

## ОТЗЫВ

на диссертацию Земсковой Ирины Михайловны  
члена диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.116  
по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук,  
соискание ученой степени доктора наук,  
доктора экономических наук, доцента  
Криничанского Константина Владимировича

Земскова Ирина Михайловна представила диссертацию на тему: «Управление капитализацией российских публичных акционерных компаний» на соискание учёной степени кандидата экономических наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки).

Содержание диссертации соответствует паспорту научной специальности 5.2.4. Финансы (экономические науки) в части пункта 22 «Финансовые инструменты и операции с ними» и пункта 24 «Финансовые рынки: типология, специфика, особенности функционирования. Регулирование финансовых рынков».

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что, взяв разработку актуальной для российской экономики и финансовой науки тему, соискатель учёной степени Земскова И.М. предложила развитие как теоретических, так и практико-ориентированных положений, касающихся проблемы управления капитализацией публичных акционерных компаний. Соискатель выявил и классифицировал факторы, влияющие на капитализацию публичных акционерных компаний, разработал подход к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний, позволяющий компаниям достигать своих стратегических целей.

Соискатель учёной степени Земскова И.М. ввела в научный оборот новые научные результаты. Среди них *теоретические*:

– обобщенные методические подходы к управлению капитализацией публичных акционерных компаний в контексте трех основных методов управления капитализацией — управления стоимостью компании, управления стоимостью акций и управления количеством акций в обращении;

– классификация научной категории «капитализация» и типов инвесторов на основании ряда признаков; классификация факторов, влияющих на капитализацию;

- характеристики агентского конфликта между разными группами стейкхолдеров: собственниками и менеджментом, мажоритарными и миноритарными акционерами;

- выявление факторов, влияющих в наибольшей степени на динамику капитализации российских компаний;

- систематизация научных взглядов на управление капитализацией акционерных компаний.

К *практическим* результатам следует отнести следующие:

- разработка программы вознаграждения руководства российской публичной акционерной компании;

- система показателей в целях управления капитализацией и прогностическая модель капитализации публичной акционерной компании.

Выполненное соискателем диссертационное исследование «Управление капитализацией российских публичных акционерных компаний» логично по своей структуре и обладает внутренним единством. Название глав и параграфов раскрываются их содержанием.

Обоснованность положений и выводов диссертации «Управление капитализацией российских публичных акционерных компаний» подтверждена следующими аргументами.

Автор диссертации использовал достоверные источники исходной информации и опирается на релевантные поставленным задачам методики их обработки. Автор опирается на принцип гомогенности при формировании наборов данных и анализирует опыт управления капитализацией крупных корпораций – резидентов российского фондового рынка, прежде всего, ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл», дополняя анализ данными, характеризующими динамику цен акций нефтегазовых акционерных компаний, акции которых торгуются на Московской бирже, и публичных нефтегазовых компаний, входящих в индекс S&P 500.

Заслуживает внимания предложенная автором систематизация мер в рамках политики корпораций, ориентированной на повышение их капитализации, охвативших такие меры, как дивидендная политика, устойчивое развитие, отношения с инвесторами, качество корпоративного управления, внутрифирменные преобразования, обратный выкуп и другие действия с акциями, управление рисками, система мотивации (п.п. 1.3—1.4 и с. 90 диссертации), а также проведенный на этой основе сопоставительный анализ применения (или не применения) данных мер российскими компаниями (с. 90 диссертации), а также статистический анализ (с использованием метода событийного анализа, в основе которого берется оценка реакции фондового

рынка на произошедшее событие) (с. 111—129 диссертации). Данный анализ вместе с результатами построения прогностической модели капитализации публичных акционерных компаний (п. 3.1) позволили соискателю обосновать систему показателей в целях управления капитализацией публичной акционерной компании, сориентировать ее в зависимости от статуса стейкхолдера (п. 3.2 диссертации) и воплотить итоги исследования в форму программы вознаграждения руководства акционерной компании (п. 3.3 диссертации).

Обращу внимание на качественную и количественную сопоставимость авторских результатов с результатами, представленными в независимых источниках по данной тематике таких авторов, как Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин, И.В. Ивашковская, Дж. Пол, Э. Гари, Т.В. Ващенко, Р.О. Восканян и др., опубликованных “The Journal of Finance”, “Journal of Financial Economics”, “Российский журнал менеджмента” и других индексируемых академических журналах и монографических изданиях.

Достоверность выносимых на защиту положений и полученных Земсковой И.М. результатов подтверждается использованием данных, полученных из официальных источников (официальные сайты компаний ПАО «НК «Роснефть», ПАО «Лукойл», база данных «конструктор CAPM-RU» Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС, данные Московской биржи, ресурсы, содержащие котировки цен акций, входящих в расчет индекса S&P 500), и используемыми методами научного анализа.

Результаты исследования Земсковой И.М. прошли апробацию в форме докладов на международных конференциях — научно-практической конференции «Цифровизация финансовых рынков: точка бифуркации» (Москва, Финансовый университет, 20 апреля 2018 г.); международной научно-практической конференции «Научный поиск молодых исследователей» (Москва, Финансовый университет, 19 мая 2018 г.); X международном научном студенческом конгрессе «Образ будущего глазами студентов» (Москва, Финансовый университет, 20 апреля 2019 г.); научно-практической конференции «Научный поиск молодых исследователей» (Москва, Финансовый университет, 28 апреля 2020 г.); международной научно-практической конференции «Финансовая стабильность банковского сектора: риски и возможности» (Москва, Финансовый университет, 23 марта 2023 г.).

Диссертация содержит сведения о личном вкладе Земсковой И.М. в науку, который выразился в следующем:

– в непосредственной работе соискателя над формированием набора исходных данных и проводимых с ними расчетах;

– в непосредственном участии автора диссертации на всех этапах процесса исследования;

– в личном участии автора диссертации в апробации результатов исследования, в обработке и интерпретации полученных в результате расчетов данных, результатом чего явились:

- сформированная система показателей, применение которой востребовано в процессе управления капитализацией российских публичных акционерных компаний, акции которых обращаются на фондовом рынке;
  - прогностическая модель капитализации компаний ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл», основанная на итогах построения и сравнения четырех факторных моделей (САРМ; трехфакторная модель Фамы и Френча; четырехфакторная модель Кахарта; многофакторная модель с пятью объясняющими переменными, выбранными на основе анализа рыночных показателей и финансовых коэффициентов, используемых для измерения стоимости публичной акционерной компании) и векторной модели коррекции ошибок (VECM);
  - разработанная программа вознаграждения руководства публичной акционерной компании, вобравшая в себя результаты анализа практического применения действовавших программ вознаграждения руководства и ориентированная на повышение значимости мотивационной политики как фактора управления капитализацией, а также сближение интересов акционеров и топ-менеджмента;
- в подготовке основных публикаций по выполненной работе.

Соискатель продемонстрировал владение системными теоретическими знаниями по специальности 5.2.4 Финансы, и на высоком уровне овладел принципами, логикой и методологией научного познания, включая общенаучные методы как наблюдение, количественно-статистический анализ, моделирование, сравнительный анализ, обобщение, классификация, группировка и др. Соискатель продемонстрировал требуемое владение математическим аппаратом, необходимым для моделирования и оценки экономических процессов.

Все материалы или отдельные результаты, заимствованные Земсковой И.М. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования.

Соискатель учёной степени Земскова И.М. указала, что лично ей получены следующие результаты:

– теоретически обоснована необходимость управления капитализацией публичных акционерных компаний; систематизированы теоретические представления о капитализации публичных акционерных компаний; осуществлена классификация научной категории «капитализация»; 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;

– сформирована система показателей в целях управления капитализацией публичных акционерных компаний на основе сбалансированной системы показателей эффективности организации; по результатам регрессионного анализа факторов капитализации и анализа программ повышения капитализации российских публичных акционерных компаний определена значимость направлений усилий корпорации в рамках политики управления ее капитализацией;

– предложена прогностическая модель капитализации ПАО «НК «Роснефть» и ПАО «Лукойл» в виде пятифакторной регрессионной модели, с помощью которой определена значимость влияния на капитализацию компании следующих факторов: финансовое состояние компании в виде финансовых показателей ( $D/P$ ,  $E/P$ ), размер компании,  $V/M$ , спрэд краткосрочной и долгосрочной доходности облигаций;

– 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.

В соавторстве получены следующие результаты:

– предложена прогностическая модель капитализации на примере ПАО «Лукойл» на основе модели Фамы и Френча и анализа рыночных и внутренних показателей измерения стоимости публичной акционерной компании, отраженная в совместной публикации с к.э.н., доцентом Андриановой Л.Н.;

– на основе анализа влияния экологического рейтинга на цену акций определен краткосрочный эффект влияния на цену акций: публикация экологического рейтинга воспринимается на российском рынке как

положительная новость, однако эффект на цену акций не превышает 3%, что отражено в совместной публикации с к.э.н., доцентом Андриановой Л.Н.

Основные научные результаты диссертации опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России, в 5 работах общим объемом 4,0 п.л. (авторский объем – 3,35 п.л.);

Соискатель учёной степени Земскова И.М. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показала себя как глубокий, критически мыслящий, обладающий навыками использования и развития разнообразного сложного методического аппарата исследователь. При этом диссертация Земсковой И.М. не лишена недостатков.

Обратимся к главе 2. На с. 106—111 автор представляет результаты эконометрического анализа влияния рыночных мультипликаторов на капитализацию российских публичных акционерных компаний. Автор указывает, что исследуемый период — это 2012-2019 годы, однако не указывает временной шаг при формировании набора данных. Вместо этого говорится, что весь период включает 56 исследуемых периодов. Вместе с тем, если бы данные были квартальными, мы бы увидели 32 подпериода, если месячные — 96. Предположу, что 56 — это опечатка. Тогда, если принять, что брались месячные данные, возникает вопрос, каким образом формировалась информация на ежемесячной основе для тех переменных, для которых требуется ежеквартальная отчетность? Либо мультипликаторы (типа P/E) брались не как отчетные, а как прогнозные? В этом случае хотелось бы видеть пояснение, на основе каких источников информации они формировались. В части выводов автора по этой модели отмечу некорректность сопоставления с результатами работ Ю. Фамы и К. Френча, поскольку модель Фамы-Френча соискателем в данной части работы не применялась.

В некоторых фрагментах работы автор не вполне оправданно использует оригинальные англоязычные названия, не приводя русскоязычных выражений (пример: «MVA рассчитывается как Market Value of Capital Employed за вычетом Invested Capital» (с. 43 диссертации). Среди прочих замечаний отмечу: рисунок 16 – Динамика акций компаний (с. 89 диссертации) явно нуждается в информации относительно оси абсцисс (на ней отсутствует шкала и соответствующие ей значения); в ряде мест диссертации встречаются опечатки и ошибки орфографии.

Возражение также вызывает утверждение что российские нефтегазовые публичные акционерные компании могут быть интересны инвесторам в акции роста на основании механистического наблюдения, устанавливающего факт недооценки данных компаний по сравнению с зарубежными компаниями-аналогами. Во-первых, само сопоставление российских и зарубежных компаний

требует гораздо большего погружения в анализ на основе финансовой отчетности, мультипликаторов стоимости, а также специфических мультипликаторов нефтяного сектора (в таком объеме этот анализа в работе не проводится). Во-вторых, инвесторы в акции роста руководствуются совершенно иными критериями при выборе активов для инвестирования, нежели сравнительная оценка, указываемая соискателем.

Имеющиеся недостатки, на наш взгляд, не умаляют высокого качества проведенного исследования и значительного вклада автора в развитие предметной области, связанной с теорией формирования и управления капитализацией публичных компаний.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация Земсковой Ирины Михайловны «Управление капитализацией российских публичных акционерных компаний»:

- 1) соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите;
- 2) соответствует установленным критериям и требованиям.

Криничанский Константин Владимирович  
доктор экономических наук, доцент

22 марта 2024 г.



научная специальность  
«Экономика»

К.В.

а  
за

д  
е  
с

т  
л.  
г.