации и балансовой стоимости акционерного капитала (активы минус обязательства)

Источник: составлено автором по материалам [105; 225].

В таблице 46 представлены российские и зарубежные компании в нефтегазовой отрасли. По мультипликатору P/E за предыдущие 12 месяцев по

состоянию на 3 квартал 2023 года российские нефтегазовые компании являются недооцененными по сравнению с зарубежными компаниями. P/E российских публичных акционерных компаний в нефтегазовом секторе составил 8,89, а P/E зарубежных компаний – 41,06.

Согласно мультипликатору P/S, российские публичные акционерные компании в нефтегазовой отрасли также являются недооцененными по сравнению с зарубежными компаниями-аналогами, входящими в индекс S&P 500. Для российских публичных акционерных компаний считается нормой показатель меньше 2, а P/S ниже 1 указывает на недооцененность [127]. Таким образом, ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Газпром», ПАО АНК «Башнефть», ПАО «НК «Русснефть», ПАО «СН-МНГ» (Славнефть Мегионнефтегаз) можно считать недооцененными по сравнению с другими публичными российскими нефтегазовыми компаниями.

Еще одним важным индикатором для инвесторов является мультипликатор P/BV, или отношение капитализации и балансовой стоимости акционерного капитала (активы минус обязательства). Инвесторы стремятся приобретать компании с мультипликатором P/BV меньше единицы. По этому мультипликатору российские публичные акционерные компании также являются недооцененными, P/BV российских нефтегазовых компаний – 1,07, P/BV зарубежных нефтегазовых компаний, входящих в индекс S&P 500 – 2,16. Самое большое значение данного мультипликатора среди российских нефтегазовых компаний – у компаний ПАО «ЯТЭК» и ПАО «НОВАТЭК».

В целом, российские публичные акционерные компании являются недооцененными. Так как российские нефтегазовые публичные акционерные компании недооценены по сравнению с зарубежными компаниями-аналогами, входящими в индекс S&P 500, данные компании могут быть интересны «инвесторам в акции роста».

Таблица 46 – 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.
1	2	3	4	5	6	7	8	9
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», Славнефть Мегионнефтегаз	4,59	562,59	-9,10	0,60	0,50	0,00	-1,15
RNFT	ПАО «НК «Русснефть»	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
APC	Anadarko Petroleum Corp	56,20	32 129,09	-21,29	3,97	2,88	1,70	-5,90
ANDV	Andeavor	96,90	15 696,45	18,78	0,66	1,70	2,35	6,13
APA	Apache Corporation	37,73	15 066,28	-251,5	3,65	2,22	2,53	-3,72
BHGE	Baker Hughes, a GE Company	27,50	32 995,71	305,56	1,94	2,25	2,50	-0,31
COG	Cabot Oil & Gas	23,01	10 808,82	60,55	8,64	4,21	1,03	-0,92
CHK	Chesapeake Energy	2,82	2 626,10	4,70	0,41	1,84	0	-6,44
CVX	Chevron Corp.	112,30	218 978,82	27,52	1,65	1,71	3,89	4,85
XEC	Cimarex Energy	100,19	10 089,08	26,37	7,56	4,28	0,30	-4,64
CXO	Concho Resources	140,09	22 021,88	84,39	12,27	2,61	0	-11,04
COP	ConocoPhillips	53,24	65 482,46	72,93	2,08	2,16	2,05	-0,65
DVN	Devon Energy Corp.	34,94	19 317,38	23,93	2,07	2,85	0,65	-6,89
EOG	EOG Resources	101,04	61 164,03	246,44	8,02	4,55	0,63	-1,98
EQT	EQT Corporation	46,25	12 638,83	53,16	6,50	2,15	0,25	-2,69
XOM	Exxon Mobil Corp.	76,07	326 148,66	21,37	1,77	1,85	4,00	1,88
HAL	Halliburton Co.	47,41	43 356,56	38,86	2,14	4,74	1,45	-0,53
HP	Helmerich & Payne	64,87	7 345,24	-54,51	3,74	1,62	4,15	-1,20
HES	Hess Corporation	43	14 016,13	-9,33	3,78	1,08	2,27	-19,94
KMI	Kinder Morgan	16,80	38 612,71	25,07	2,82	1,07	2,89	0,01
MRO	Marathon Oil Corp.	15,68	13 875,01	-32	4,66		1,22	-2,65
MPC	Marathon Petroleum	62,79	31 633,74	16,06	0,43	2,43	2,83	6,85
NOV	National Oilwell Varco Inc.	32,64	12 940,10	-77,71	2,52	0,91	0,59	-6,40

Продолжение таблицы 46

1	2	3	4	5	6	7	8	9
NFX	Newfield Exploration Co	26,38	5 695,12	13,12	4,70	4,51	0	-6,50
NBL	Noble Energy Inc	25,43	13 177,33	105,96	4,70	1,44	1,48	-2,32
OXY	Occidental Petroleum	68,47	53 467,69	195,63	6,04		4,41	-0,75
OKE	ONEOK	54,40	21 988,47	34	2,62	4,03	5,44	1,66
PSX	Phillips 66	92,44	47 996,22	21,11	0,47	2,12	2,93	9,93
PXD	Pioneer Natural Resources	169,16	29 983,12	118,29	6,79	2,76	0,18	-3,39
RRC	Range Resources Corp.	12,82	3 255,59	35,61	1,96	0,59	0,61	-2,79
SLB	Schlumberger Ltd.	67,40	96 529,31	44,93	3,23	2,64	2,87	-1,08
FTI	TechnipFMC	29,10	14 163,06	18,77	1,56	1,06	1,71	0
VLO	Valero Energy	86,77	39 312,31	18,74	0,42	1,93	3,56	9,24
WMB	Williams Cos.	28,56	24 802,40	48,41	4,30	3,01	4	-0,57

Источник: составлено автором по материалам [105; 225].

С другой стороны, большинство таких компаний устойчивы, поэтому нефтегазовая отрасль интересна и «инвесторам в акции стоимости». Восстановлению рынка способствует высокая дивидендная доходность, возврат к публикации отчётности, значительный рост денежной массы и хорошие темпы ВВП и промышленного производства, а также рост цен на нефть, слабый рубль и сильная ценовая динамика на внутреннем рынке нефтепродуктов.

3.2 Формирование системы показателей в целях управления капитализацией публичной акционерной компании

Процесс формирования системы показателей важен для грамотного управления капитализацией публичной акционерной компанией. Несогласованные показатели могут привести к дисбалансу в деятельности компании, нечеткости в постановке корпоративных целей для компании. Грамотное построение системы показателей для управления капитализацией позволит заранее выявлять нефинансовые риски и разрабатывать меры предупреждения конфликтов. Общепринятой целью считается повышение капитализации, однако снижение капитализации или удержание также может

быть целью менеджмента, как, например, удержание курсовой стоимости акций внутри одного диапазона.

Предлагаемая система показателей в целях управления капитализацией российской публичной компании – ее повышения или снижения, или удержания на определенном уровне – основана на сбалансированной системе показателей эффективности организации (далее – ССП) с учетом анализа факторов, влияющих на капитализацию, и показателей, отражающих это влияние, проведенного во второй главе настоящей диссертации. ССП измеряет эффективность деятельности всей компании и является своеобразной системой стратегического планирования, в ее основе лежат КПЭ и стратегические цели. ССП объединяет в себе важнейшие задачи, целевые показатели и мероприятия, необходимые для достижения целей. Целевой результат определяется в соответствии с так называемыми перспективами: финансы, клиенты, бизнес-процессы, обучение и развитие персонала, описание составляющих ССП приводится в таблице 47.

Таблица 47 – Описание перспектив в концепции ССП

Перспектива	Описание
Финансы	В рамках данной перспективы обозначается необходимость наличия четких и своевременных данных об акционерном капитале компании, поддержка необходимого уровня и финансовых данных. Стоит учитывать сравнительные данные по затратам и оценивать риски
Клиенты	Под данной перспективой подразумевается клиентоориентированность компании и оценка удовлетворенности клиента в любой сфере. Компании следует постоянно анализировать виды клиентов, процессы, соответствие оказанных услуг или произведенных товаров ожиданиям покупателей, даже если в настоящее время опросы показывают, что клиенты удовлетворены качеством/ценой или другими факторами, важными для них
Бизнес-процессы	Подразумеваются внутренние бизнес-процессы
Обучение и развитие персонала	Обучение и развитие сотрудников способствует развитию корпоративной культуры. Для любой компании образованный персонал – основной ресурс, их развитие и совершенствование важно для компании. Развитие знаний и квалификации сотрудников важно в текущих условиях (технологические изменения)

Источник: составлено автором по материалам [10].

Под перспективой понимается направленность задач, целевых показателей и мероприятий; перспективы помогают установить причинно-следственные связи для стратегической карты.

Примечание – Система сбалансированных показателей эффективности организаций (Balanced Scorecard System) появилась в конце 1980-х – начале 1990-х гг. как инструмент стратегического управления динамично развивающимися компаниями. Разработана Робертом Капланом и Дэвидом Нортон [10].

Совместив сбалансированную систему показателей, ее основные этапы построения, принципы и показатели, и факторы, направленные на управление капитализацией, сформировали систему показателей в целях управления капитализацией публичных акционерных компаний, представленную в таблице 48.

Таблица 48 - Система показателей в целях управления капитализацией для российской публичной акционерной компании, торгующейся на российском фондовом рынке

Цель (Objective)	Показатели (Measures)	Целевое значение показателя (Target)	Мероприятия (Initiatives)
1	2	3	4
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 2 дней Снизить «текучесть персонала»	Применение метода организации производства «точно в срок» Изменение системы мотивации персонала
Бизнес-процессы			
Операционный менеджмент Инновационный процесс Регулирующий процесс	Чистый оборотный капитал (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 степень в рейтинге корпоративной прозрачности	Повышение прозрачности бизнеса Участие в рейтингах корпоративной прозрачности

Продолжение таблицы 48

1	2	3	4
Корпоративные действия и дивидендная политика			
Управление ликвидностью акции Поддержание курса акции Дивидендная политика	DPS, P/E, ROE, P/E, 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 [10].

Учитывая преимущества и ограничения ССП, система показателей представляет собой своего рода каркас (набор опций) ключевых перспектив и показателей, которые рекомендуется применять компаниям в целях управления капитализацией. Предлагается дополнить ССП рядом перспектив и показателей, которые важны для учета влияния действий менеджмента на капитализацию компании. В разработанной в данном исследовании системе показателей выделены необходимые перспективы и необходимый минимум ключевых показателей, определенных на основе эмпирических исследований второй главы и отражающих динамику капитализации компании. Однако компания может дополнять показатели, основываясь на своих стратегических целях, задачах и видении. Оставив три основные перспективы ССП без изменений – финансы, бизнес-процессы, обучение и развитие, – скорректировали перспективу клиенты на стейкхолдеры и добавили три новые: коммуникация с инвесторами и защита их прав, корпоративные действия и дивидендная политика. Описание скорректированных и введенных перспектив представлено в таблице 49.

Таблица 49 – Описание скорректированных и введенных перспектив в системе показателей

Перспектива	Описание
Стейкхолдеры	Под данной перспективой подразумевается ориентация компании на удовлетворение интересов всех стейкхолдеров – покупателей, менеджмента, персонала, поставщиков
Коммуникация с инвесторами и защита их прав	В рамках данной перспективы обозначается необходимость грамотной коммуникации между инвесторами и менеджментом для более полного информирования инвесторов о состоянии дел в компании. Также важна защита прав инвесторов
Корпоративные действия и дивидендная политика	Обозначается необходимость проведения корпоративных действий и изменения дивидендной политики для управления капитализацией

Источник: составлено автором на основе параграфа 2.4.

Далее характеризуется каждая перспектива с выделением возможных задач, показателей и их целевых значений, а также необходимых мероприятий. Ориентируясь на данные перспективы, менеджмент компании может самостоятельно построить и внедрить систему показателей в целях управления капитализацией, используя предложенные показатели и добавляя собственные на основе стратегического видения. Данные перспективы подходят для каждой компании, но в данном исследовании основывались именно на производственной российской публичной акционерной компании.

Примечание – Видение – четко сформулированное описание, какой должна стать компания в будущем, а также основных путей достижения этого.

Перспектива «Финансы» позволяет ответить менеджменту компании на вопрос: «Какие цели должны быть достигнуты в области финансов, чтобы были удовлетворены акционеры и инвесторы?»

Важно знать величину показателя, которые компании следует включить в систему показателей в целях управления капитализацией. Компании следует провести свой анализ влияния значений показателя на значения капитализации. Подразумеваются как показатели на акцию, так и общие показатели из Отчета о финансовых результатах.

Для производственной компании важно значение чистой прибыли, выражающееся в разнице между выручкой и издержками. Учитывая, что в прогнозах аналитиков указывается чистая прибыль и инвесторы следят за динамикой чистой прибыли, что отмечено в новостных факторах в параграфе 1.4, компании следует учитывать динамику данного показателя, что, однако, не значит, что менеджменту следует манипулировать отчетностью с целью поддержания капитализации на определенном уровне.

Еще одним важным показателем в рамках перспективы финансы с точки зрения управления капитализацией является показатель EPS, контролируемый с учетом количества акций в обращении. Данный показатель оказался значим на основе эмпирического исследования влияния показателей на

капитализацию. Предлагаем учитывать значения показателя EPS в двух формах: чистый прирост/снижение значения EPS, не учитывая изменения количества акций в обращении, то есть на сколько бы вырос EPS, если бы количество акций в обращении не изменилось и второй вариант показателя – EPS с учетом изменения количества акций в обращении. Это предлагается для оценки отдельного чистого эффекта деятельности компании. Также компания может выбрать контролировать показатель разводненной прибыли на акцию (diluted EPS).

Также стоит учитывать показатель объема активов – итоговое значение активов из Баланса в финансовой отчетности. Объем активов оказывает значительное влияние на капитализацию. Как правило, чем крупнее компания с точки зрения активов, тем значительнее капитализация компании.

Однако рост компании должен быть финансово устойчивым. В зависимости от того, что компания понимает под ростом – рост выручки или рост чистой прибыли – существуют различные модели определения возможных устойчивых темпов роста, и в качестве основы для них всех применяется финансовая устойчивость. Компания может выбрать любую из имеющихся моделей устойчивого роста, однако компания должна следить за финансовой устойчивостью компании, например, компании следует оценивать показатели ликвидности и долговой нагрузки. Это также интересует акционеров и инвесторов.

В рамках перспективы финансы предлагаем компании определять цели на основе следующих направлений, но более четко их формулируя и учитывая специфику компании: 1) структура издержек; 2) прибыль; 3) активы; 4) финансовая устойчивость. В качестве показателей предлагаем в системе показателей с целью управления капитализацией использовать EPS, значение чистой прибыли, балансовое значение активов, долговую нагрузку. Из перечисленных показателей влияющими на капитализацию являются EPS и балансовое значение активов, однако за значением чистой прибыли и показателями долговой нагрузки инвесторы также внимательно следят.

В рамках исследования не предлагаем численные значения показателей, так как они индивидуальны для каждой компании, но предполагаем, что показатели должны показывать рост, кроме показателей долговой нагрузки, которые должны быть устойчивыми или снижаться.

В качестве предлагаемых мероприятий могут выступать внедрение новых продуктов, расширение производства и сделки слияний и поглощений. В случае сделок слияний и поглощений следует делать приобретения, которые максимизируют ожидаемую стоимость, однако крупное приобретение может создать или уничтожить стоимость быстрее, чем любая другая корпоративная деятельность. Ориентированные на ценности руководители и советы директоров также тщательно оценивают риск того, что ожидаемый синергетический эффект может не реализоваться.

Перспектива «Стейкхолдеры». В качестве стейкхолдеров определены клиенты, поставщики, менеджмент и персонал. Целью управления стейкхолдерами на основе системы показателей следует выбрать создание мотивационных стимулов для преобразования краткосрочных интересов в долгосрочные. У каждого стейкхолдера свои интересы в компании. Например, для клиентов показателем может являться скорость доставки, для персонала – «текучесть» персонала. Для клиентов важны такие переменные, как качество продуктов, цена на продукты компании. Для поставщиков важна скорость доставки, условия финансирования. При работе с менеджментом важны условия оплаты труда, мотивационные программы. Для персонала важны также условия оплаты труда и стабильность.

Определив необходимые показатели, компании следует определить целевое значение показателей с учетом динамики показателей и отраслевых средних значений показателей. На основе выбранных показателей компания определяет необходимые мероприятия. Например, это может быть применение метода организации производства «точно в срок» или изменение системы мотивации персонала. Следует вознаграждать генерального директора и других руководителей высшего звена за выдающиеся

долгосрочные результаты. Компании нуждаются в эффективных стимулах оплаты труда на всех уровнях, чтобы максимизировать потенциал для достижения более высокой капитализации компании в долгосрочном периоде.

Опционы на акции не всегда подходят для этих целей. Этот вариант является несовершенным средством мотивации долгосрочного, максимизирующего ценность поведения. Во-первых, стандартные опционы на акции вознаграждают производительность значительно ниже уровня высшей доходности. В 1990-е годы стало очевидно, в условиях растущего рынка руководители компаний получают выгоду от любого повышения цены акций – даже существенно ниже прибыли, полученной их конкурентами или широким рынком. Во-вторых, типичный период инвестирования в три-четыре года в сочетании со склонностью менеджмента к досрочной реализации опционов значительно снижает долгосрочную мотивацию, которую должны обеспечивать опционы. Например, примерно треть всех опционов, которыми владели американские топ-менеджеры, были ниже цены страйка в 1999 году в разгар бычьего рынка. Но предполагаемые средства правовой защиты – увеличение денежной компенсации, предоставление ограничений или снижение цены исполнения существующих опционов – являются недружественными ответами акционеров.

Компании, стремящиеся к управлению капитализацией, могут преодолеть недостатки стандартных опционов на акции сотрудников, приняв либо дисконтированный план индексированных опционов, либо план дисконтированного риска акционерного капитала (DERO). Индексированные опционы вознаграждают руководителей только в том случае, если акции компании опережают индекс конкурентов компании, а не просто потому, что рынок растет. Чтобы обеспечить руководству постоянный стимул к максимизации капитализации, компании могут снизить цены исполнения индекслируемых опционов, чтобы руководители получали прибыль от уровней производительности, скромно ниже индекса. Компании могут устранить другой недостаток стандартных опционов – слишком короткие периоды

владения, - продлив сроки инвестирования и потребовав от руководителей удерживать значимую долю акций, которые они получают от реализации своих опционов. Более подробно система мотивации рассмотрена в следующем параграфе.

Перспектива «Бизнес-процессы». С точки зрения этой перспективы важны следующие аспекты стратегии компании: бизнес-процессы должны максимально соответствовать требованиям современности и должны обеспечивать высокий уровень качества произведенных товаров. Цели данной перспективы связаны с процессами операционного менеджмента, инновационными, регулируемыми и экологическими процессами. В рамках данной перспективы компания имеет возможность управлять следующими показателями, как, например, чистый оборотный капитал (NWC), показатели оборачиваемости и экологические показатели. Целевые значения показателей должны показывать рост, однако должно быть снижение выбросов, например, в рамках экологических показателей.

В качестве мероприятий предлагается участие в экологических рейтингах и оптимизация бизнес-процессов, которую можно обозначить как операционные улучшения или операционную эффективность. Оптимизация бизнес-процессов является одним из источников создания стоимости для акционеров, а значит может способствовать управлению капитализацией компании. Операционное улучшение может быть рассмотрено по нескольким направлениям, можно выделить ряд направлений, от интеграции крупного приобретения в рамках сделки слияния и поглощения до повышения эффективности работы отдела продаж, снижения накладных расходов, оптимизации финансовой отчетности и систем управленческой информации. Краткая характеристика направлений оптимизации бизнес-процессов представлена в таблице 50.

Каждая область может потенциально привести к повышению капитализации. Обновление ИТ-системы хотя и является важным фактором для бизнес-операций и сохранения конкурентоспособности, скорее всего

будет способствовать больше сохранению, чем созданию стоимости компании, улучшение эффективности менеджеров по продажам, с другой стороны, приведет сразу же к повышению стоимости и соответственно капитализации компании. Однако каждая из этих областей, по всей вероятности, потребует различной степени внимания со стороны менеджмента и повлечет за собой различные уровни сложности осуществления и риска осуществления.

Таблица 50 – Описание важных для компании бизнес-процессов

Бизнес-процесс	Описание
1	2
Интеграция с приобретенной компанией после совершения сделки слияния и поглощения	Интеграция после сделок слияния и поглощения является важным элементом прироста стоимости объединенной компании и соответственно капитализации
Заккрытие производственных цехов, их релокация	Заккрытие убыточных производственных цехов, их релокация позволяет компании сосредоточиться на деятельности, генерирующей прибыль, и повысить стоимость для акционеров – капитализацию
Изменения производственных процессов	Часто изменение производственных процессов позволяет улучшить структуру расходов или повысить эффективность производственного процесса
Применение принципов бережливого производства (Lean)	Подход к управлению организацией, направленный на повышение качества работы за счет сокращения потерь. Этот подход распространяется на все аспекты деятельности – от проектирования и производства, до сбыта продукции
Сокращение выбросов и побочных продуктов производства	Сокращение выбросов позволяет вести более экологичную деятельность, что, как выявлено в параграфе 2.4, приводит к росту капитализации
Применение аутсорсинга	Для ряда компаний применение аутсорсинга в некоторых областях более выгодно для компании
Сокращение накладных расходов	Сокращение накладных расходов снижает расходы
Оптимизация поставок	Бизнес-стратегия, которая позволяет обеспечить эффективность управления финансами, материальными и информационными потоками. Результатом такой оптимизации будет синхронизация всех процессов
Снижение закупочных расходов	В целом расходы на приобретение товаров и услуг составляют до 70% совокупных затрат компании, поэтому руководители прекрасно знают о том, что оптимизация закупок может обеспечить повышение прибыли
Изменение ценовой политики	Ценовая политика фирмы формируется в рамках общей стратегии фирмы и включает ценовую стратегию и тактику ценообразования
Изменение канала закупок и поставок	Приводит к снижению расходов и более эффективному закупочному процессу
Улучшение эффективности менеджеров по продажам	Влияет на продажи менеджеров
Изменение маркетинговой стратегии	Позволяет лучше проводить рекламную кампанию и найти лучший сегмент рынка
Применение политики – «клиент на первом месте»	Позволяет удерживать клиента и увеличивать выручку
Оптимизация логистики	Позволяет снизить расходы
Обновление ИТ-систем	Улучшает качество ИТ-систем

Продолжение таблицы 50

1	2
Продажа недвижимости	Продажа неоперационной недвижимости повышает прибыль компании
Изменение страховой, налоговой политики	Оптимизирует расходы
Изменения в отчетности	Улучшает и оптимизирует правила учета в компании, может привести к росту прибыли

Источник: составлено автором по материалам [26].

Программа снижения закупочных расходов должна иметь относительно низкий уровень риска осуществления изменения и потребует меньше времени для менеджмента по сравнению, например, с решением о внедрении бережливого производства. Различные мероприятия по совершенствованию операционной деятельности могут иметь очень разные последствия с точки зрения того, как они могут восприниматься внутри и вне бизнеса. Повышение энергоэффективности, скорее всего, будет положительно воспринято как сотрудниками фирмы, так и ее акционерами. Напротив, аутсорсинг производства может иметь серьезные последствия для HR и связей с общественностью.

Также, для руководства акционерной компании важную роль играет информация, позволяющая выносить обоснованные суждения. Для этого требуются четыре набора диагностических инструментов: базовая информация, информация о производительности, информация о компетентности и информация о распределении ограниченных ресурсов. Вместе они составляют набор инструментов руководителя для управления фирмой [164].

Хотя все области улучшения операционных бизнес-процессов способствуют повышению капитализации компании, менеджменту следует быть выборочными в отношении областей улучшения и сосредоточиться на трех или четырех областях максимум в первый период времени. Попытки справиться с чем-либо большим, чем это, перегружают менеджмент и приводят к плохим результатам. Как только начальные области будут

охвачены и программы будут реализованы, дальнейшие улучшения могут быть осуществлены на других областях.

Менеджменту следует также проанализировать текущую операционную модель, выявить сильные стороны и рассмотреть меры, которые могут привести к постоянному высвобождению денежных средств или повышению рентабельности по EBITDA, которым ранее не уделялось особого внимания. Типичными примерами могут служить контроль за оборотным капиталом и принятие более сложных стратегий ценообразования.

Сегодня менеджмент компаний также озабочен реализацией стратегии устойчивого развития. Но институциональные инвесторы часто сопротивляются, поскольку инициативы в области устойчивого развития (иначе называемые ESG, или экологическая подотчетность, социальная ответственность и корпоративное управление) могут потребовать инвестиций без гарантии соответствующей отдачи.

Таким образом, большой вопрос заключается в том, как ESG повлияет на цену акций. Очевидно, что восприятие и поведение инвесторов напрямую влияет на это. Поведение инвесторов обычно измеряется кратностью прибыли, которая затем умножается на прибыль на акцию или прибыль до вычета процентов, налогов, амортизации и амортизации (EBITDA) для расчета влияния оценки. Было показано, что мультипликаторы прибыли реагируют на многие факторы, включая рост, дивиденды и эффективность ESG. Однако многие компании просто игнорируют эти представления инвесторов.

Начиная с основных расчетов по оценке денежных потоков, можно определить ставку дисконтирования для конкретной компании. Ставка дисконтирования, или стоимость капитала, может быть определена как ставка, которая приравнивает текущую цену акций к текущей стоимости потока ожидаемых денежных потоков. Компания, известная тем, что не проводит политику ESG, вероятно, будет иметь более низкие акции, что приведет к более высокой ставке дисконтирования. И наоборот, компания, которая проводит привлекательную политику ESG и инвестиции, торгуется с премией

по мере роста институционального спроса. Это затем будет отражено в более низкой ставке дисконтирования.

Когда корпоративное руководство понимает, как инициативы ESG могут повлиять на стоимость акций компании, это позволяет ему принимать более эффективные инвестиционные решения. Руководство может столкнуться с необходимостью принятия решения об инвестировании средств в устойчивое развитие для улучшения конкретного процесса. Это может не привести к приемлемой доходности, основанной на обычных финансовых показателях, таких как ROI или внутренняя норма прибыли (IRR). Но результирующее повышение цены акций дает другую, более точную картину акционерной стоимости, так как этот шаг приводит к улучшению восприятия его усилий по обеспечению устойчивости. Также ESG факторы приводят к росту капитализации.

Перспектива «Обучение и развитие». Вследствие быстрых перемен и конкуренции между компаниями для производственной компании особое значение приобретает постоянное повышение квалификации работников в системе послевузовского образования. Цели данной перспективы состоят в повышении интеллектуального капитала рабочих и менеджмента компании, другими словами, в накоплении и применении новых знаний. Показателем может стать, например, количество тренингов и любой другой показатель важный и показывающий эффективность обучения персонала, а целевое значение показателя должно показывать положительную динамику, если рост показателя свидетельствует об улучшении ситуации, и наоборот, значение должно снижаться, если снижение показателя свидетельствует об улучшении. В качестве мероприятий для данной перспективы можно предложить проведение тренингов персонала и внедрение «базы знаний».

Перспектива «Коммуникация с инвесторами и защита их прав». Задачами здесь являются создание службы по связям с инвесторами и механизма защиты их прав компанией. Выстраивание отношений с инвесторами способствует более справедливой торговле акциями компании

посредством распространения ключевой информации, которая позволяет инвесторам определить, является ли компания хорошей инвестицией. IR-отделы являются подразделениями отделов по связям с общественностью (PR) и работают для общения с инвесторами, акционерами, государственными организациями и общим профессиональным финансовым сообществом. Прежде всего, инвесторы ищут надежных, организованных и прозрачных учредителей, и они должны доверять менеджменту компании. Когда дело доходит до общения с инвесторами, общение менеджмента должно быть ясным, кратким и последовательным во всем, что менеджмент сообщает.

Эффективное корпоративное управление, особенно защита прав акционеров, имеет решающее значение для привлечения капитала. Чрезвычайно важной предпосылкой для привлечения инвестиций является обеспечение равного отношения ко всем акционерам, резидентам и нерезидентам, государственным и частным, независимо от государственной политики в области иностранных инвестиций. Федеральный закон «Об акционерных обществах» предоставляет всем акционерам определенные основные права, при этом права миноритарных акционеров в соответствии с данным законом ограничены. Способ усиления прав миноритарных акционеров - через устав или акционерное соглашение.

Так как показатели отражают количественно измеримые данные, не смогли найти показателей, отражающих качество защиты инвесторов на уровне компании, однако компания, например, может проводить опросы акционеров и инвесторов. Предлагаем кампании как отражение работы IR повышать корпоративную прозрачность и таким образом снижать информационную асимметрию между менеджментом и акционерами и инвесторами. Целевым значением такого показателя может являться определенная ступень в рейтинге корпоративной прозрачности.

В отношении мероприятий предлагаем мероприятия, направленные на повышение прозрачности бизнеса и участие в рейтингах корпоративной прозрачности.

Корпоративная прозрачность рассматривается не только с точки зрения прозрачности бизнес-процессов внутри фирмы, учитывается также прозрачность в публикуемой финансовой отчетности. Чем меньше информации публикует компания, тем меньше уверенности у инвесторов. Когда финансовая отчетность непрозрачна, инвесторы никогда не могут быть уверены в реальных фундаментальных показателях компании и истинном риске. Перспективы роста фирмы связаны с тем, как она инвестирует. Трудно оценить инвестиционную эффективность компании, если ее инвестиции направляются через холдинговые компании. Отсутствие прозрачности может также скрыть уровень задолженности компании, в связи с этим, инвесторы не могут оценить степень своего риска банкротства. Также корпоративная прозрачность благоприятна и для корпоративной культуры компании. Можно выделить следующие преимущества корпоративной прозрачности:

- корпоративная прозрачность создает доверие инвесторов и сотрудников. Когда прозрачность будет создана в корпоративной культуре, сотрудники будут более вовлечены и привержены видению компании;
- корпоративная прозрачность повышает производительность труда;
- корпоративная прозрачность укрепляет инновационный подход в компании и способствует созданию инноваций.

Для корпоративной прозрачности с точки зрения сотрудников можно дать следующие рекомендации, следует:

- инвестировать в персонал для их максимального развития;
- убедиться, что текущие политики и процедуры соответствуют действительности;
- отказаться от полного контроля и стратегически использовать сильные стороны людей как команды;
- делиться информацией заранее.

Отношения с инвесторами очень важны для создания стоимости и управления капитализацией. IR объединяет финансы, коммуникацию и маркетинг для эффективного управления потоком информации между публичной компанией, ее инвесторами и заинтересованными сторонами.

Инвесторы играют важную и жизненно важную роль в успехе и росте компании. Именно поэтому для компаний крайне важно поддерживать прочные, прозрачные отношения с инвесторами.

Основными целями специалистов по связям с инвесторами являются:

- дать возможность компании достичь оптимальной цены акций, которая отражает фундаментальную стоимость компании;
- представление интересов компании перед инвесторами и представление интересов инвесторов перед компанией;
- своевременное и точное предоставление финансовой информации инвесторам (розничным и институциональным);
- предоставление нефинансовых данных для поддержки оценки компаний;
- соблюдение требований законодательства и этических норм;
- представление отзывов инвесторов руководству и совету директоров компании;
- создание восприимчивых рынков капитала для будущего финансирования на выгодных условиях.

Перспектива «Корпоративные действия и дивидендная политика». Корпоративным действиям и в том числе дивидендной политике как факторам, влияющим на капитализацию, уделялось значительное внимание в первой главе диссертации. Связываем цели в рамках данной перспективы с управлением ликвидностью акции, поддержанием курса акции и дивидендной политикой.

Анализ дивидендной политики на стоимость акции и капитализацию был проведен в первой главе. Акции, которые выплачивают постоянные

дивиденды, пользуются популярностью среди инвесторов. Хотя дивиденды по обыкновенным акциям не гарантируются, многие компании гордятся тем, что щедро вознаграждают акционеров постоянными, а иногда и увеличивающимися, дивидендами каждый год. Компании, которые делают это, воспринимаются инвестиционным сообществом как финансово стабильные, а финансово стабильные компании делают хорошие инвестиции, особенно среди инвесторов, которые, скорее всего, выиграют от дивидендных выплат. Когда компании демонстрируют стабильную дивидендную историю, они становятся более привлекательными для инвесторов. По мере того, как все больше инвесторов покупают акции, чтобы воспользоваться этим преимуществом владения акциями, цена акций естественным образом растет, тем самым укрепляя веру в то, что акции сильны. Если компания объявляет о более высоких, чем обычно, дивидендах, общественное мнение имеет тенденцию расти. И наоборот, когда компания, которая традиционно выплачивает дивиденды, выдает дивиденды ниже обычных или вообще не выплачивает их, это может быть истолковано как признак того, что компания переживает трудные времена. Истина может заключаться в том, что прибыль компании используется для других целей – например, для расширения финансирования, – но восприятие ситуации рынком всегда сильнее, чем истина. Многие компании упорно трудятся, чтобы выплачивать постоянные дивиденды, чтобы не пугать инвесторов, которые могут увидеть пропущенные дивиденды как мрачное предчувствие.

Объявление дивидендов, естественно, побуждает инвесторов покупать акции. Поскольку инвесторы знают, что они получают дивиденды, если они купят акции до даты экс-дивидендов, они готовы платить премию. Это приводит к росту цены акций в дни, предшествующие дате выплаты дивидендов. В общем случае прирост примерно равен сумме дивидендов, но фактическое изменение цены основано на рыночной активности и не определяется каким-либо управляющим субъектом.

Хотя дивиденды в виде акций не приводят к какому-либо фактическому увеличению стоимости для инвесторов в момент выпуска, они влияют на цену акций аналогично денежным дивидендам. После объявления дивидендов в виде акций цена акций часто повышается. Однако, поскольку дивиденды в виде акций увеличивают количество акций, находящихся в обращении, в то время как стоимость компании остается стабильной, они разбавляют балансовую стоимость одной обыкновенной акции, и цена акций соответственно снижается. Как и в случае с денежными дивидендами, небольшие дивиденды по акциям могут легко остаться незамеченными.

В качестве показателей в рамках перспективы «Корпоративные действия и дивидендная политика» определены следующие: DPS, P/E, D/Y, изменение стоимости акций, темп роста дивидендов.

В качестве целевых значений показателей предлагаем рост DPS и поддержание P/E. При этом следует обратить внимание, что P/E зависит от трех переменных: выплаты дивидендов, темпов роста и стоимости привлечения капитала. Стоимость привлечения капитала учитывает риск инвестиций и деятельности компаний. При прочих равных условиях, чем выше дивиденды компании и чем выше темп их роста при низком риске (бете) сектора оперирования компании, тем выше P/E компании. И наоборот, при низких дивидендах, низком росте дивидендов и оперировании в высокорисковом секторе у компании будет низкий P/E.

В качестве мероприятий предложено повышение дивидендов, обратный выкуп акций, IPO, консолидация и дробление акций.

Таким образом, все элементы системы показателей в целях управления капитализацией связаны между собой. Первые четыре перспективы направлены на внутрифирменные изменения в целях роста/поддержания/снижения капитализации. Последующие два – направлены на действия, связанные с рынком ценных бумаг и реализуемые исходя из интересов акционеров. Например, коммуникация с инвесторами позволяет эффективно передавать информацию инвестиционному сообществу и

управлять информационным потоком, таким образом уменьшая информационную асимметрию между менеджментом и акционерами/потенциальными инвесторами. Реализация корпоративных действий и изменение дивидендной политики позволяют управлять ликвидностью акций и поддерживать курс на уровне, интересном для инвесторов.

Предлагаются следующие основные этапы создания и реализации системы показателей в целях управления капитализацией:

- поставить перед топ-менеджментом компании стратегическую задачу по управлению капитализацией;
- разработать программу мероприятий по каждой перспективе системы показателей отдельно;
- составить план реализации каждого мероприятия;
- сформировать список показателей, которые будут отвечать на вопрос, насколько хорошо реализуется конкретное мероприятие.

3.3 Разработка программы вознаграждения руководства акционерной компании

Система вознаграждения руководства компании занимает одно из центральных мест в вопросе долгосрочного развития компании и управления капитализацией. Под руководством понимаем топ-менеджмент и Совет директоров. Как определено в параграфе 2.4. капитализация влияет на вознаграждение топ-менеджмента компании, способствуя достижению краткосрочных целей компании. Для целей управления капитализацией в долгосрочной перспективе компании следует продумать КПЭ.

Разработана программа вознаграждений топ-менеджмента и Совета директоров, которую можно применять в производственной отрасли. Предложена система выплаты краткосрочного и долгосрочного

вознаграждения по итогам выполнения ключевых показателей эффективности (КПЭ) для руководителей уровня директора департамента и выше и для Совета директоров и топ-менеджмента, целевая структура премирования (STI, LTI).

В исследовании уделено внимание формированию программы вознаграждения топ-менеджмента и Совета Директоров. Программы вознаграждения отличаются в разных странах и зависят от правовой основы в стране – возможности акционеров утверждать и влиять на вознаграждение Совета Директоров и топ-менеджмента: от передачи вопроса полностью в руки Общего собрания акционеров до отказа от формальной роли акционеров. Регламентирующими документами в России, связанными с созданием, функционированием Совета Директоров и топ-менеджмента являются: Гражданский кодекс Российской Федерации, федеральные законы «Об обществах с ограниченной ответственностью», «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», информационные письма Банка России и другие нормативные акты, учитываются положения «Кодекса корпоративного управления» [27-30; 34-35].

Отметим, что при формировании программы вознаграждения необходимо определить и учитывать, как риски отражаются на структуре вознаграждения и, что не менее важно, на показателях вознаграждения. Это не простой процесс, так как существует информационная асимметрия между Советом Директоров и топ-менеджментом, причем последние имеют большее понимание движущих сил выбранных показателей вознаграждения. При формировании программы вознаграждения также необходимо уделить внимание тому, как механизмы вознаграждения и стимулирования согласуются с долгосрочными интересами компании [114].

Как правило, возможности законодательных и регулирующих органов влиять на результаты вознаграждения жесткими средствами весьма ограничены, и очень немногие юрисдикции законодательно закрепили конкретные меры по контролю за уровнем вознаграждения руководителей или директоров. Если рынок найма топ-менеджмента носит международный и

высоко конкурентный характер, внутрифирменные факторы могут снизить эффективность потолка вознаграждения или контроля заработной платы. Отраслевые ограничения по вознаграждению могут тоже быть малоэффективны и приводить к искажениям на рынке вознаграждения, если есть переток между секторами.

Распространено мнение, что структуры и уровни вознаграждения в фирмах с контролирующим акционером и в юрисдикциях, где преобладают контролирующие акционеры, менее агрессивны, чем в компаниях и юрисдикциях, характеризующихся распределенным владением акциями. Это согласуется с гипотезой управленческой власти, поскольку в контролируемых фирмах владельцы имеют сильные интересы в результатах оплаты труда, более сильную переговорную позицию по отношению к руководителям по сравнению с компаниями с распределенной собственностью и потенциально более равное понимание движущих сил эффективности компании. В контролируемых компаниях в советах директоров часто доминируют директора, связанные с контролирующими акционерами, и им не хватает возможностей осуществлять независимый надзор за процессом определения вознаграждения. Аналогичным образом, утверждение акционерами вознаграждения может быть формальностью в присутствии контролирующих акционеров. Россия как раз относится к стране с контролирующими акционерами [20].

Ключевая задача для советов директоров состоит в том, чтобы понять, как риски отражаются на структуре вознаграждения и, что не менее важно, на показателях вознаграждения.

Активное вовлечение акционеров может обеспечить надежную функцию мониторинга роли советов директоров в процессе вознаграждения. Правовые рамки разных стран сильно различаются по степени, в которой акционеры имеют право голоса при определении вознаграждения директоров и исполнительных органов/влиянии на него, от передачи вопроса полностью в

руки общего собрания до не предоставления акционерам никакой официальной роли.

Механизмы обязательного голосования (mandatory voting) более распространены в странах с контролирующими акционерами, при этом необязательные голоса (или отсутствие голосования (non-binding votes) являются нормой в странах с распределенной структурой владения акциями (dispersed shareholding).

Банк России в 2017 году выпустил рекомендации по структуре раскрываемых сведений о вознаграждении [35]:

- 1) Политика по вознаграждению (Как? Каким образом?):
 - Общие сведения о политике по вознаграждению;
 - Основные изменения в политике по вознаграждению в отчетном периоде;
 - Ключевые (основные) принципы политике по вознаграждению;
 - Структура вознаграждения (фиксированное вознаграждение, переменное вознаграждение, выходные пособия и компенсации исполнительным органам и ключевым работникам).
- 2) Размер вознаграждения (Сколько?):
 - Суммарный размер вознаграждений по членам органов управления и ключевым работникам;
 - Индивидуальный размер вознаграждений;
 - Имущественная (материальная) выгода, получаемая членами органов управления общества на основании заключенных с ними договоров.

Приступая к разработке программы вознаграждения топ-менеджмента следует начать с формирования структуры управления вознаграждением топ-менеджмента и Совета директоров.

Кодекс корпоративного управления предлагает создание ряда нескольких возможных комитетов Совета директоров. Решение о создании таких комитетов входит в компетенции Совета директоров. На основе

функций Совета директоров, указанных в уставе или регулирующем деятельность Совета директоров внутреннем документе общества, Кодекс корпоративного управления рекомендует предусмотреть необходимость создания комитета по аудиту, комитета по номинациям (назначениям), комитета по вознаграждениям и комитета по стратегии. Возможно также создание и других комитетов.

Как правило, в российских компаниях обычно создаются три комитета: по стратегии, по аудиту, а также по кадрам и вознаграждениям. Также, в некоторых компаниях создаются отдельные комитеты - по рискам, по финансам/бюджету, комитет по этике и пр. Рекомендуем утвердить внутренние документы, определяющие задачи каждого комитета, порядок их формирования и работы [32].

В компании должна быть проведена методическая работа по разработке следующих документов: а) приказ о создании комитетов; б) приказ о взаимодействии комитетов; в) политика по вознаграждению и возмещению расходов (компенсаций) (далее – Политика); г) положение по вознаграждению и возмещению расходов (компенсаций).

Например, в Группе «М.Видео-Эльдорадо» (ПАО «М.Видео») в «Положении о комитете по вознаграждениям и назначениями» указано, что «комитет осуществляет надзор за раскрытием информации о политике и практике вознаграждения и о владении акциями Общества членами Совета директоров, а также членами коллегиального исполнительного органа Общества и Генеральным директором Общества в годовом отчете и на корпоративном сайте в сети Интернет» [79].

Определив организационную структуру для контроля за материальной стороной мотивации топ-менеджмента следует переходить к определению системы выплаты краткосрочного и долгосрочного вознаграждения по итогам выполнения ключевых показателей эффективности (далее – КПЭ).

В рамках разработки новой стратегии компании рост капитализации должен быть сохранен в качестве ключевого стратегического вектора, кроме

того должна быть разработана новая мотивационная программа для высшего менеджмента и Совета директоров, включая вариант выплаты вознаграждений менеджменту или их части акциями компании.

Существуют неотъемлемые проблемы со многими инструментами оплаты труда, основанными на результатах деятельности (performance-based payments), как средством приведения менеджеров в соответствие с долгосрочными интересами акционеров. Такие инструменты, как опционы, имеют асимметричный профиль риска и могут привести к чрезмерному принятию риска. Хотя выплаты на основе акций (share-based payments) часто упоминаются в качестве предпочтительного средства согласования интересов руководства и акционеров, создаваемые ими стимулы существенно различаются в зависимости от таких факторов, как сроки передачи прав и цены. Например, там, где вознаграждение, основанное на акциях, составляет значительную часть общего вознаграждения, это может привести к чрезмерному нежеланию руководства рисковать.

Уровень выплачиваемого вознаграждения должен быть достаточным для привлечения, мотивации и удержания лиц, обладающих необходимой для компании компетенцией и квалификацией.

Для построения Политики следует первоначально определиться со структурой вознаграждения топ-менеджмента и Совета директоров, которое должно включать как краткосрочную, так и долгосрочную часть, которые должны зависеть от измеримых результатов. Фиксированная часть состоит из должностного оклада, в нее также могут входить доплаты за исполнение обязанностей других временно отсутствующих руководящих работников. Переменная часть состоит из годовых премиальных выплат, а также может включать единовременные премиальные и иные выплаты и целевые премиальные выплаты. Переменная часть составляет значительную долю годового вознаграждения и, в свою очередь, включает краткосрочный и долгосрочный компоненты.

Директора должны получать адекватную компенсацию с учетом рыночных ставок, навыков, ценности для организации и рисков деятельности. В таблице 51 отражена структура вознаграждения Совета директоров компании.

Таблица 51 – Структура вознаграждения Совета директоров компании

Элементы системы мотивации Совета Директоров	Роль каждого элемента с учетом приоритетов стратегии	Как и кем устанавливается
1	2	3
Фиксированное вознаграждение (оклад и льготы)	Мотивация за уровень обязанностей	Рыночный уровень
Переменное вознаграждение. Переменное квартальное и годовое вознаграждение (премии по КПЭ)	Сосредоточить внимание исполнительных директоров на достижении сложных годовых целей, касающихся деятельности компании. Элемент отсрочки обеспечивает сосредоточенность на долгосрочных бизнес-целях	Выплата определяется исходя из результатов деятельности, оцениваемых в течение одного финансового года на основе финансовых и стратегических показателей эффективности КПЭ – исходя из бюджета и стратегии Максимальная возможность в отношении финансового года составляет 150% от базового оклада. КПЭ устанавливаются Комитетом по кадрам и вознаграждению и каскадируются на следующие уровни
Переменное вознаграждение. Долгосрочная программа мотивации (на 3 года)	Присуждение акций (Award) может производиться ежегодно в соответствии с Долгосрочной программой мотивацией Компании. Премии будут выдаваться в виде условных акций или опциона с нулевой стоимостью. Награды присуждаются по истечении периода работы, составляющего не менее трех лет, при условии удовлетворения показателями эффективности и продолжения работы в компании	Максимальная премия LTIP за финансовый год составит 250% от заработной платы
Выходные пособия и компенсации исполнительным органам	Сосредоточить внимание исполнительных директоров на достижении сложных годовых целей, касающихся деятельности компании	Рыночный уровень

Источник: составлено автором по материалам [55; 65].

Структуры стимулирования Совета директоров должны отличаться от структур стимулирования людей, нанятых для управления, учитывая отличный характер этих двух органов. Следует избегать краткосрочной компенсации, основанной на результатах. Организации должны иметь официальную и прозрачную процедуру утверждения политики вознаграждения и льгот своих директоров, включая любые долгосрочные поощрения, выплачиваемые акциями или основанные на долевом участии. Директору доступ к вознаграждению в акциях должен быть разрешен только после истечения срока, установленного для менеджеров. Суммы компенсации и политика должны быть предложены Правлением и представлены на утверждение Общему собранию [208].

В таблице 52 отражена структура вознаграждения топ-менеджмента компании. Для топ-менеджмента фиксированная часть составляет 50% от общего вознаграждения топ-менеджмента. Значительная часть вознаграждения должна приходиться на переменные элементы, что соответствует международной практике. Фиксированная часть включает в себя: а) фиксированное вознаграждение и б) льготы и премии. Фиксированная часть системы вознаграждения топ-менеджмента устанавливается изначально и выплачивается ежемесячно за знания, умения, навыки топ-менеджмента, она не зависит от результатов деятельности компании. В зависимости от компании уровень фиксированного вознаграждения может меняться, так как фиксированная часть, в первую очередь, зависит от размера и статуса компании (публичный, непубличный).

Топ-менеджменту также предоставляются следующие льготы: добровольное и международное медицинское страхование, страхование жизни и страхование от несчастного случая, материальная помощь, доплата до должностного оклада за определенное количество дней временной нетрудоспособности в году.

Примечание – Опцион с нулевой стоимостью означает право на приобретение Акций в соответствии с условиями Плана в течение периода исполнения после выплаты цены исполнения (если таковая имеется) за акцию.

Таблица 52 – Структура вознаграждения топ-менеджмента компании

Элементы системы мотивации топ-менеджмента	Роль каждого элемента с учетом приоритетов стратегии	Как и кем устанавливается
Фиксированное вознаграждение (оклад и льготы)	Мотивация за уровень обязанностей	Рыночный уровень
Переменное вознаграждение. Переменное квартальное и годовое вознаграждение (премии по КПЭ)	Поощрять и стимулировать достижение финансовых, стратегических, операционных целей и целей в области устойчивого развития в соответствии с бизнес-стратегией	КПЭ – исходя из бюджета и стратегии. КПЭ устанавливаются Комитетом по кадрам и вознаграждению и каскадируются на следующие уровню
Переменное вознаграждение. Долгосрочная программа мотивации (на 3 года)	Мотивация за достижение целевого уровня капитализации	Фантомный опцион, эквивалент прироста стоимости 2% акций Выплаты утверждаются Советом директоров при участии Комитета по кадрам и вознаграждением
Выходные пособия и компенсации топ-менеджменту	Сосредоточить внимание топ-менеджмента на достижении сложных годовых целей, касающихся деятельности компании	Рыночный уровень

Источник: составлено автором по материалам [55; 65].

Переменная часть вознаграждения руководства составляет примерно 50% и зависит от результатов деятельности топ-менеджмента и привязывается к КПЭ. Переменная часть включает в себя следующие программы, указанные в Политике: квартальные и годовые премии, долгосрочную программу мотивации.

КПЭ каскадируются и распространяются на компанию в целом, функциональные подразделения и индивидуальные цели сотрудников. Соотношение общекорпоративных и индивидуальных показателей составляет 40% и 60% соответственно. К КПЭ, от которых зависят бонусы топ-менеджмента, относятся следующие: чистая прибыль, выручка, капитализация. Ежегодно определяются целевые значения для КПЭ департамента. На основании определенных целевых значений КПЭ формируется премиальный фонд для каждого департамента. По итогам

квартала менеджер процесса ежемесячно формирует отчет с фактическими значениями КПЭ. Если топ-менеджмент выполняет КПЭ, то премии выплачиваются пропорционально набранным баллам. Источники информации и механизмы расчета определяются Комитетом по кадрам и вознаграждениям.

В целях развития института личной ответственности компания может применять практику отсрочки части премии топ-менеджмента, исходя из сроков получения финансовых и иных результатов их деятельности, включая возможность сокращения или отмены отсроченной части премии при неполучении положительного результата по соответствующему направлению деятельности. Выплата 60% от утвержденного размера премии за текущий год состоится в следующем году, выплату 40% планируется произвести с отсрочкой равными долями через один и два календарных года (20% – через один календарный год, 20% – через два календарных года) на основании соответствующих решений Совета директоров. Данный порядок позволяет учитывать риски принимаемых топ-менеджментом решений.

Для повышения мотивации и ответственности топ-менеджмента компании, сближения их интересов с интересами акционеров, привязки вознаграждения к долгосрочным результатам деятельности реализуется программа долгосрочной мотивации, принципы и параметры которой утверждены Комитетом по кадрам и вознаграждениям.

Участниками программы являются топ-менеджеры, оказывающие наибольшее влияние на результаты деятельности компании. Программа долгосрочного стимулирования основана на выполнении трех ключевых задач: добиваться роста капитализации, роста чистой прибыли и дивидендов в абсолютном выражении. Размер вознаграждения привязан к цене акций и реализуется в виде фантомного опциона. Краткая характеристика программы долгосрочного вознаграждения представлена в таблице 53.

Программа долгосрочного стимулирования топ-менеджмента компании ориентирована на сближение интересов акционеров и топ-менеджмента компании в вопросах долгосрочного управления и развития компании. Выбор

показателей в опционной программе связан с требованиями Росимущества. Взаимосвязь капитализации и дивидендов позволят увязать интересы руководства компании. В таком случае топ-менеджеры будут стремиться к повышению рыночной цены акций, с тем чтобы иметь возможность исполнить предоставленные им опционы.

Таблица 53 – Краткая характеристика программы долгосрочного вознаграждения

Элемент	Описание
Формат программы	Фантомный опцион
Объем программы	Эквивалент 2% прироста капитала
Сроки программы	3 года
Участники	Топ-менеджмент
Условия премирования	Достижение необходимого роста капитализации к концу программы – 50% Достижение определенного уровня чистой прибыли – 25% Выплата определенного уровня дивидендов – 25%
Условия выплаты	Годовые выплаты, основная часть выплат – в конце программ

Источник: составлено автором по материалам [55; 65].

Структура, критерии и размеры выплат топ-менеджменту компании, условия долгосрочных программ должны оставаться прозрачными. Таким образом, компания может показать акционерам и инвесторам свою открытость и соблюдение корпоративных норм, что позволит привлечь инвесторов.

Подводя итоги третьей главы, обозначим совокупность подходов к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний. Разработаны прогностическая модель капитализации для российских публичных акционерных компаний, система показателей в целях управления капитализацией, программа вознаграждения руководства, на основе анализа факторов, влияющих на капитализацию, проведенного во второй главе. С помощью прогностической модели капитализации менеджмент компании может прогнозировать изменение капитализации компании и на основе таких изменений выработать целенаправленную тактику построения отношений с инвесторами и акционерами, а система показателей и программа вознаграждения руководства позволят выстроить в компании инвестиционную, финансовую и мотивационную политики для решения важной комплексной задачи управления капитализацией.

Заключение

Проведенное исследование охватывает ряд существенных вопросов, решение которых способствует развитию общего подхода (научного направления и практического применения) к управлению капитализацией российскими публичными акционерными компаниями, усилению их корпоративной прозрачности и таким образом прозрачности и укреплению российского фондового рынка. В диссертационном исследовании обобщена зарубежная и российская практика по управлению капитализацией акционерными компаниями, получили развитие теоретические основы управления капитализацией, разработаны подходы к управлению капитализацией публичных акционерных компаний. Высокая капитализация бизнеса воспринимается инвестиционным сообществом как гарантия развития, притока инвестиций и положительного имиджа, именно с ростом интереса инвестиционного сообщества к капитализации компании связана популярность и распространенность концепции управления капитализацией.

Обобщая результаты проведенного исследования важно отметить, что необходимость развития теоретической базы по управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний и разработки практических подходов к такому управлению, потребовала дискуссии, анализа и обобщения отечественных и зарубежных исследований, обоснования факторов капитализации и методических подходов к ее управлению, анализа практических аспектов управления капитализацией.

В первой главе исследования проводится анализ понятийного аппарата и видов капитализации акционерных компаний, обозначена научная категория «капитализация» как экономическая ценность для акционеров/инвесторов, представлена классификация научной категории «капитализация» и типов инвесторов, с учетом этого проанализированы модели целевой функции фирмы и приведено обоснование целевой функции акционерной компании как

максимизации стоимости для акционеров с учетом интересов других стейкхолдеров. Выявлены и классифицированы факторы, влияющие на капитализацию публичных акционерных компаний. Обобщены и обоснованы подходы к управлению капитализацией и факторы, влияющие на капитализацию акционерных компаний.

Во второй главе проанализировано влияние программ повышения капитализации российских публичных акционерных компаний на динамику их акций, программ вознаграждения руководства акционерных компаний в целях разработки типовой программы, и анализ факторов, влияющих на динамику российских публичных акционерных компаний.

В третьей главе строится прогностическая модель капитализации российских публичных акционерных компаний на примере двух значимых российских компаний – ПАО «Лукойл» и ПАО «НК «Роснефть». Применяемая методология может быть использована при разработке прогностической модели российскими публичными акционерными компаниями. 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. На основе широко применяемой в международном и отечественном бизнесе около 30 лет системы сбалансированных показателей эффективности организации построена система показателей в целях управления капитализацией публичных акционерных компаний, которая может применяться российскими акционерными обществами. Разработана типовая программа вознаграждения руководства акционерной компании. Предлагаемые в диссертации решения, а именно: прогностическая модель капитализации публичных акционерных компаний, система показателей в целях управления капитализацией и программа вознаграждения руководства акционерной компании могут применяться российскими публичными акционерными компаниями для решения стратегической задачи управления капитализацией.

Результаты проведенных в работе исследований позволяют сделать следующие выводы:

1) Взаимоувязаны две основные модели целевой функции акционерной компании: максимизация акционерной стоимости и учет интересов стейкхолдеров. Важность максимизации стоимости для акционеров обусловлена тем, что другие стейкхолдеры имеют возможность пересматривать свою стоимость с организацией в отличие от акционеров. В то же время максимизация стоимости для акционеров невозможна без создания стоимости и учета интересов всех стейкхолдеров.

2) Выделены три основных методических подхода к управлению капитализацией – управление стоимостью компании, управление стоимостью акции, управление количеством акций в обращении. Показатели измерения стоимости акционерной компании включают внутренние показатели и показатели, основанные на рыночных данных. Определены факторы капитализации акционерной компании, причем менеджмент компании может оказывать влияние только на микроэкономические факторы.

3) Анализ динамики капитализации акционерных компаний на основе внутренних показателей и показателей, основанных на рыночных данных, показал, что при росте капитализации внутрифирменные показатели имеют первичный характер по сравнению с рыночными показателями, в то время как снижение рыночной капитализации связано с внутрифирменными и макроэкономическими факторами.

4) Выявлено, что наиболее часто применяемыми мерами в рамках программ повышения капитализации российскими публичными компаниями являются: изменение дивидендной политики, внутрифирменные преобразования, обратный выкуп и другие действия с акциями. Среди компаний, которые показали наилучшие результаты по реализации программ повышения капитализации по истечении 5-летнего срока действия таких программ, выделяются ПАО «Транснефть», ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина, ПАО «Алроса», ПАО НЛМК, ГМК «Норникель».

5) Глобальные индексы S&P, FTSE, DAX оказывают влияние на российские индексы, выявлена их долгосрочная коинтеграционная взаимосвязь.

6) Рыночные мультипликаторы могут объяснять рыночную цену акции, однако они не обладают предсказательной способностью. Главными детерминантами цены акции являются такие внутренние показатели как EPS и DPS, остальные показатели носят объясняющий характер, их применение для прогнозирования представляется маловероятным.

7) В странах с уровнем дохода ниже среднего важнейшее значение имеет показатель защиты прав акционеров, способствующий поддержанию доверия к инвестициям на фондовом рынке; чем совершеннее система защиты прав, тем больше инвесторов привлекается на рынок и в акции конкретной компании.

8) В условиях усиления значимости и всеобъемлющего распространения в международной и российской практике концепции устойчивого развития значительным явлением и существенным фактором капитализации становится экологическое поведение компаний. Проведенный анализ влияния экологических рейтингов на ценовую динамику российских акций показал, что публикация экологического рейтинга обеспечивает положительный эффект на цену акции в размере 5%.

9) Корпоративные действия эмитента оказывают существенное влияние на цену акции. Так в день публикации новости об обратном выкупе акций аномальная доходность в среднем составляет 3,0%, причем на протяжении последующих пяти дней аномальная доходность снижается незначительно и остается на уровне выше 2,0%.

10) Анализ взаимосвязи размера вознаграждения топ-менеджмента и капитализации российских публичных акционерных компаний показал, что в случае более высокой капитализации менеджмент компании вознаграждается и может рассчитывать на большие выплаты, чем при более низкой капитализации, в случае которой выплаты менеджменту снижаются. Это

доказывает, что переменная часть способствует стимулированию менеджмента, однако важно привязать переменную часть к мерам, которые направлены на долгосрочный рост капитализации.

11) Разработка собственных прогностических моделей капитализации акционерными компаниями на основе разработанных моделей для ПАО «Лукойл» и ПАО «НК «Роснефть» позволит менеджменту компании прогнозировать изменение капитализации.

12) Предложенная система показателей в целях управления капитализацией и программа вознаграждения менеджмента будут способствовать реализации в компании инвестиционной, финансовой и мотивационной политики, направленной на достижения задачи управления капитализацией.

В рамках диссертационного исследования поставленные цели и задачи полностью достигнуты. Результаты данного исследования могут применяться российскими публичными акционерными компаниями в целях управления капитализацией. Результаты исследования являются практически применимыми и достоверными.

Перспективными исследованиями по теме управление капитализацией российских публичных акционерных компаний являются исследования, связанные с разработкой моделей управления капитализацией на основе модели дисконтирования денежного потока, внедрение программ управления капитализацией в стратегию развития российских публичных акционерных компаний, разработка КПЭ для краткосрочных и долгосрочных программ вознаграждения менеджмента

Перспективным исследованием также является оценка влияния механизмов корпоративной прозрачности в компании на решение проблемы информационной асимметрии.

Список литературы

Книги

1. Алексеев, Д.А. Механизмы капитализации компаний / Д.А. Алексеев. – Иркутск : Издательство БГУЭП, 2011. – 150 с. – ISBN 978-5-7253-2337-5.
2. Батлер, Б. Финансы. Оксфордский толковый словарь. Англо-русский / Б. Батлер, Б. Джонсон, Г. Сидуэл [и др.]. – 2-е издание. – Москва : Издательство «Весь Мир», 1997. – 496 с. – ISBN 5-17-770007-1.
3. Бетс, Г. Бизнес: Толковый словарь / Г. Бетс, Б. Брайндли, С. Уильямс [и др.]. – Москва : «ИНФРА-М», 1998. – 760 с. – ISBN 5-86225-790-X.
4. Большой толковый словарь русского языка : современная редакция ; под редакцией Д.Н. Ушакова. – Москва : Славянский Дом Книги, 2017. – 960 с. – ISBN 978-5-9030-36915.
5. Ващенко, Т.В. Управление стоимостью компании : учебно-методическое пособие / Т. В. Ващенко, Р. О. Восканян. – Москва : Проспект, 2018. – 160 с. – ISBN 978-5-392-27828-2.
6. Гэлбрейт, Дж. Экономические теории и цели общества / Дж. Гэлбрейт ; перевод с английского ; под общей редакцией Н.Н. Иноземцева, А.Г. Милейковского. – Москва : Прогресс, 1976. – 408 с. – ISBN отсутствует.
7. Земскова, И.М. Построение модели прогнозирования капитализации компании Лукойл (пункт 3.5 в монографии «Развитие финансовых рынков и банков в миропорядке открытого информационного доступа») / И.М. Земскова ; под редакцией Л.Н. Андриановой, И.Е. Шакер. – Москва : РУСАЙНС, 2020. – С. 169-182. – 1000 экз. – ISBN 978-5-4365-5549-2.

8. Ивашковская, И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность совета директоров / И.В. Ивашковская. – Москва : ИНФРА-М, 2012. – 430 с. – ISBN 978-5-16-004090-5.

9. Инвестиции и инвестиционная деятельность организаций : учебное пособие / Т.К. Руткаускас [и др.] ; под общей редакцией д.э.н., профессора Т.К. Руткаускас. – Екатеринбург : Издательство Уральского университета, 2019. – 316 с. – ISBN 978-5-7996-2636-5.

10. 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.

11. Коуз, Р. Природа фирмы / Р. Коуз ; под редакцией О.И. Уильямсона и С.Дж. Уинтера ; перевод с английского М.Я. Каждана ; редакционный перевод В.Г. Гребенников. – Москва : Депо, 2001. – 360 с. – ISBN 5-7749-0226-9.

12. Коупленд, Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин ; перевод с английского Н.Н. Барышникова. – 3-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с. – ISBN 5-901028-98-8.

13. Кох, Р. Менеджмент и финансы от А до Я. Financial Times / Р. Кох ; перевод с английского В. Швецова. – Санкт-Петербург : Издательский Дом ПИТЕР, 1999. – 496 с. – ISBN 5-88782-426-3.

14. Криничанский, К.В. Эволюция и функции институтов рынка ценных бумаг : монография / К.В. Криничанский. – Москва : ТЕИС, 2009. – 559 с. – 100 экз. – ISBN 978-5-7218-1131-9.

15. Ле Бон, Г. Психология народов и масс / Г. Ле Бон. – Москва : АСТ, 2017. – 384 с. – ISBN 978-5-17101-642-5.

16. Лопатников, Л.И. Экономико-математический словарь : словарь современной экономической науки / Л.И. Лопатников ; под редакцией Г.Б. Клейнера. – 5-е издание, переработанное и дополненное. – Москва : Дело, 2003. – 519 с. – ISBN 5-7749-0275-7.

17. Маршалл, А. Принципы экономической науки : в трех частях / А. Маршалл. – Москва : Прогресс, 1993. – 1248 с. – ISBN 5-01-004201-0.
18. Оценка бизнеса : учебник ; под редакцией А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – Москва : Финансы и статистика, 2003. – 736 с. – ISBN 978-5-279-02586-2.
19. Пол, Дж. Менеджмент, основанный на ценности: как обеспечить ценность для акционеров / Дж. Пол, Э. Гари ; перевод с английского. – Москва : ИНФРА-М, 2009. – 190 с. – ISBN 5-16-002542-1.
20. Радыгин, А.Д. Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления / А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов, А.Е. Гонтмахер [и др.] // Научные труды Фонда «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара». – 2004. – № 73. – 278 с. – ISBN 5-93255-143-7.
21. Румянцева, Е.Е. Новая экономическая энциклопедия / Е.Е. Румянцева. – Москва : ИНФРА-М, 2012. – 826 с. – ISBN 978-5-16-003264-1.
22. Саймон, Г.А. Теория принятия решений в экономической теории и в науке о поведении / Г.А. Саймон // Вехи экономической мысли ; под редакцией В.М. Гальперина. Том 2. Теория фирмы. – Санкт-Петербург : Экономическая школа, 2000. – 534 с. – ISBN 5-900428-49-4.
23. Сивирин, Б.С. Теория управления : учебно-методический комплекс для дистанционного обучения / Б.С. Сивирин, Л.П. Хлевецкая. – Новосибирск : СибАГС, 2002. – 206 с. – ISBN отсутствует.
24. Теплова, Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий / Т.В. Теплова. – Москва : Вершина, 2007. – 272 с. – ISBN 5-9626-0321-4.
25. Финансово-кредитный энциклопедический словарь ; под редакцией А.Г. Грязновой. – Москва : «Финансы и статистика», 2004. – 1165 с. – ISBN 5-279-02306-X.

26. Харрингтон, Дж. Оптимизация бизнес-процессов: Документирование, анализ, управление, оптимизация / Дж. Харрингтон, К.С. Эсселинг, Х.Ван Нимвегет. – Санкт-Петербург : «Азбука», 2002. –328 с. – ISBN 5-267-00491–Х.

Нормативные правовые акты и иные официальные документы

27. Российская Федерация. Законы. Гражданский кодекс Российской Федерации : федеральный закон : [принят Государственной Думой: часть I – 30 ноября 1994 г.; часть II – 26 января 1996 г.; часть III – 26 ноября 2001 г., часть IV – 24 ноября 2006 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/ (дата обращения: 15.05.2020).

28. 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).

29. 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).

30. Российская Федерация. Законы. Об обществах с ограниченной ответственностью : федеральный закон № 14-ФЗ : [принят Государственной Думой 14 января 1998 : Одобрен Советом Федерации 28 января 1998 года]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный.

– URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_17819/ (дата обращения: 15.04.2020).

31. Методические указания по применению ключевых показателей эффективности государственными корпорациями, государственными компаниями, государственными унитарными предприятиями, а также хозяйственными обществами, в уставном капитале которых доля участия Российской Федерации, субъекта Российской Федерации в совокупности превышает пятьдесят процентов : [методические указания Росимущества от 16 апреля 2014 года]. – Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/70528718/> (дата обращения: 14.03.2020).

32. «Об утверждении Методических рекомендаций по организации работы Совета директоров в акционерном обществе» [Приказ Федерального агентства по управлению государственным имуществом от 21 ноября 2013 года № 357]. – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_155942/88df8cb141428e308b2eb01d4b870623f3f9c2d6/ (дата обращения: 14.03.2020).

33. Европа. Законы. Директива об осуществлении определенных прав акционеров в компании, чьи акции допущены к организованным торгам : Директива 2007/36/ЕС : [принята Европейским Парламентом и Советом Европейского Союза 11 июля 2007 года]. – Информационно-правовой портал «Гарант.ру». – Текст : электронный. – URL: <http://base.garant.ru/71770364/> (дата обращения: 07.06.2020).

Стандарты

34. Кодекс корпоративного управления [Письмо Центрального банка Российской Федерации № 06-52/2463) (от 10 апреля 2014 года) // Центральный

Банк Российской Федерации. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/statichtml/file/59420/inf_apr_1014.pdf (дата обращения: 07.06.2020).

35. Информационное письмо о рекомендациях по раскрытию в годовом отчете публичного акционерного общества информации о вознаграждении членов совета директоров (наблюдательного совета), членов исполнительных органов и иных ключевых работников публичного акционерного общества [Письмо Центрального Банка Российской Федерации № 06-28/57) (от 11 декабря 2017 года] // Сайт Центрального Банка Российской Федерации. – Текст : электронный. – URL: https://www.cbr.ru/statichtml/file/59420/20171211_in_06-28_57.pdf (дата обращения: 08.05.2020).

Диссертации

36. 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.

37. Гарбави, М.А.Х. Формирование инструментов и механизмов управления капитализацией компании : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Гарбави Мохаммед Анвер Хиллави ; Тамбовский государственный технический университет. – Москва, 2019. – 161 с. – Библиогр.: с. 150-161.

38. Демиденко, Т.И. Система факторов, воздействующих на рыночную капитализацию российских корпораций : специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Демиденко Татьяна Ивановна ;

Ростовский государственный экономический университет «РИНХ». – Ростов-на-Дону, 2010. – 189 с. – Библиогр.: с. 149-161.

39. Логинов, А.А. Финансовые инновации в системе корпоративного управления стоимостью предприятий : специальность 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Логинов Алексей Алексеевич ; ФГОУ ВПО «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации». – Москва, 2008. – 181 с. – Библиогр.: с. 152-163.

40. Ломакин, И.А. Совершенствование оценки и управления стоимостью предприятий (на примере нефтехимической промышленности) : специальность 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Ломакин Игорь Александрович ; Государственный университет управления. – Москва, 2002. – 184 с. – Библиогр.: с. 170-175.

41. Малова, Т.А. Капитализация в условиях национальной экономики : специальность 08.00.01 «Экономическая теория» : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Малова Татьяна Алексеевна ; Всероссийский заочный финансово-экономический институт. – Москва, 2007. – 279 с. – Библиогр.: с. 266-279.

42. Сахаров, А.Ю. Развитие инструментария стратегического управления капитализацией публичных промышленных компаний : специальность 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Сахаров Алексей Юрьевич ; Ростовский государственный экономический университет. – Ростов-на-Дону, 2016. – 161 с. – Библиогр.: с. 143-157.

Авторефераты диссертаций

43. Идрисов, Ш.М. Направления повышения капитализации российских промышленных корпораций : специальность 08.00.05 «Экономика

и управление народным хозяйством» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Идрисов Шамиль Мидхатович ; Российский государственный гуманитарный университет. – Москва, 2004. – 28 с. – Библиогр.: с. 28. – Место защиты: Российский государственный гуманитарный университет.

44. Криничанский, К.В. Эволюция и трансформация институтов рынка ценных бумаг : специальность 08.00.01 «Экономическая теория» : автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук / Криничанский Константин Владимирович ; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова. – Москва, 2009. – 44 с. - Библиогр.: с. 42-44. – Место защиты: Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова.

45. Пивень, В.В. Моделирование влияния экономических факторов на рыночную капитализацию промышленных корпораций : специальность 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Пивень Валерий Валерьевич ; Российский государственный гуманитарный университет. – Москва, 2004. – 28 с. – Библиогр.: с. 27-28. – Место защиты: Российский государственный гуманитарный университет.

46. Сахаров, А.Ю. Развитие инструментария стратегического управления капитализацией публичных промышленных корпораций : специальность 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Сахаров Алексей Юрьевич ; Ростовский государственный экономический университет. – Ростов-на-Дону, 2016. – 24 с. – Библиогр.: с. 23-24. – Место защиты: Ростовский государственный экономический университет.

47. Шимко, О.В. Современные особенности капитализации нефтегазовых транснациональных корпораций США : специальность 08.00.14

«Мировая экономика» : автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Шимко Олег Владимирович ; Московский государственный институт международных отношений. – Москва, 2017. – 26 с. – Библиогр.: с. 26. – Место защиты: Московский государственный институт международных отношений.

Электронные ресурсы

48. Абрамов, А.Е. Капитализация фондового рынка: долгосрочные тренды и факторы развития / А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Чернова // Экономическая политика. – 2021. – № 6. Том 16. – С. 34-69. – ISSN 2411-2658. – Текст : электронный. – DOI 10.18288/1994-5124-2021-6-34-69. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kapitalizatsiya-fondovogo-rynka-dolgosrochnye-trendy-i-factory-razvitiya> (дата обращения: 28.01.2022).

49. Артамонова, Д. Финансовые результаты нефтегазового сектора превзошли ожидания рынка / Д. Артамонова // Ведомости. – 20.09.2023. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2023/09/20/996209-finansovie-rezultati-neftegazovogo-sektora-prevzoshli-ozhidaniya> (дата обращения: 10.11.2023).

50. Батаева, Б.С. Развитие вознаграждения топ-менеджмента в российских компаниях с государственным участием / Б.С. Батаева // Дискуссия. – 2019. – № 1 (92). – С. 22-27. – ISSN 2077-7639. – Текст : электронный. – DOI 10.24411/2077-7639-2019-00003. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-voznagrazhdeniya-top-menedzhmenta-v-rossiyskih-kompaniyah-s-gosudarstvennym-uchastiem> (дата обращения: 08.05.2020).

51. Богуславская, Л.И. Капитализация горнорудных предприятий / Л.И. Богуславская // Записки Горного института. – 2011. – Том 189. – С. 336-338. – ISSN 0135-3500. – Текст : электронный. – DOI отсутствует.

– URL: https://pmi.spmi.ru/pmi/article/view/6557?setLocale=ru_RU (дата обращения: 13.12.2019).

52. Владимирова, О.А. Влияние новостного фона на стоимость компании: обзор литературы и направления будущих исследований / О.А. Владимирова // Стратегические решения и риск-менеджмент. – 2018. – № 4. – С. 98-103. – ISSN 2618-9984. – Текст : электронный. – DOI 10.17747/2078-8886-2018-4-98-103. – URL: https://www.jsdrm.ru/jour/article/view/805?locale=ru_RU# (дата обращения: 31.03.2019).

53. Волков, Д.Л. Показатели результатов деятельности организации в рамках VBM / Д.Л. Волков // Российский журнал менеджмента. – 2005. – № 2. Том 3. – С. 3-42. – ISSN 2618-6977. – Текст: электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://rjm.spbu.ru/article/download/712/628> (дата обращения: 05.01.2020).

54. Доклад Всемирного Банка «Ведение бизнеса» // Doing Business : официальный сайт. – 2019. – Текст : электронный. – URL: <https://archive.doingbusiness.org/ru/data/doing-business-score?topic=> (дата обращения: 14.01.2020).

55. 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).

56. Дробышевская, Л.Н. Фундаментальный и технический анализ фондового рынка (на примере компаний энергетического сектора) / Л.Н. Дробышевская, О.К. Петрушкина // Экономика и бизнес: теория и практика. – 2021. – № 10 (1). – С. 118-123. – ISSN 2413-0257. – Текст : электронный. – DOI 10.24412/2411-0450-2021-10-1-118-123. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/fundamentalnyy-i-tehnicheskiy-analiz-fondovogo-rynka-na-primere-kompaniy-energeticheskogo-sektora> (дата обращения: 10.11.2022).

57. 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).

58. 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).

59. Инвесторы-активисты – кто такие и на что способны // БКС Экспресс : сайт. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kto-takie-investory-aktivisty-i-na-chto-oni-sposobny> (дата обращения: 04.11.2023).

60. Интерфакс : сайт. – URL: <https://www.interfax.ru/> (дата обращения: 14.01.2020). – Текст : электронный.

61. Квалифицированный инвестор: кто это, в чем преимущества и как им стать // РБК : сайт. – 23.07.2022. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/62a34de59a79470a02edaec2?from=copy> (дата обращения: 04.11.2023).

62. Киндратышин, Р. Акции роста и акции стоимости / Р. Киндратышин // Analytics. – 2023. – Текст : электронный. – URL: <https://conomy.ru/education/articles/1041> (дата обращения: 14.05.2023).

63. Конвертация «префов» Транснефти позволит существенно повысить стоимость компании - глава Российского фонд прямых инвестиций. // Финмаркет : сайт. – Текст : электронный. – URL: <http://www.finmarket.ru/interview/?id=4569987> (дата обращения: 03.05.2019).

64. Криничанский, К.В. Эволюция ассоциированных форм предприятий и генезис института акции / К.В. Криничанский // Вопросы

экономики. – 2008. – № 11. – С. 121-135. – ISSN 0042-8736. – Текст : электронный. – DOI 10.32609/0042-8736-2008-11-121-135. – URL: <https://www.vopresco.ru/jour/article/view/1375> (дата обращения: 06.06.2020).

65. Кузнецов, М.Е. Долгосрочная мотивация органов управления крупных компаний с государственным участием / М.Е. Кузнецов, О.Р. Федоров, А.А. Михеев // «Акционерное общество» : сайт. – 29.08.2015. – Текст : электронный. – URL: <https://ao-journal.ru/dolgosrochnaj-motivacij-clenov-organov-upravlenij-v-kompanijk-s-gosudarstvennym-ucastiem> (дата обращения: 14.01.2020).

66. 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.

67. Мажоритарный акционер: сколько нужно акций, чтобы получить контроль // РБК : сайт. – 24.07.2022. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/62d1699f9a79470a614da53d> (дата обращения: 04.11.2023).

68. Минасов, О.Ю. Управление рыночной стоимостью акций / О.Ю. Минасов // Дайджест-финансы. – 2001. – № 10 (82). – С. 26-34. – ISSN 2311-9438. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/upravlenie-rynochnoy-stoimostyu-aktsiy> (дата обращения: 13.05.2019).

69. Московская биржа : официальный сайт. – URL: <https://www.moex.com/> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.

70. Нефтегазовый сектор Российской Федерации. Стратегия 2023 // БКС Экспресс : сайт. – 22.12.2022. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/neftegazovyj-sektor-rf-strategiia-2023> (дата обращения: 05.11.2023).

71. ПАО «Алроса» : официальный сайт. – URL: <https://www.alrosa.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
72. ПАО «Газпром» : официальный сайт. – URL: <https://www.gazprom.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
73. ПАО «Детский мир» : официальный сайт. – URL: <https://www.detmir.ru/> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
74. ПАО «Интер РАО» : официальный сайт. – URL: <https://iraogeneration.ru/> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
75. ПАО «Лукойл» : официальный сайт. – URL: <https://lukoil.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
76. ПАО «НК «Роснефть» : официальный сайт. – URL: <https://www.rosneft.ru/> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
77. ПАО «НК «Русснефть»: официальный сайт. – URL: <https://www.russneft.ru/>(дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
78. ПАО «М.Видео» : официальный сайт. – URL: <https://www.mvideoeldorado.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
79. ПАО «М.Видео» Положение о комитете по вознаграждениям и назначениям Совета директоров Публичного акционерного общества «М.Видео» // ПАО «М.Видео» : официальный сайт. – 2021. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.mvideoeldorado.ru/fileadmin/user_upload/corporate_documents/ru/2021/Polozhenie_o_Komitete_po_voznagrazhdenijam.pdf (дата обращения: 13.05.2022).
80. ПАО «Магнит» : официальный сайт. – URL: <https://www.magnit.com/ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
81. ПАО «ММК» : официальный сайт. – URL: <https://mmk.ru/ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
82. ПАО «МОЭСК» : официальный сайт. – URL: <https://rossetimr.ru/#> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.

83. ПАО «НОВАТЭК» : официальный сайт. – URL: <https://www.novatek.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
84. ГМК «Норникель» : официальный сайт. – URL: <https://nornickel.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
85. ПАО НЛМК : официальный сайт. – URL: <https://nlmk.com/ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
86. ПАО «РусГидро» : официальный сайт. – URL: <https://rushydro.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
87. ПАО «Сургутнефтегаз» : официальный сайт. – URL: <https://www.surgutneftgas.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
88. ПАО «Татнефть» им. В.Д. Шашина : официальный сайт. – URL: <https://www.tatneft.ru> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
89. ПАО «Транснефть» : официальный сайт. – URL: <https://www.transneft.ru/> (дата обращения: 20.11.2019). – Текст : электронный.
90. Первый рейтинг экологической ответственности горнодобывающих компаний России за 2016 год // WWF России, Национальное рейтинговое агентство, Проект ПРООН/ГЭФ/Миприроды России. – 2017. – Текст : электронный. – URL: <https://rspp.ru/document/1/2/2/22df6ca6a28583e034dbb25f74cccfa9.pdf> (дата обращения: 14.01.2020).
91. Показатели благосостояния акционеров // Маг Консалтинг : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.mag-consulting.ru/ru/node/467> (дата обращения: 11.10.2023).
92. Портал исследования корпоративной прозрачности : сайт. – URL: <http://corptransparency.ru/rate/> (дата обращения: 14.01.2020). – Текст : электронный.
93. Рейтинг экологической ответственности нефтегазовых компаний России // WWF России, Среон, Национальное рейтинговое агентство. – 2014.

– Текст : электронный. – URL: <https://www.gazprom.ru/f/posts/37/277574/zs-2014-ru.pdf> (дата обращения: 14.01.2020).

94. Реук, А.М. Концепция управления капитализацией: генезис и методологические основы / А.М. Реук, К.Н. Мищенко, А.Ю. Сахаров // Экономический анализ: теория и практика. – 2015. – № 9 (408). – С. 42-51. – ISSN 2311-8725. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/kontsepsiya-upravleniya-kapitalizatsiey-genezis-i-metodologicheskie-osnovy> (дата обращения: 05.01.2020).

95. Розанова, Е.Ю. Управление инвестиционной привлекательностью акций / Е.Ю. Розанова // Менеджмент в России и за рубежом. – 2000. – № 1. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.cfin.ru/press/management/2000-1/06.shtml> (дата обращения: 05.01.2020).

96. Самые щедрые компании России. Где больше платят топ-менеджерам // Forbes.ru : [сайт]. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.forbes.ru/milliardery-photogallery/376105-samyeshchedryekompanii-rossii-gde-bolsheplatyat-top-menedzheram?photo=5> (дата обращения: 14.06.2020).

97. Словарь финансовых терминов // Финам : сайт. – 2023. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.finam.ru/publications/section/dictionary/> (дата обращения: 11.10.2023).

98. Терминал BLOOMBERG PROFESSIONAL: интерактивная финансовая информационная система // Компания Bloomberg : сайт. – Текст : электронный. – URL: <https://www.bloomberg.com/professional/solution/bloomberg-terminal/> (дата обращения: 11.11.2022).

99. Тимофеев, А.А. Применение поведенческих финансов в прогнозировании доходности финансовых рынков / А.А. Тимофеев // Проблемы современной экономики (Новосибирск). – 2016. – № 29. – С. 113-119. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует.

– URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/primenenie-povedencheskih-finansov-v-prognozirovanii-dohodnosti-finansovyh-rynkov> (дата обращения: 28.01.2020).

100. Чиркова, Е.В. Влияние конфликта акционеров на рыночную стоимость компании на примере ОАО «ВымпелКом» / Е.В. Чиркова, И.В. Мороз, Ю.Я. Дранев // Корпоративные финансы. – 2014. – № 8 (4). – С. 79-87. – ISSN 2073-0438. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vliyanie-konflikta-aktsionerov-na-rynochnuyu-stoimost-kompanii-na-primere-oao-vympelkom> (дата обращения: 18.06.2019).

101. Федотова, М.А. Роль социально-экономических факторов в формировании стоимости компании // М.А. Федотова, Т.В. Тазихина // Проблемы экономики и юридической практики. – 2022. – № 1. Том 18. – С. 180-184. – ISSN 2541-8025. – Текст : электронный. – DOI 10.33693/2541-8025-2022-18-1-180-184. – URL: <https://www.urvak.ru/articles/probl-9027-vypusk-1-rol-sotsialno-ekonomicheskikh/> (дата обращения 30.05.2022)

102. Фридман, М. Доктрина Фридмана: социальная ответственность бизнеса заключается в увеличении его прибыли / М. Фридман // The New York Times Magazine. – 1970. – 13 сентября. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – URL: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (дата обращения: 31.03.2019).

103. Яковлев, А.А. Корпоративное управление в российских компаниях: до и после кризиса / А.А. Яковлев, Ю.С. Симачев, Ю.А. Данилов : Препринт WP1/2010/02. – Москва : Издательский дом Государственного университета – Высшей школы экономики, 2010. – 68 с. – ISBN отсутствует. – Текст : электронный. – URL: https://www.hse.ru/data/2010/06/09/1219714492/WP1_2010_02.pdf (дата обращения: 28.01.2022).

104. Шпинев, Ю.С. Классификация инвестиций по срокам: краткосрочные и долгосрочные / Ю.С. Шпинев // Пробелы в российском законодательстве. – 2021. – № 4. Том 14. – С. 229–235. – ISSN 2310-7049.

– Текст : электронный. – DOI 10.33693/2072-3164-2021-14-4-229-235.
– URL: <https://www.elibrary.ru/item.asp?id=46418723> (дата обращения: 13.11.2023).

105. Smart-Lab // <https://smart-lab.ru> : сайт. – Текст : электронный.
– URL: <https://smart-lab.ru/> (дата обращения: 11.10.2023).

106. Ru.investing.com : [сайт]. – URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 14.01.2020). – Текст : электронный.

Статьи

107. Волошин, Д.А. Нематериальные активы в формировании капитализации компании / Д.А. Волошин // Экономический анализ: теория и практика. – 2008. – № 3. – С. 38-44. – ISSN 2073-039X.

108. Данов, А.А. Классификация рисков / А.А. Данов // Вестник Тамбовского университета. Серия: Гуманитарные науки. – 2008. – № 10. – С. 350-354. – ISSN 1810-0201.

109. Дедкова, М.В. Капитализация компании: теоретический аспект // М.В. Дедкова // Вестник МГУС. Выпуск «Экономика». – 2007. – № 1. – С. 48-50. – ISSN 1999-5644.

110. Задорожная, А.Н. Практика обратного выкупа акций российскими компаниями / А.Н. Задорожная // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2016. – № 42 (324). – С. 13-26. – ISSN 2073-4484.

111. 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.

112. 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.

113. 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.
114. 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.
115. Ивашковская, И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту / И.В. Ивашковская // Российский журнал менеджмента. – 2004. – № 4. – С. 113-132. – ISSN 1729-7427.
116. Криничанский, К.В. Арбитражное ценообразование на российском фондовом рынке / К.В. Криничанский, М.А. Горюнова, А.В. Безруков // Журнал экономической теории. – 2006. – № 1. – С. 139–146. – ISSN 2073-6517.
117. Криничанский, К.В. Рынок слияний и поглощений как среда реализации функции стимулирования предпринимателей и менеджеров / К.В. Криничанский // Менеджмент в России и за рубежом. – 2007. – № 3. – С. 43-56. – ISSN 1028-5857.
118. Криничанский, К.В. Система оценки активов: институты и кризисы / К.В. Криничанский // Менеджмент в России и за рубежом. – 2009. – № 5. – С. 51-62. – ISSN 1028-5857.
119. Нефедов, Б.А. Общая схема теории управления / Б.А. Нефедов // Агроинженерия. – 2014. – № 2. – С. 64-66. – ISSN 2687-1149.
120. Теплова, Т.В. Влияние дивидендных выплат на рыночную оценку российских компаний: эмпирическое исследование методом событийного анализа на российских и зарубежных торговых площадках / Т.В. Теплова // Аудит и Финансовый анализ. – 2008. – № 2. – С. 1-15. – ISSN 2618-9828.
121. Тишко, Р.В. Анализ факторов рыночной капитализации российских публичных компаний в посткризисный период / Р.В. Тишко // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» : электронный научный журнал. – 2016. – № 4. Том 8. – С. 62. – ISSN 2223-5167. – Текст : электронный.

– DOI отсутствует. - URL: <http://naukovedenie.ru/PDF/14EVN516.pdf> (дата обращения: 26.05.2020).

122. Тополя, И.В. Экономическая теория и модели целевой функции фирмы / И.В. Тополя // Проблемы управления. – 2004. – № 1. – С. 54-59. – ISSN 1819-3161.

123. Федорова, Е.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А. Федорова, К.А. Панкратов // Проблемы прогнозирования. – 2010. – № 2. – С. 78-83. – ISSN 0868-6351.

Источники на иностранном языке

124. Agerwal, S. Investor demand for IPOs and aftermarket performance: Evidence from the Hong Kong stock / S. Agarwal, Ch. Liu, S.Gh. Rhee // International Financial Markets, Institutions and Money. – 2008. – Volume 18. Issue 2. – P. 176–190. – ISSN 1042-4431. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.intfin.2006.09.001. – URL: <http://www.ushakrisna.com/ipohk.pdf> (дата обращения: 05.01.2020).

125. Al-Malkawi, H.N. Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence / H.N. Al-Malawi, M. Rafferty, R. Pillai // International Bulletin of Business Administration. – 2010. – № 9. – P. 171-200. – ISSN 1451-243X. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://www.researchgate.net/publication/230720120_Dividend_Policy_A_Review_of_Theories_and_Empirical_Evidence (дата обращения: 14.12.2019).

126. Akerlof, G.A. The Market for «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism / G.A. Akerlof // The Quarterly Journal of Economics. – 1970. – Volume 84. Issue 3. – P. 488-500. – ISSN 1531-4650. – Текст : электронный. – DOI <https://doi.org/10.2307/1879431>. – URL: <https://www.jstor.org/stable/1879431> (дата обращения: 13.12.2019).

127. 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).

128. Alchian, A. Production, Information Costs, and Economic Organization / A. Alchian, H. Demsetz // *The American Economic Review*. – 1972. – Volume 62. Issue 5. – P. 777-795. – ISSN 1944-7981. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jstor.org/stable/1815199> (дата обращения: 13.12.2019).

129. Allais, M. Le comportement de l'homme rationne ldevant le risque: critique des postulats et axiomes de l'ecoleamericaine / M. Allais // *Econometrica*. – 1953. – Volume 21. Issue 4. – P. 503-546. – ISSN 1468-0262. – Текст : электронный. – DOI <http://dx.doi.org/10.2307/1907921>. – URL: <https://www.semanticscholar.org/paper/Le-comportement-de-l%27homme-rationnel-devant-le-%3A-et-Allais/86494546c5f752fdaa860ae4725c8057d22bd06d> (дата обращения: 28.01.2020).

130. Ameels, A. Value-based management control processes / A. Ameels // *Value-based management.net* : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: https://www.valuebasedmanagement.net/articles_ameels_valuebased.html (дата обращения: 14.01.2020).

131. Anderson-Weir, C.H. How Does the Stock Market React to Corporate Environmental News? / C.H. Anderson-Weir // *Undergraduate Economic Review*. – 2010. – Volume 6. Issue 1. – P. 1-31. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://digitalcommons.iwu.edu/uer/vol6/iss1/9/> (дата обращения: 13.12.2019).

132. Andriosopoulos, D. The market valuation of share repurchases in Europe / D. Andriosopoulos, M. Lasfer // *Journal of Banking and Finance*. – 2015. – № 55. – P. 327-339. – ISSN 0378-4266. – Текст : электронный. – DOI [10.1016/j.jbankfin.2014.04.017](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.017). – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426614001435#!> (дата обращения: 10.01.2020).

133. Arnold, G. Value-based Management: Context and Application / G. Arnold, V. Davies. – New York : John Wiley & Sons, 2000. – 384 p. – ISBN 978-0-471-89986-0.

134. Asche, F. Price transmission in cross boundary supply chains / F. Asche, R. Menezes, J.F. Dias // *Empirica*. – 2007. – № 34. – P. 477-489. – ISSN 1573-6911. – Текст : электронный. – DOI 10.1007/s10663-007-9045-0. – URL: <https://link.springer.com/article/10.1007/s10663-007-9045-0> (дата обращения: 31.03.2019).

135. Avramov, D. Talking Numbers: Technical versus fundamental investment recommendations / D. Avramov, G. Kaplanski, H. Levy // *Journal of Banking & Finance*. – 2018. – Volume 92. – P. 100-114. – ISSN 0378-4266. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.05.005. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426618300992> (дата обращения: 31.03.2019).

136. Baker, M. Investor sentiment and the cross-section of stock returns / M. Baker, J. Wurgler // *Journal of Finance*. – 2006. – № 61. – P. 1645-1680. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x> (дата обращения: 31.03.2019).

137. Baker, M. Investor sentiment in the stock market / M. Baker, J. Wurgler // *Journal of Economic Perspectives*. – 2007. – Volume 21. Issue 2. – P. 129-152. – ISSN 1944-7965. – Текст : электронный. – DOI 10.1257/jep.21.2.129. – URL: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.21.2.129> (дата обращения: 31.03.2019).

138. Ball, R. A Retrospective / R. Ball, Ph.R. Brown // *The Accounting Review*. – 2014. – Volume 89. Issue 1. – P. 1–26. – ISSN 1558-7967. – Текст : электронный. – DOI 10.2308/accr-50604. – URL: <https://doi.org/10.2308/accr-50604> (дата обращения: 14.12.2019).

139. Ball, R. Earnings, retained earnings, and book-to-market in the cross section of expected returns / R. Ball, J. Gerakos, J.T. Linnainmaa, V. Nikolaev //

Journal of Financial Economics. – 2020. – Volume 135. Issue 1. – P. 231-254. – ISSN 0304-405X. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.05.013. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X19301382>(дата обращения: 11.10.2023).

140. Barger, L. The Timing and Source of Long-run Returns Following Repurchases / L. Barger, A. Bonaime, Sh. Thomas // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2017. – Volume 52. Issue 2. – P. 491-517. – ISSN 1756-6916. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.2343913. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2343913 (дата обращения: 31.03.2019).

141. Baumol, W.J. On the Theory of Expansion of the Firm / W.J. Baumol // The American Economic Review. – 1962. – Volume 52. Issue 5. – P. 1078–1087. – ISSN 1944-7981. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.jstor.org/stable/1812183> (дата обращения: 13.12.2020).

142. Beekes, W. Do Better-Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures? / W. Beekes, Ph.R. Brown // Journal of Business Finance & Accounting. – 2006. – Volume 33. Issue 3-4. – P. 422-450. – ISSN 0306-688X. – Текст : электронный. – DOI <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00614.x>. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1468-5957.2006.00614.x> (дата обращения: 14.06.2020).

143. Bentes, S.R. On the integration of financial markets: How strong is the evidence from five international stock markets? / S.R. Bentes // Physica A: Statistical Mechanics and its Applications. – 2015. – Volume 429. – P. 205-214. – ISSN 0378-4371. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.physa.2015.02.070. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378437115001934> (дата обращения: 12.12.2019).

144. Bhagat, S. The Shareholder Wealth Implications of Corporate Lawsuits / S. Bhagat, J. Bizjak, J.L. Coles // Financial Management. – 1998. – Volume 27. Issue 4. – P. 5-27. – ISSN 1755-053X. – Текст : электронный. – DOI

10.2307/3666410. – URL: <https://www.jstor.org/stable/3666410> (дата обращения 10.12.2019).

145. Black, B.S. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets / B.S. Black, R.J. Gilson // *Journal of Financial Economics*. – 1998. – Volume 47. Issue 3. – P. 243–277. – ISSN 1879-2774. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/S0304-405X(97)00045-7. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X97000457> (дата обращения: 05.01.2020).

146. Blume, L. Evolution and Market Behavior / L. Blume, D. Easley // *Journal of Economic Theory*. – 1992. – Volume 58. Issue 1. – P. 9-40. – ISSN 0022-0531. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/0022-0531(92)90099-4. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0022053192900994> (дата обращения: 31.03.2019).

147. Brau, J.C. Why Do REITs Repurchase Stock? Extricating the Effect of Managerial Signaling in Open Market Share Repurchase Announcements / J.C. Brau, A. Holmes // *Journal of Real Estate Research*. – 2006. – Volume 28. Issue 1. – P. 1-23. – ISSN 0896-5803. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=953688 (дата обращения: 05.01.2020).

148. Capen, E. Competitive Bidding in High-Risk Situations / E. Capen, R. Clapp, W. Campbell // *Journal of Petroleum Technology*. – 1971. – Volume 23. Issue 6. – P. 641–653. – ISSN 0149-2136. – Текст : электронный. – DOI 10.2118/2993-PA. – URL: <https://www.semanticscholar.org/paper/Competitive-Bidding-in-High-Risk-Situations-Capen-Clapp/8abd60bc332aeb97f3055591c712838c2b0038bd> (дата обращения: 28.01.2020).

149. Carhart, M.M. On persistence in mutual fund performance / M.M. Carhart // *The Journal of Finance*. – 1997. – Volume 52. Issue 1. – P. 57-82. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.2307/2329556. – URL: <https://www.jstor.org/stable/2329556> (дата обращения: 15.01.2020).

150. Cenesizoglu, T. Do return prediction models add economic value? / T. Cenesizoglu, A. Timmermann // *Journal of Banking & Finance*. – 2012. – Volume 36. Issue 11. – P. 2974-2987. – ISSN 0378-4266. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jbankfin.2012.06.008. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426612001604> (дата обращения: 03.05.2019).

151. CEO pay landscape in Europe's Top 100 companies // *Willistowerswatson.com* : [site Internet]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.willistowerswatson.com/en-CH/insights/2018/10/ceo-pay-landscape-in-europes-top-100-companies-2018> (дата обращения: 20.03.2020).

152. Cai, J. Information Asymmetry and Corporate Governance / J. Cai, Y. Qian, Y. Liu, M. Yuo // *Forthcoming at Quarterly Journal of Finance* : [site Internet]. – Текст : электронный. – URL: <https://ssrn.com/abstract=1082589> (дата обращения: 12.12.2019).

153. Claessens, S. Corporate governance in emerging markets: A survey / S. Claessens, B.B. Yurtoglu // *Emerging markets review*. – 2013. – Volume 15. – P. 1-33. – ISSN 1566-0141. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.ememar.2012.03.002. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1566014112000131>

154. Cronqvist, H. Value versus growth investing: Why do different investors have different styles? / H. Cronqvist, S. Siegel, F. Yu // *Journal of Financial Economics*. – 2015. – Volume 117. Issue 2. – P. 333-349. – ISSN 0304-405X. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.04.006. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X15000495> (дата обращения: 12.12.2019).

155. Cutler, D. The Costs of Conflict Resolution and Financial Distress: Evidence from the Texaco-Pennzoil / D. Cutler, L.H. Summers // *The RAND Journal of Economics*. – 1988. – Volume 19. Issue 2. – P. 157–172. – ISSN 0741-6261. – Текст : электронный. – DOI 10.2307/2555697. – URL: <https://dash.harvard.edu/handle/1/2689179> (дата обращения: 03.05.2019).

156. Cyert, R.M. Behavioral Theory of the Firm / R.M. Cyert, J.A. March. – 2nd edition – New Jersey : Wiley-Blackwell, 1992. – 272 p. – ISBN 0130733040.

157. Cyert, R.M. Theory of the Firm: Past, Present, and Future ; An Interpretation / R.Cyert, Ch.L. Hedrick // Journal of Economic Literature. – 1972. – Volume 10. Issue 2. – P. 398-412. – ISSN 0022-0515. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jstor.org/stable/2721463> (дата обращения: 13.12.2019).

158. De Bondt, W.F.M. Does the Stock Market Overreact? / W.F.M. De Bondt, R. Thaler // The Journal of Finance. – 1985. – Volume 40. Issue 3. – P. 793-805. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x> (дата обращения: 14.12.2019).

159. Derrien, F. IPO Pricing in «Hot» Market Conditions: Who Leaves Money on the Table? / F. Derrien // The Journal of Finance. – 2005. – Volume 60. Issue 1. – P. 487-521. – ISSN 1540-6261. – Текст: электронный. – DOI 10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2005.00736.x> (дата обращения: 20.01.2020).

160. Desai, H. Long-Run Common Stock Returns Following Stock Splits and Reverse Splits / H. Desai, P.C. Jain // The Journal of Business. – 1997. – Volume 70. Issue 3. – P. 409–433. – ISSN 0021-9398. – Текст : электронный. – DOI 10.1086/209724. – URL: <https://www.jstor.org/stable/10.1086/209724> (дата обращения: 08.01.2020).

161. Dittmar, A. Can managers time the market? Evidence using repurchase price data / A. Dittmar, L. Field // Journal of Financial Economics. – 2015. – Volume 115. Issue 2. – P. 261-282. – ISSN 1879-2774. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.jfineco.2014.09.007. – URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v115y2015i2p261-282.html> (дата обращения: 31.03.2019).

162. Donaldson, G. Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity / G. Donaldson. – Pennsylvania : Harvard University Press, 2000. – 312 p. – ISBN 978-1587980343.

163. Drobetz, W. Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany / W. Drobetz // *European financial management*. – 2004. – Volume 10. Issue 2. – P. 267-293. – ISSN 1468-036X. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x> (дата обращения: 13.12.2019).
164. Drucker, P. The Information Executives Truly Need to Know / P. Drucker // *Harvard Business Review on Measuring Corporate Performance*. – 1995. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://hbr.org/1995/01/the-information-executives-truly-need> (дата обращения: 04.03.2020).
165. Easterbrook, F.H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends / F.H. Easterbrook // *The American Economic Review*. – 1984. – Volume 74. Issue 4. – P. 650-659. – ISSN 1944-7981. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jstor.org/stable/1805130> (дата обращения: 14.12.2019).
166. Ehrbar, A. The EVA Revolution / A. Ehrbar, B. Stewart // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 2005. – Volume 12. Issue 2. – P. 18-31. – ISSN 1745-6622. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/j.1745-6622.1999.tb00005.x. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.1999.tb00005.x> (дата обращения: 14.12.2019).
167. Engelmann, K. Measuring the Cost of Corporate Litigation: Five Case Studies / K. Engelmann, B. Cornell // *The Journal of Legal Studies*. – 1988. – Volume 17. Issue 2. – P. 377–399. – ISSN 1537-5366. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jstor.org/stable/3085574> (дата обращения: 10.12.2019).
168. Fama, E.F. A five-factor asset pricing models / E.F. Fama, K.R. French // *Journal of Financial Economics*. – 2015. – Volume 116. Issue 1. – P. 1-22. – ISSN 0304-405X. – Текст : электронный. – DOI <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>. – URL:

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0304405X14002323> (дата обращения: 03.05.2019).

169. Fama, E.F. Common risk factors in the returns on stocks and bonds / E.F. Fama, K.R. French // *Journal of Financial Economics*. – 1993. – Volume 33. Issue 1. – P. 3-56. – ISSN 0304-405X. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/0304-405X(93)90023-5. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X93900235> (дата обращения: 03.05.2019).

170. Fama, E.F. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies / E.F. Fama, K.R. French // *The Journal of Finance*. – 1996. – Volume 51. Issue 1. – P. 55-84. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x>. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1996.tb05202.x> (дата обращения: 13.12.2019).

171. Fama, E.F. The Adjustment of Stock Prices to New Information / E.F. Fama, L. Fisher, M. Jensen, R. Roll // *International Economic Review*. – 1969. – Volume 10. Issue 1. – P. 1-21. – ISSN 0020-6598. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.2307/2525569. – URL: <https://www.jstor.org/stable/2525569> (дата обращения: 14.12.2019).

172. Fama, E.F. The Cross-Section of Expected Stock Returns / E.F. Fama, K.R. French // *The Journal of Finance*. – 1992. – Volume 47. Issue 2. – P. 427-465. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x> (дата обращения: 13.12.2019).

173. Firth, M. Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices / M. Firth, K.P. Wang, S.M.L. Wong // *Management Science*. – 2015. – Volume 61. Issue 7. – P. 1630-1647. – ISSN 1526-5501. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jstor.org/stable/24551495> (дата обращения: 13.12.2019).

174. Freeman, R.E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach* / R.E. Freeman. – 1st edition. – Boston : Harpercollins College Div, 1984. – 275 p. – ISBN 0273019139.
175. Fu, F. The persistence of long-run abnormal stock returns: Evidence from stock repurchases and offerings / F. Fu, Sh. Huang // *Management Science*. – 2016. – Volume 62. Issue 4. – P. 964-984. – ISSN 1526-5501. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.jstor.org/stable/43835033> (дата обращения: 31.03.2019).
176. Giannetti, M. Investor Protection, Equity Returns, and Financial Globalization / M. Giannetti, Y. Kosinen // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2010. – Volume 45. Issue 1. – P. 135-168. – ISSN 1756-6916. – Текст : электронный. – DOI 10.1017/S0022109009990524. – URL: <https://www.jstor.org/stable/27801477?seq=1> (дата обращения: 13.12.2019).
177. *Global Equity Insights* // Global Equity Organisation. – 2017. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.globalequity.org/sites/default/files/2023-04/2017-Global-Share-Plan-Survey-highlights.pdf> (дата обращения: 11.10.2021).
178. Gompers, P.A. Corporate Governance and Equity Prices / P.A. Gompers, J.L. Ishii, A. Metrick // *The Quarterly Journal of Economics*. – 2003. – Volume 118. Issue 1. – P. 107-155. – ISSN 1531-4650. – Текст : электронный. – DOI 10.2139/ssrn.278920. – URL: <https://ssrn.com/abstract=278920> (дата обращения: 13.12.2019).
179. Guidi, F. An analysis of South-Eastern European stock markets: Evidence on cointegration and portfolio diversification benefits / F. Guidi, M. Ugurr // *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. – 2014. – Volume 30. – P. 119-136. – ISSN 1042-4431. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.intfin.2014.01.007. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1042443114000092> (дата обращения: 01.04.2019).
180. Hasan, Sh. The Impact of Firm's Level Corporate Governance on Market Capitalization / Sh. Hasan, N.B. Omar // *The Journal Of Investment*

Management. – 2015. – Volume 4. Issue 4. – P. 119-131. – ISSN 2328-7721. – Текст электронный. – DOI 10.11648/j.jim.20150404.14. – URL: https://www.researchgate.net/publication/280934933_The_Impact_of_Firm's_Level_Corporate_Governance_on_Market_Capitalization (дата обращения: 13.05.2019).

181. Ikenberry, D.L. The Option to Repurchase Stock / D.L. Ikenberry, Th. Vermaelen // Financial Management. – 1996. – Volume 25. Issue 4. – ISSN 1755-053X. – Текст : электронный. – DOI 10.2307/3665586. – URL: <https://www.jstor.org/stable/3665586> (дата обращения: 31.03.2019).

182. Ikenberry, D.L. What Do Stock Splits Really Signal / D.L. Ikenberry, G. Rankine, E.K. Stice // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1996. – Volume 31. Issue 3. – P. 357-375. – ISSN 1756-6916. – Текст : электронный. – DOI 10.2307/2331396. – URL: <https://www.jstor.org/stable/2331396?origin=crossref&seq=1> (дата обращения: 07.01.2020).

183. Jensen, M.C. CEO Incentives: its'Not How Much You Pay, But How / M.C. Jensen, K.J. Murphy // Harvard Business Review . – 1990. – Volume 12. – Текст : электронный. – URL: <https://hbr.org/1990/05/ceo-incentives-its-not-how-much-you-pay-but-how> (дата обращения: 07.01.2020).

184. Jensen, M.C. Theory of the Firm. Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure / M.C. Jensen, W.H. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – Volume 3. Issue 4. – P. 305-360. – ISSN 0304-405X. – Текст : электронный. – DOI [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X?via%3Dihub> (дата обращения: 13.12.2019).

185. Jhandir, S.U. Relationship between Corporate Governance Score and Stock Prices: Evidence from KSE-30 Index Companies / S.U. Jhandir // International Journal of Business and Social Science. – 2012. – Volume 3. Issue 4. – P. 1-11. – ISSN 2519-9161. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://ssrn.com/abstract=1989875> (дата обращения: 12.12.2019).

186. John, K. Dividends, Dilution and Taxes: A Signalling Equilibrium / K. John, J. Williams // *The Journal of Finance*. – 1985. – Volume 40. Issue 4. – P. 1053-1070. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x> (дата обращения: 13.12.2019).

187. Kahneman, D. Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases / D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky. – Cambridge, England : Cambridge University Press. 1982. – 544 p. – ISBN 978-0-5212-8414-1.

188. Kanja, J.N. The effect of initial public offerings on the stock returns of companies listed at the nairobi securities exchange / J.N. Kanja // University of Nairobi Digital Repository : official website. – Текст : электронный. – URL: <http://erepository.uonbi.ac.ke> (дата обращения: 05.01.2020).

189. Kasa, K. Common stochastic trends in international stock markets / K. Kasa // *Journal of Monetary Economics*. – 1992. – Volume 29. Issue 1. – P. 95-124. – ISSN 0304-3932. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/0304-3932(92)90025-W. – URL: [http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304-3932\(92\)90025-W](http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304-3932(92)90025-W) (дата обращения: 05.01.2020).

190. Khanal, A.R. Enhancing food security: Food crop portfolio choice in response to climatic risk in India / A.R Khanal, A. Mishra // *Global Food Security*. – 2017. – Volume 12. – P. 22-30. – ISSN 2211-9124. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.gfs.2016.12.003. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S2211912416300657?via%3Dihub> (дата обращения: 14.12.2019).

191. Knight, J. Value-Based Management: Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value / J. Knight. – New-York : McGraw-Hill, 1998. – 307 p. – ISBN 978-0786311330.

192. Kling, L. Investment preferences and risk perception: Financial agents versus clients / L. Kling, Ch. König-Kersting, St.T. Trautmann // *Journal of Banking & Finance*. – 2023. – Volume 154. – P. 1-16. – ISSN 0378-4266. – Текст :

электронный. – DOI doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106489. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426622000887> (дата обращения: 11.10.2023).

193. Lee Ch. An empirical analysis of European stock repurchases / Ch. Lee, D.E. Demissew, K.C. Gleason // *Journal of Multinational Financial Management*. – 2010. – Volume 20. Issue 2-3. – P. 114-125. – ISSN 1042-444X. – Текст : электронный. – DOI [10.1016/j.mulfin.2010.07.002](https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2010.07.002). – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1042444X10000149> (дата обращения: 20.01.2020).

194. Leithner, S. Market Value and Aggregate Dividends: A Reappraisal of Recent Tests, and Evidence from European Markets / S. Leithner, H. Zimmermann // *Swiss Journal of Economics and Statistics*. – 1993. – Volume 129. Issue 2. – P. 99-122. – ISSN 2235-6282. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://ideas.repec.org/a/ses/arsjes/1993-ii-1.html> (дата обращения: 14.12.2019).

195. Liao, A. The Impact of Effective Investor Relations on Market Value / A. Liao, R. Taffler, E. Nash, V. Agarwal // *SSRN Electronic Journal*. – 2008. – Текст : электронный. – DOI [10.2139/ssrn.1102644](https://doi.org/10.2139/ssrn.1102644). – URL: https://www.researchgate.net/publication/228258419_The_Impact_of_Effective_Investor_Relations_on_Market_Value (дата обращения: 13.12.2019).

196. Lin, Y.M. Stock repurchases, stock options and earnings management: an empirical analysis of U.S. firms / Y.M. Lin, Y.Ch. Chen // *Asia Pacific Management Review*. – 2009. – Volume 14. – P. 349-362. – ISSN 1029-3132. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/5d4e/1aad823f305e23c4ef32a1730d85b576eb01.pdf> (дата обращения 31.03.2019).

197. Manconi, A. Are Buybacks Good for Long-Term Shareholder Value? Evidence from Buybacks around the World / A. Manconi, U. Peyer, Th. Vermaelen. // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2019. – Volume 54. Issue 5. – P. 1899-1935. – ISSN 1756-6916. – Текст : электронный.

– DOI 10.1017/S0022109018000984. URL: <https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/are-buybacks-good-for-longterm-shareholder-value-evidence-from-buybacks-around-the-world/4006D9DB64B8CB12086858D9DBF0A2B5> (дата обращения: 05.01.2020).

198. Marris, R.L. Economic theory of managerial capitalism / R.L. Marris. – London : Palgrave Macmillan London, 1964. – 348 p. – ISBN 978-1-349-81734-4.

199. Maskun, A. The Effect of Current Ratio, Return on Equity, Return on Asset, Earning Per share to the price of the stock of Go-Public Food and Beverages Company in Indonesian Stock Exchange / A. Maskun // International Journal of Academic Research. – 2012. – Volume 4. Issue 6. – P. 134-138. – ISSN 2075-7107. – Текст : электронный. – DOI [doi/full/10.5555/20133019498](https://doi.org/10.5555/20133019498). – URL: <https://www.cabidigitallibrary.org/doi/full/10.5555/20133019498> (дата обращения: 13.12.2019).

200. Merkle, Ch. Do investors put their money where their mouth is? Stock market expectations and investing behavior / Ch. Merkle, M. Weber // Journal of Banking & Finance. – 2014. – Volume 46. Issue C. – P. 372-386. – ISSN 0378-4266. – Текст : электронный. – DOI [10.1016/j.jbankfin.2014.03.042](https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.042). – URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/e55b/889841aff763b037e28401191a1a3c217bda.pdf> (дата обращения: 03.05.2020).

201. Miller, M.H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares / M.H. Miller, F. Modigliani // The Journal of Business. – 1961. – Volume 34. Issue 4. – ISSN 0021-9398. – P. 411-433. – Текст : электронный. – DOI [10.1086/294442](https://doi.org/10.1086/294442). – URL: <http://www.jstor.org/stable/2351143> (дата обращения: 14.12.2019).

202. Miller, M.H. Dividend Policy under Asymmetric Information / M.H. Miller, K. Rock // The Journal of Finance. – 1985. – Volume 40. Issue 4. – P. 1031-1051. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>. – URL:

<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x> (дата обращения: 13.12.2019).

203. Mills, R. Using Economic Profit in Assessing Business Performance / R. Mills, S. Rowbotham, J. Robertson // *Management Accounting UK*. – 1998. November. – P. 34-38. – ISSN отсутствует.

204. Mnookin, R.H. Rational Bargaining and Market Efficiency: Understanding *Pennzoil v. Texaco* / R.H. Mnookin, R.B. Wilson // *Virginia Law Review*. – 1989. – Volume 75. Issue 2. – P. 295–334. – ISSN 0042-6601. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://hls.harvard.edu/bibliography/rational-bargaining-and-market-efficiency-understanding-pennzoil-v-texaco/> (дата обращения: 13.12.2019).

205. Morin, R. Driving Shareholder Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth / R. Morin, S. Jarell. – New-York : McGraw-Hill, 2000. – 397 p. – ISBN 9780071379861.

206. Mranani, M. Research of the stock price overreaction and investor overconfidence issues / B.S. Rahrja, D. Suehaeli, M. Mranani // *Business, Management and Education*. – 2017. – Volume 15. Issue 1. – P. 127-139. – ISSN 2029-6169. – Текст : электронный. – DOI 10.3846/bme.2017.358. – URL: <https://www.researchgate.net/publication/318591034> (дата обращения: 25.04.2019).

207. Myers, S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have / S. Myers, N. Majluf // *Journal of Financial Economics*. – 1984. – Volume 13. Issue 2. – P. 187-221. – ISSN 0304-405X. – Текст : электронный. – DOI [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0). – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X84900230> (дата обращения: 13.12.2019).

208. OECD, Board Practices: Incentives and Governing Risks // *Corporate Governance*. OECD Publishing. – 2011. – ISSN 2076-6535. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264113534-en>. – URL: <https://www.oecd.org/daf/ca/49081438.pdf> (дата обращения: 25.04.2019).

209. Otchere, I. Do share buy back announcements convey firm-specific or industry-wide information? A test of undervaluation hypothesis / I. Otchere, M. Ross // *International review of financial analysis*. – 2002. – Volume 11. Issue 4. – P. 511-531. – ISSN 1873-8079. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/S1057-5219(02)00068-6. – URL: <https://www.researchgate.net/publication/222129656> (дата обращения: 14.12.2019).

210. Pachori, S. Influence of Financial Leverage on Shareholders Return and Market Capitalization: A Study of Automotive Cluster Companies of Pithampur / S. Pachori, Dr. N.K. Totala // *India. 2nd International Conference on Humanities, Geography and Economics*. – 2012. – P. 23-26. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://psrcentre.org/images/extraimages/51.%20412686.pdf> (дата обращения: 14.12.2019).

211. Peterson, D.R. A Further Understanding Of Stock Distributions: The Case Of Reverse Stock Splits / D.R. Peterson, P.P. Peterson // *Journal of Financial Research*. – 1992. – Volume 15. Issue 3. – P. 189-205. – ISSN 1475-6803. – Текст : электронный. – DOI 10.1111/j.1475-6803.1992.tb00799.x/. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1475-6803.1992.tb00799.x> (дата обращения: 20.01.2020).

212. Peyer, U. The Nature and Persistence of Buyback Anomalies / U. Peyer, Th. Vermaelen // *The Review of Financial Studies*. – 2009. – Volume 22. Issue 4. – P. 1693–1745. – ISSN 1465-7368. – Текст : электронный. – DOI 10.1093/rfs/hhn024. – URL: <https://www.jstor.org/stable/30225707> (дата обращения: 31.03.2019).

213. Post, J.E. Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organizational Wealth / J.E. Post, L.E. Preston, S. Sachs. – Stanford : Stanford University Press, 2002. – 376 p. – ISBN 9780804743105.

214. Prasetyantoko, A. Determinants of Corporate Performance Of Listed Companies In Indonesia / A. Prasetyantoko, R. Parmono // *MPRA Paper*. – 2008. № 6777. – P. 1-15. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI

отсутствует. – URL: www.mpra.ub.uninyebcgeb.de (дата обращения: 14.12.2019).

215. Rappaport, A. *Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance* / A. Rappaport. – 2nd edition. – New York : The Free Press, 1986. – 270 p. – ISBN 9780029257203.

216. Rappaport, A. *The Trouble with Earnings and Price/Earnings Multiples* / A. Rappaport, M.J. Mauboussin. – 2001. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <http://www.expectationsinvesting.com/pdf/earnings.pdf> (дата обращения: 03.05.2020).

217. Robertson, J. *Companies do better after share consolidation* / J. Robertson // *Portfolio Direct* : [site Internet] // *Mining journal*. – 2005, September 11. – P. 11. – Текст : электронный. – URL: http://www.portfoliodirect.com.au/MiningJournal/MJ110915_consolidate.pdf (дата обращения: 21.01.2020).

218. Ross, S. *The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach* / S. Ross // *Bell Journal of Economics and Management Science*. – 1977. – Volume 8. Issue 1. – P. 23-40. – ISSN 0361-915X.

219. Rudnicki, J. *Stock Splits as a Value Creation Vehicle* / J. Rudnicki // *SSRN* : official website // *73rd International Atlantic Economic Conference*. – 2012. February 8. – Текст : электронный. – DOI <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2575351>. – URL: <https://ssrn.com/abstract=2575351> (дата обращения: 22.01.2020).

220. Russo, K. *What Is Undercapitalization? Causes, Effects and Examples* / K. Russo // *Oracle NetSuite* : [site Internet]. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.netsuite.com/portal/resource/articles/financialmanagement/undercapitalization.shtml#:~:text=Overcapitalization> (дата обращения: 11.10.2023).

221. Semenikova, E.V. *The Concept of Fair Pricing in the Regulation Framework of the Russian Securities Market* / E.V. Semenikova, L.N. Andrianova,

K.V. Krinichansky // Journal of Reviews on Global Economics. – 2018. – Volume 7. – P. 562-571. – ISSN 1929-7092.

222. Sharma, S. Determinants of equity share prices in India / S. Sharma // Journal of Arts, Science & Commerce. – 2011. – Volume 2. Issue 4. – P. 51-60. – ISSN 2229-4686. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://www.proquest.com/docview/1010409904> (дата обращения: 13.12.2019).

223. Sharpe, F. Capital Asset Prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk / F. Sharpe // The Journal of Finance. – 1964. – Volume 19. Issue 3. – P. 425-442. – ISSN 1540-6261. – Текст : электронный. – DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>. – URL: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x> (дата обращения: 13.12.2019).

224. Simon, H.A. A Comparison of Organisation Theories / H.A. Simon // The Review of Economic Studies. – 1952. – Volume 20. Issue 1. – P. 40-48. – ISSN 1467-937X. – Текст электронный. – DOI 10.2307/2296160. – URL: <https://ideas.repec.org/a/oup/restud/v20y1952i1p40-48..html> (дата обращения: 13.05.2019).

225. Stock Market Data // datahub.io : [сайт]. – URL: <https://datahub.io/collections/stock-market-data#nasdaq-listing> (дата обращения: 11.10.2023). – Текст : электронный.

226. Studies, Research, and Analysis // Информационно-аналитический портал Investopedia.com : [сайт]. – Текст : электронный. – URL: <https://www.investopedia.com/financial-research-data-hub-5192040#:~:text> (дата обращения: 14.01.2023).

227. Sumpahan, P. Winner's Curse, Size Effect and Bandwagon Effect in Explaining the Under-Pricing Phenomenon of Malaysian IPOs / P. Sumpahan // CREAM Current Research in Malaysia. – 2013. – Volume 2. Issue 1. – P. 101-120. – ISSN отсутствует. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: http://www.myjurnal.my/filebank/published_article/25270/Article__4.PDF (дата обращения: 10.01.2020).

228. Uwuigbe, O.R. Corporate governance and share price: Evidence from listed firms in Nigeria / O.R. Uwuigbe // African Research Review. – 2013. – Volume 7. Issue 2. – P. 129-143. – ISSN 2070-0083. – Текст : электронный. – DOI 10.4314/afrrrev.v7i2.8. – URL: <https://www.ajol.info/index.php/afrrrev/article/view/88259> (дата обращения: 13.12.2019).

229. Wafaa, S.M. The Impact of Corporate Governance on Stock Price and Trade Volume International / S.M. Wafaa, M.E. May // Journal of Accounting and Financial Reporting. – 2016. – Volume 6. Issue 2. – P. 27-44. – ISSN 1985-2517. – Текст : электронный. – DOI 10.5296/ijafr.v6i2.9757. – URL: https://www.researchgate.net/publication/305825754_The_Impact_of_Corporate_Governance_on_Stock_Price_and_Trade_Volume (дата обращения: 12.12.2019).

230. Wang, J. Growth/Value, Market-Cap, and Momentum / J. Wang, X. Lu, R. Brooks, H. Holzhauser // The Journal of investing. – 2014. – Volume 23. Issue 1. – P. 1-31. – ISSN 2168-8613. – Текст : электронный. – DOI 10.3905/joi.2014.23.1.033. – URL: https://www.researchgate.net/publication/242582031_GrowthValue_Market-Cap_and_Momentum (дата обращения: 20.11.2019).

231. Welch, I. A comprehensive look at the empirical performance of equity premium prediction / I. Welch, A. Goyal // The Review of Financial Studies. – 2008. – Volume 21. Issue 4. – P. 1455-1508. – ISSN 1465-7368. – Текст : электронный. – DOI 10.3386/w10483. – URL: <https://www.nber.org/papers/w10483> (дата обращения: 03.05.2019).

232. Williamson, O.E. Corporate control and business behaviour / O.E. Williamson. – New-York : Prentice-Hall, 1970. – 196 p. – ISBN 013173203X.

233. Williamson, O.E. Markets and Hierarchies: A Study in the Internal Organizations / O.E. Williamson. – New York : Free Press, 1983. – 286 p. – ISBN 978-0029347805.

234. Williamson, O.E. The economics of discretionary behaviour / O.E. Williamson. – New-York : Prentice-Hall, 1974. – 182 p. – ISBN 0901665088.

235. Winarno, S. Application of Vector Error Correction Model (VECM) and Impulse Response Function for Daily Stock Prices / S. Winarno, M. Usman, Warsono // Journal of Physics: Conference Series. – 2001. – 1751 (1). – P. 1-17. – ISSN 1742-6596. – Текст : электронный. – DOI 10.1088/1742-6596/1751/1/012016. – URL: <https://iopscience.iop.org/article/10.1088/1742-6596/1751/1/012016> (дата обращения: 03.05.2021).

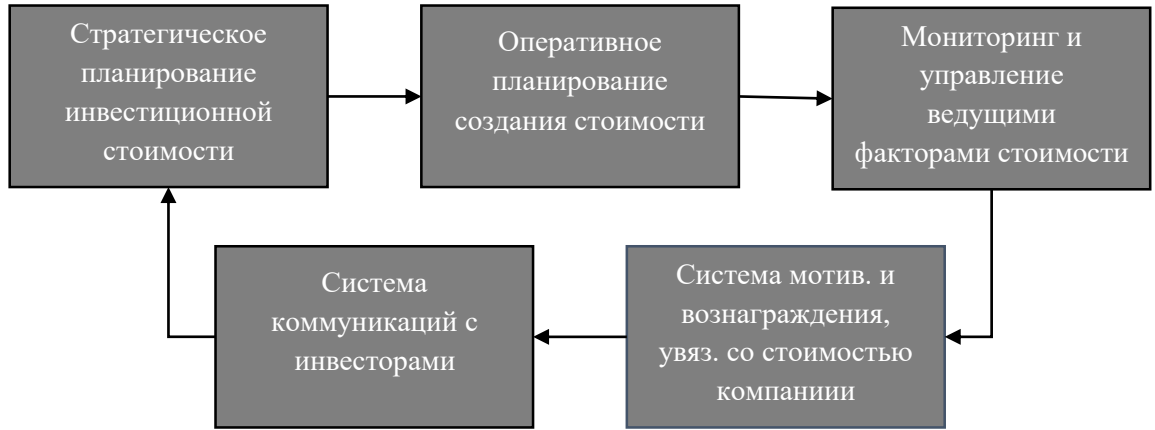
236. What Are Shareholders? (With Types, Rights and FAQs) // Indeed.com : сайт. – 22.05.2023. – Текст : электронный. – DOI отсутствует. – URL: <https://au.indeed.com/career-advice/career-development/what-are-shareholders> (дата обращения: 11.10.2023).

237. Yang, Ch. Cointegration analysis and influence rank – A network approach to global stock markets / Ch. Yang, Y. Chen, L. Niu. Q. Li // Physica A: Statistical Mechanics and its Applications. – 2014. – Volume 400. – P. 168-185. – ISSN 0378-4371. – Текст : электронный. – DOI 10.1016/j.physa.2014.01.011. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378437114000156> (дата обращения: 12.12.2019).

238. Zhao, Ch. Financial indicators analysis using machine learning: Evidence from Chinese stock market / Ch. Zhao, X. Yuan, J. Long // Finance Research Letters. – 2023. – Volume 58. Part D. – 104590. – ISSN 1544-6123. – Текст : электронный. – DOI doi.org/10.1016/j.frl.2023.104590. – URL: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612323009625> (дата обращения: 11.10.2023).

Приложение А
(информационное)

Управление капитализацией на основе управления стоимостью



Источник: составлено автором по материалам [115].

Рисунок А.1 – Подход И.В. Ивашковской. Пентаграмма управления стоимостью акционерного капитала

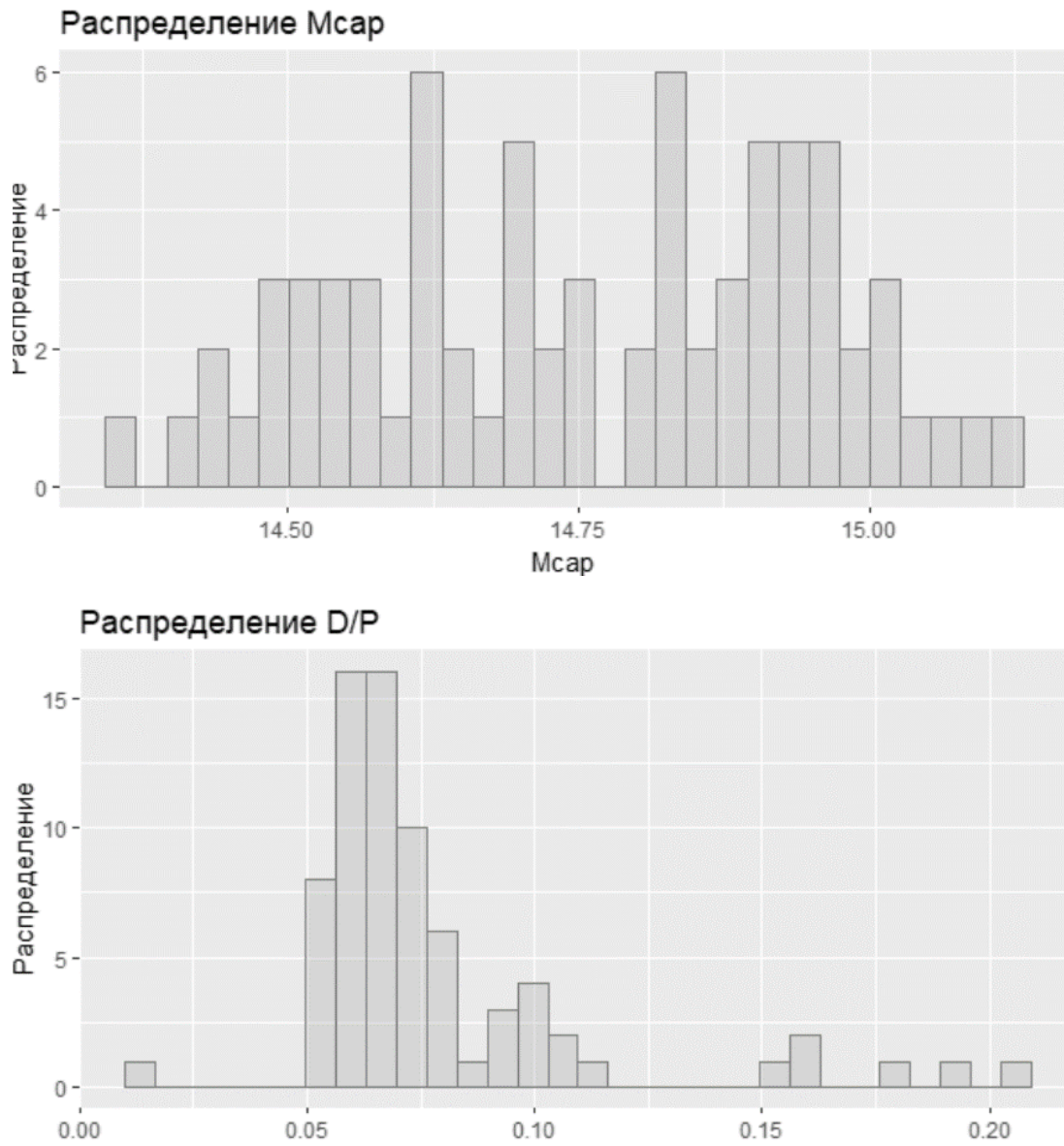


Источник: составлено автором по материалам [19].

Рисунок А.2 – Подход Дж. Пол, Э. Гари (в рамках концепции VBM). Три аспекта менеджмента, основанного на ценности

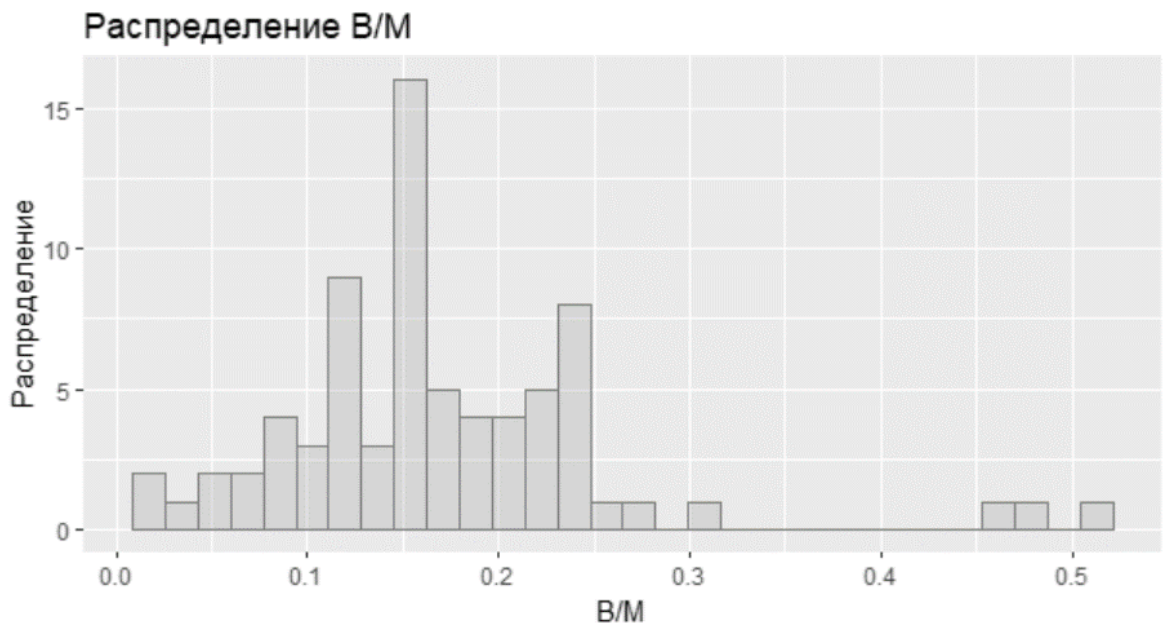
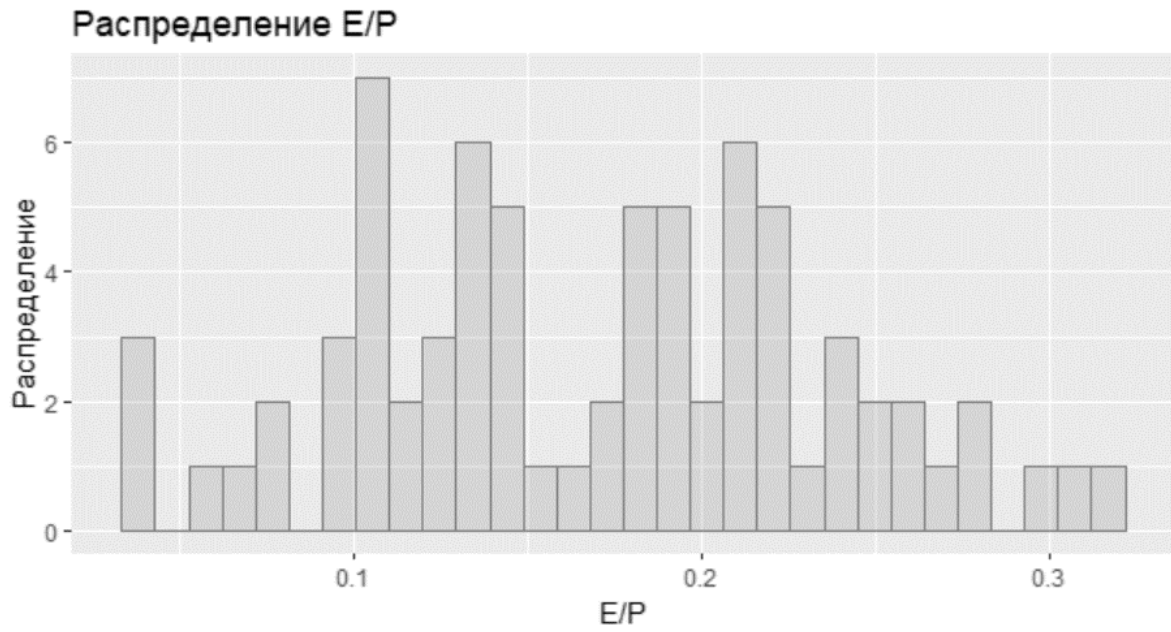
Приложение Б
(Информационное)

Гистограммы распределения переменных

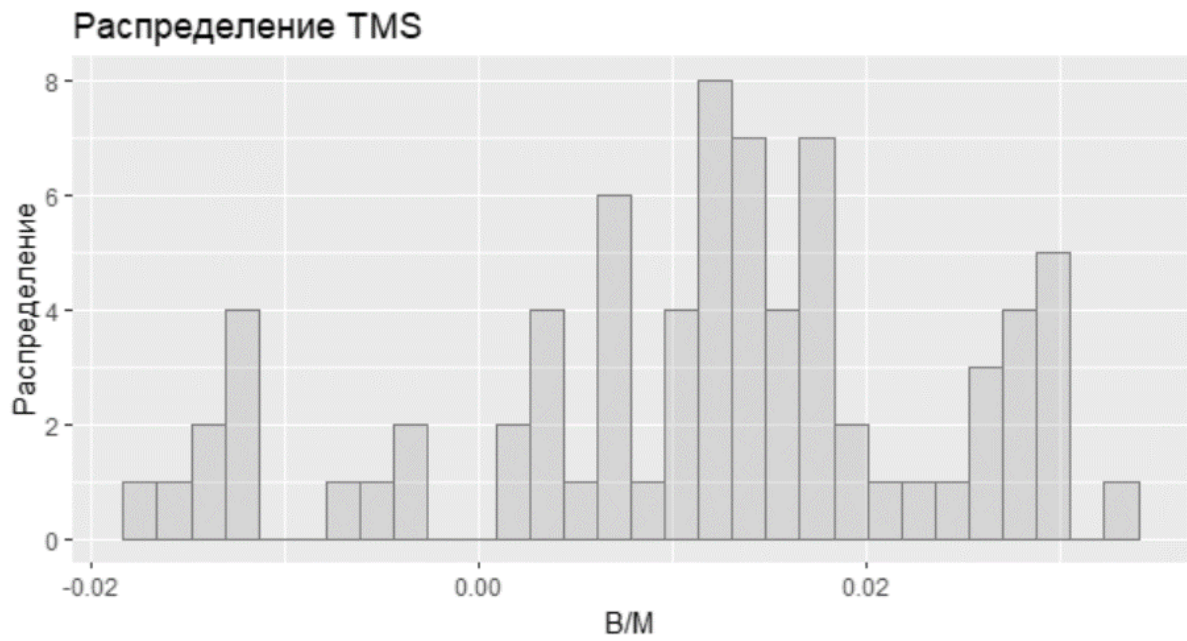


Источник: составлено автором по материалам [105-106].

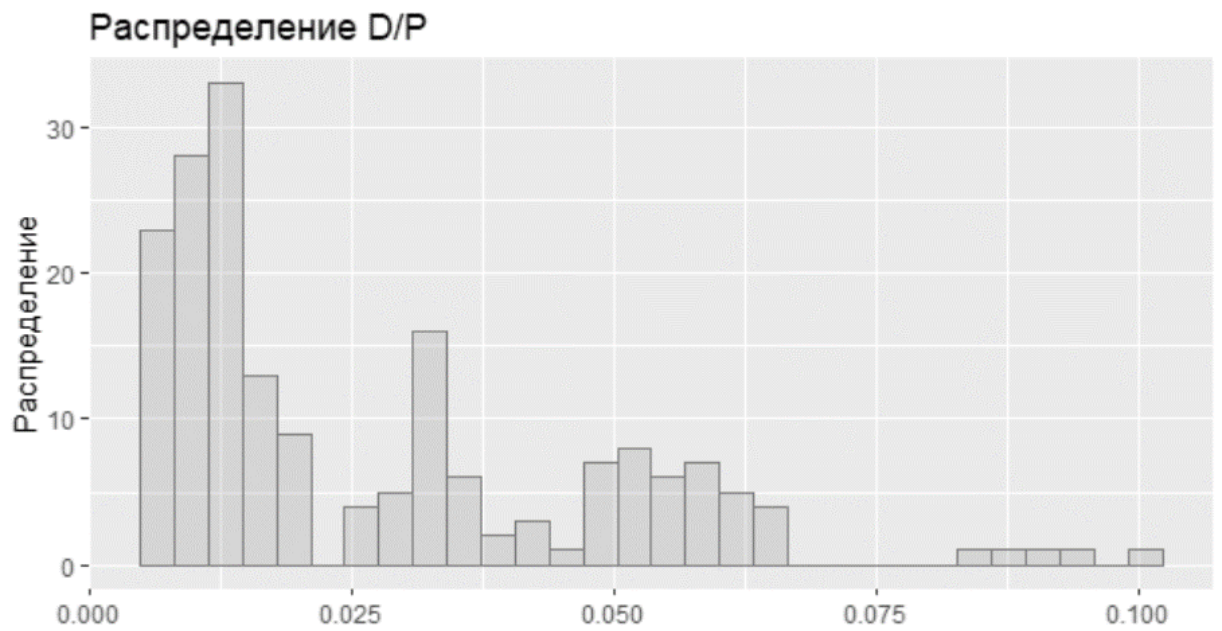
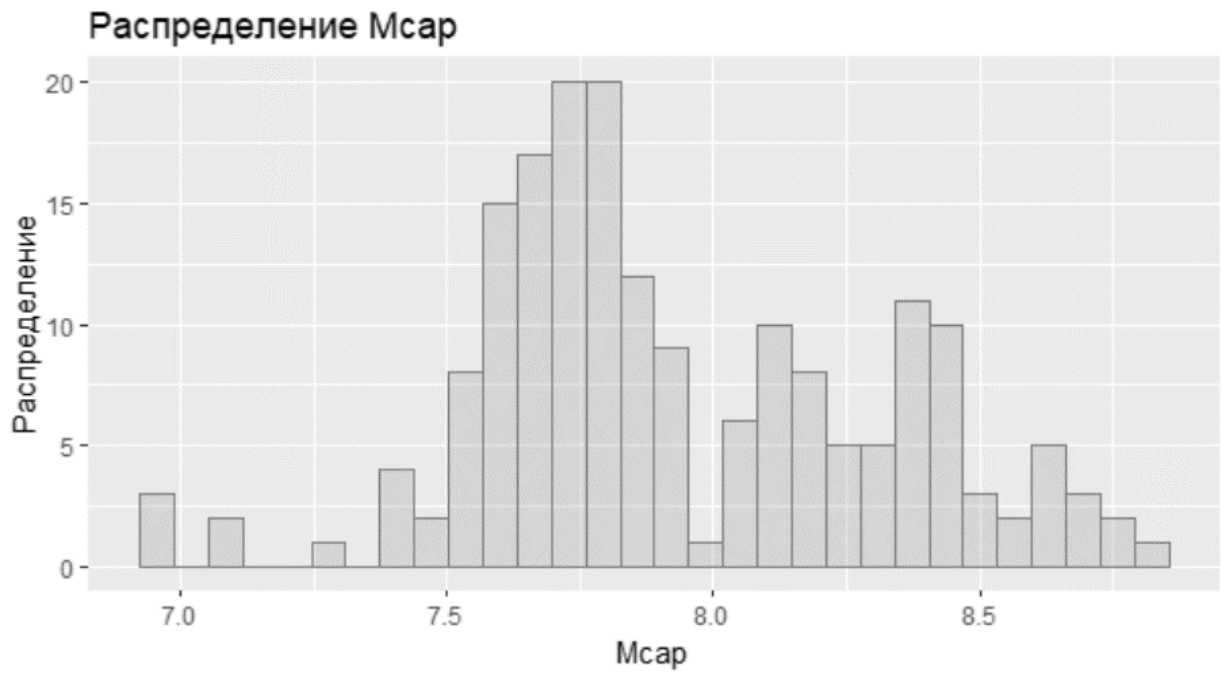
Рисунок Б.1 – Гистограммы распределения переменных для ПАО «Лукойл (Мсар, D/P)



Источник: составлено автором по материалам [105-106].
 Рисунок Б.2 – Гистограммы распределения переменных для ПАО «Лукойл (E/P, B/M)

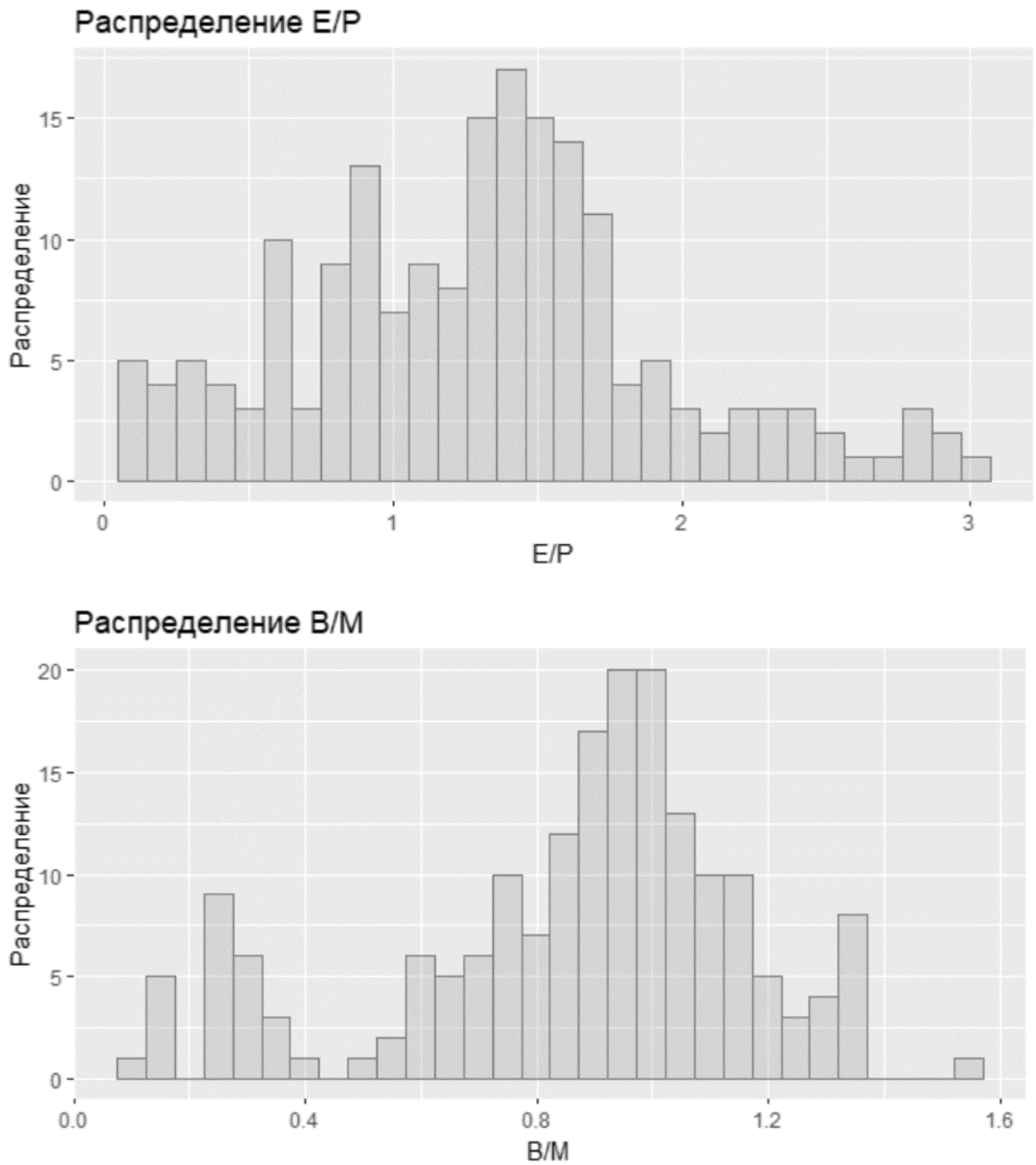


Источник: составлено автором по материалам [105-106].
Рисунок Б.3 – Гистограммы распределения переменных для ПАО «Лукойл (TMS)

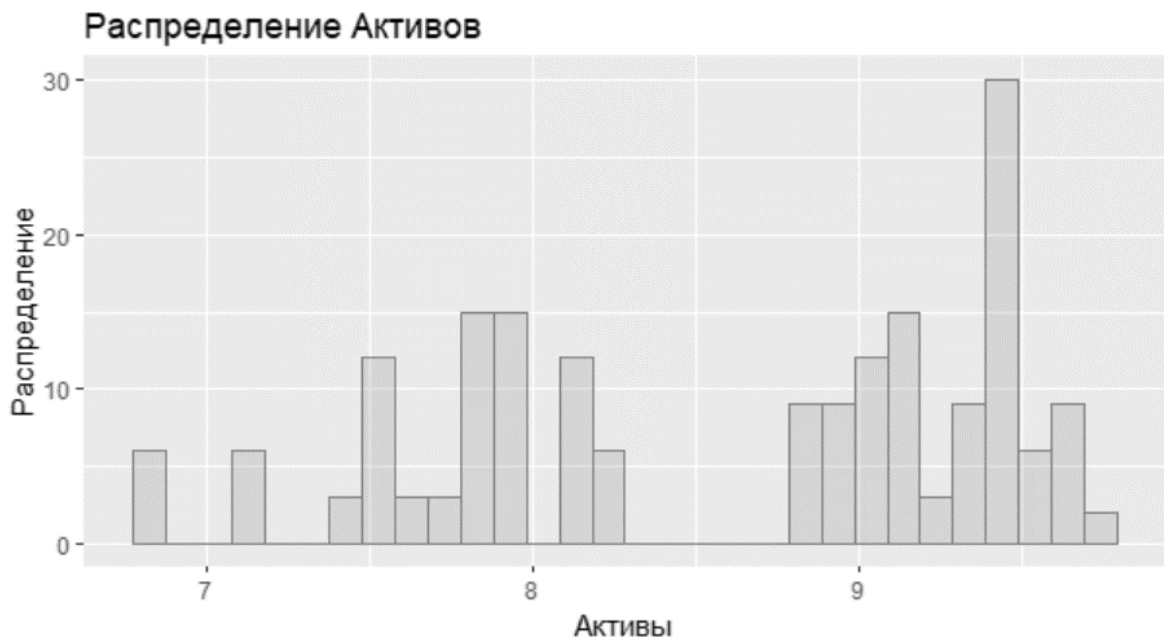
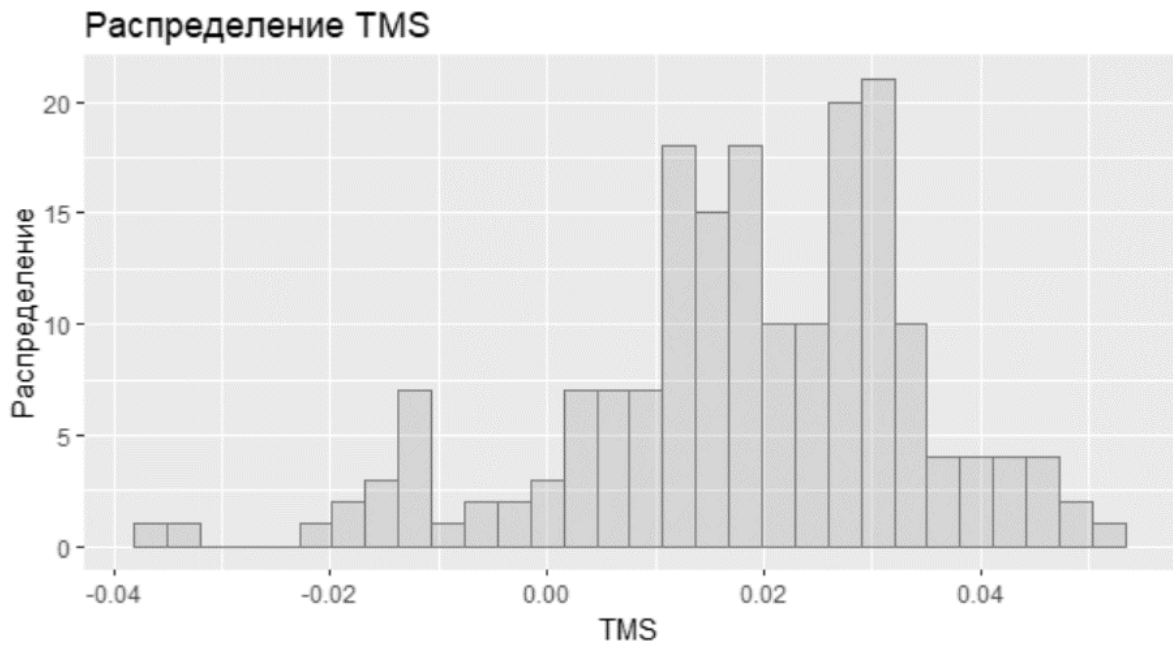


Источник: составлено автором по материалам [105-106].

Рисунок Б.4 – Гистограммы распределения переменных для ПАО «НК «Роснефть» (Мсар, D/P)



Источник: составлено автором по материалам [105-106].
 Рисунок Б.5 – Гистограммы распределения переменных для ПАО «НК «Роснефть»
 (E/P, B/M)



Источник: составлено автором по материалам [105-106].
 Рисунок Б.6 – Гистограммы распределения переменных для ПАО «НК «Роснефть»
 (TMS, Активы)

Приложение В
(Информационное)

Риски для инвесторов

Таблица В.1 – Типы рисков для инвестора

Тип риска	Характеристика
1	2
А. Систематические риски	
1) Процентный риск Возникает из-за изменчивости процентных ставок время от времени	
Ценовой риск	Возникает из-за возможности того, что цена акций может снизиться или упасть в будущем
Риск изменения ставки реинвестирования	Проценты или дивиденды, полученные от инвестиций, не могут быть реинвестированы с той же нормой прибыли, что и ранее
2) Рыночный риск Связан с постоянными колебаниями торговой цены каких-либо конкретных акций или ценных бумаг	
Абсолютный риск	Не имеет никакого содержания. Например, если подбросить монету, то есть пятьдесят процентов шансов получить решку и наоборот
Относительный риск	Оценка риска на различных уровнях бизнес-функций. Например, относительный риск от колебаний валютных курсов может быть выше, если максимальные продажи, учитываемые организацией, относятся к экспортным продажам
Направленные риски	Риски, при которых убыток возникает в результате воздействия на конкретные активы рынка
Ненаправленный риск	Возникает в тех случаях, когда трейдер не всегда следует методу торговли
Базовый риск	Обусловлен возможностью возникновения убытков, возникающих из-за несовершенного подобранных инструментов покрытия риска
Риск волатильности	Изменение цены ценных бумаг в результате изменения волатильности того или иного фактора риска
3) Покупательная способность или инфляционный риск	
Риск инфляции спроса	Возникает из-за роста цен, которые возникают в результате превышения спроса над предложением. Инфляция спроса происходит тогда, когда производственные факторы находятся в состоянии максимального использования
Риск инфляции издержек	Возникает в связи с устойчивым ростом цен товаров, вызвано более высокой стоимостью производства.
Б. Несистематические риски	
1) Бизнес или риск ликвидности Исходит от продажи и покупки ценных бумаг, подверженных влиянию бизнес-циклов, технологических изменений	
Риск ликвидности активов	Связан с убытками, возникающими в результате невозможности продать или заложить активы по их балансовой стоимости или вблизи нее, когда это необходимо

Продолжение таблицы В.1

1	2
Риск ликвидности фондирования	Существует из-за отсутствия доступа к достаточному количеству средств для своевременного осуществления платежа
2) Финансовый и кредитный риск Возникает в связи с изменением структуры капитала организации	
Валютный риск	Возникает в результате потенциального изменения обменного курса валюты в разных странах
Риск восстановления процентной ставки	Обычно требуется оценить скорость восстановления
Суверенный риск	Государство не в состоянии выполнить свои кредитные обязательства, отказываясь от кредитов, которые оно гарантирует
Расчетный риск	Возникает тогда, когда контрагент не предоставляет ценную бумагу или ее стоимость наличными деньгами в соответствии с соглашением о торговле или бизнесе
3) Операционный риск Риски сбоя бизнес-процессов из-за человеческих ошибок	
Модельный риск	Связано с вероятностью потерь, возникающих в результате слабых сторон финансовой модели, используемой при оценке и управлении риском
Человеческий риск	Возникает, когда люди не следуют процедурам, практике и/или правилам организации
Юридический риск	Возникает, когда стороны не имеют законной компетенции заключать соглашение между собой, или когда сделка может противоречить государственной политике или конкретному законодательству
Политический риск	Возникает из-за изменений в политике правительства

Источник: составлено автором по материалам [108].