

В диссертационный совет Финансового университета  
Д 505.001.116 по защите диссертации  
на соискание ученой степени кандидата наук,  
на соискание ученой степени доктора наук

### ОТЗЫВ

на автореферат диссертации Земсковой Ирины Михайловны на тему  
«Управление капитализацией российских публичных акционерных  
компаний», представленной на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы

В послании Президента Российской Федерации Федеральному собранию 2024 г. поставлена задача удвоения к 2030 г. капитализации российских компаний с 33% к ВВП до 66%. В ряде стран (Японии, Южной Корее и Индии) реализуются специальные программы повышения стоимости национальных компаний. Все это свидетельствует о росте интереса к вопросам управления капитализацией как к одному из направлений решения указанных задач. Вышеуказанные факторы предопределяют необходимость внедрения в российских публичных акционерных компаниях принципов управления капитализацией с учетом требований устойчивого развития и ориентации на интересы различных стейкхолдеров.

Значимым результатом диссертационного исследования является обобщение различий в понимании капитализации, теоретических взглядов на цели фирм, а также методов управления капитализацией в работах зарубежных и российских ученых. Это позволило в последующих разделах диссертации обстоятельно подойти к обоснованию мер управления стоимостью на примере ряда крупнейших российских компаний.

Особый интерес представляют предложения соискателя в части факторной модели капитализации эмитентов в отличие от традиционных факторных моделей, объясняющих премии доходности акций эмитентов. Предложена прогностическая модель капитализации ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл». Новацией автора стала попытка объяснения показателя капитализации с помощью ряда традиционных переменных наиболее популярных факторных моделей, а также векторной модели коррекции ошибок (далее – VECM).

Выбрана многофакторная регрессионная модель с пятью объясняющими переменными на основе коэффициента детерминации. Переменные в данной модели выбраны на основе анализа рыночных показателей и финансовых коэффициентов, используемых для измерения стоимости публичной акционерной компании. 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).

Дано обоснование связи между капитализацией и показателями ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл». Присутствует разнонаправленная взаимосвязь в моделях между переменной D/P и капитализацией, что подтверждает противоречивость различных точек зрения о влиянии дивидендных выплат на стоимость компании. Также наблюдается разнонаправленная динамика между показателями E/P и В/М и капитализацией. Также присутствует положительная зависимость между ростом активов и капитализацией, а также между TMS и капитализацией. Дополнительно 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). С одной стороны, российские нефтегазовые публичные акционерные компании недооценены по сравнению с зарубежными компаниями-аналогами, поэтому данные компании могут быть интересны «инвесторам в акции роста». С другой стороны, большинство таких компаний устойчивы и нефтегазовая отрасль может быть интересна «инвесторам в акции стоимости».

Следует отметить некоторые замечания к работе. Отсутствует апробирование прогностической модели на данных 2022-2023 гг., в условиях санкций. Также

разработанная модель является статичной и не учитывает динамичную внешнюю среду ведения бизнеса. Это может привести к необходимости обновления модели. Данное направление может стать предметом дальнейших исследований.

При анализе факторов, влияющих на капитализацию российских компаний, во второй главе исследования, вероятно, можно было бы построить сводную модель разных групп факторов, влияющих на капитализацию, что, тем не менее, не снижает ценности проведенного анализа обособленного влияния разных групп факторов на капитализацию.

Указанные замечания не влияют на общую положительную оценку диссертационного исследования. Научные теоретические, методические и практические положения диссертации имеют достаточно высокую степень аргументации и достоверности.

Представленная диссертация на тему «Управление капитализацией российских публичных акционерных компаний» отвечает требованиям Положения о присуждении ученых степеней (Постановление Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 № 842), а ее автор, Земскова Ирина Михайловна, заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по научной специальности 5.2.4. Финансы.

Заведующий научно-исследовательской  
Лабораторией анализа институтов и финансовых рынков  
Института прикладных экономических исследований  
ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и  
государственной службы при Президенте  
Российской Федерации»  
к.э.н.

Абрамов Александр Евгеньевич

«02» мая 2024 г.

ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»,  
119454, Москва, Вернадского проспект, д.82, стр. 1,  
телефон: +7(499) 956 9539  
e-mail: abramov-ae@ranepa.ru