

Публичное акционерное общество  
«Аэрофлот - российские авиалинии»  
(ПАО «Аэрофлот»)

119019, Москва, ул. Арбат, 1  
Тел.: (499) 500-68-68 / 500-68-69, факс: (499) 500-68-67  
ОКПО 29063984, ОГРН 1027700092661  
ИНН/КПП 7712040126/997650001

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

15.04.2024 № 402-76  
На № 84/41-22 от 11.03.2024

### 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

Вопросы управления капитализацией акционерных обществ, рассматриваемые в диссертации Земсковой Ирины Михайловны, являются актуальными в теории и практики финансовых рынков. В последние несколько лет, особенно в 2023 году, произошел рост количества публичных размещений акций и ожидается, что выход новых компаний на публичный рынок продолжится в обозримом будущем. Таким образом, в России продолжится увеличение числа публичных компаний, а вместе с заявленными на высшем уровне целями по увеличению капитализации российского рынка до 66% ВВП, то есть фактически удвоению капитализации российского рынка – инициативы и программы роста стоимости акций будут находиться в центре внимания публичных эмитентов.

В результате проведенного исследования Земскова И.М. решила ряд важных методических задач и получила следующие результаты.

1) Теоретически обоснована необходимость управления капитализацией российских публичных акционерных компаний, представленных на российском финансовом рынке.

2) Сформирована система показателей в целях управления капитализацией российских публичных акционерных компаний, обращающихся на российском финансовом рынке.

3) Предложена прогностическая модель капитализации ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл».

4) Разработана авторская программа вознаграждения руководства публичной акционерной компании.

Положительной оценки заслуживает представленная в работе система показателей управления капитализацией публичных акционерных компаний, акции которых обращаются на российском фондовом рынке, на основе сбалансированной системы показателей эффективности организации (Balanced Scorecard, далее – BSC). Автором внесены необходимые изменения в существующие и дополнен ряд взаимосвязанных блоков данной системы для переориентации разрабатываемой менеджментом BSC на достижение определенной целевой функции фирмы. Блок показателей «Клиенты» содержательно расширен, разработаны и введены новые необходимые для инвесторов блоки показателей – «Взаимодействие с инвесторами и защита их прав», «Корпоративные действия и дивидендная политика».

Значимость указанных направлений, и соответственно необходимость включения их в систему показателей, определена по результатам регрессионного анализа факторов капитализации и анализа инициатив по повышению капитализации некоторых российских публичных акционерных компаний, которые проанализировал автор.

При разработке системы учитывались результаты анализа факторов капитализации и наиболее значимые меры выборки программ по повышению капитализации российских публичных акционерных компаний на финансовом рынке за 2005-2020 годы, включая операционные улучшения, дивидендную политику, обратный выкуп и другие действия с акциями.

Разработанные и введенные блоки – «Взаимодействие с инвесторами и защита их прав», «Корпоративные действия и дивидендная политика» – основаны на выявленных зависимостях между: показателями дивидендной доходности и капитализацией, обратным выкупом и стоимостью акций, капитализацией и ESG-рейтингами и рейтингами корпоративного управления. По итогам регрессионного анализа позиций стран в рейтинге Мирового банка

«Doing business» выявлена значимость показателей «Простота ведения бизнеса» и «Защита миноритарных акционеров».

Наряду с положительной оценкой следует выделить и ряд моментов, в рамках которых возможно дальнейшее развитие данных исследований. Исследование инициатив и работы публичных эмитентов с капитализацией сфокусировано на компаниях нефтегазовой отрасли, что ограничивает предмет исследования и не учитывает опыт компаний, которые находятся в авангарде работы по управлению капитализацией в России. Также, представляется возможным значительно расширить вопросы исследования взаимосвязи КПЭ и капитализации. В рамках данной работы отсутствует привязка рекомендаций автора к предмету исследования, они фактически являются приложением к первой части исследования. Однако в защиту автора можно сказать, что данная тематика может стать предметом отдельного большого научного исследования.

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.

Заместитель директора  
Департамента корпоративных финансов,  
начальник Отдела по связям с инвесторами и рынкам капитала  
ПАО «Аэрофлот»  
к.э.н.

Напольнов Андрей Викторович

« 15 » \_\_\_\_\_ 04 \_\_\_\_\_ 2024 г.

ПАО «Аэрофлот»,  
119019, Москва, ул. Арбат, д. 1,  
телефон: +7(495) 752 9016  
e-mail: anapolnov@aeroflot.ru

Handwritten signature and blue circular stamp of the Department of Corporate Finance, Aeroflot PJSC.

Blue rectangular stamp with illegible text.