

## 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  
Рубцова Бориса Борисовича

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

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Работа написана на актуальную тему, имеющую как теоретическое, так и практическое значение.

Цель исследования И.М.Земсковой заключается в теоретическом обосновании необходимости управления капитализацией публичных компаний, представленных на российском финансовом рынке, и разработке рекомендаций по практической реализации форм и методов управления капитализацией.

В первой главе (с.15-69) соискателем проведен анализ капитализации как экономической категории, рассмотрены различные трактовки капитализации и ее связь с другими категориями, представлен анализ зарубежной и

российской научной литературы, посвященный капитализации компаний и факторов, оказывающих на нее влияние.

И.М.Земскова делает вывод о том, что 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. Предлагается учитывать синтез этих теорий при формировании системы показателей в целях управления капитализацией акционерных компаний.

Особый интерес представляет проведенный автором анализ и систематизация факторов, влияющих на капитализацию на основе многочисленных работ зарубежных и отечественных исследователей ((пар. 1.4).

Во второй главе (с.70-129) проведено исследование факторов, влияющих на капитализацию 7 российских компаний нефтегазового сектора (ПАО «Газпром», ПАО «Лукойл», ПАО «НК «Роснефть», ПАО «НК «Руснефть», ПАО «НОВАТЭК», ПАО «Сургутнефтегаз», ПАО «Татнефть») за период с начала прошлого десятилетия по настоящее время. В пар. 2.1 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. Во втором параграфе И.Земскова обобщила опыт ряда российских компаний разных отраслей, которые в общей сложности

реализовали 17 корпоративных программ. В частности, в таблице 19 приведены результаты этого исследования.

Одним из способов управления капитализацией выступают программы вознаграждения менеджмента. Этому посвящен пар. 2.3 работы. 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.

Параграф 2.4 содержит эконометрический анализ факторов, влияющих на динамику капитализации российских публичных акционерных компаний.

Третья глава (с.130-167) посвящена вопросам разработки подходов к управлению капитализацией российских публичных акционерных компаний.

Соискатель попыталась разработать прогностическую модель динамики капитализации российских компаний на основе моделей CAPM, трехфакторной модели Фамы и Френча, модели Кахарта, факторной модели, модели VECM (пар.3.1). В параграфе 3.2 И.Земскова предложила систему показателей в целях управления капитализацией российской публичной компании – ее повышения или снижения, или удержания на определенном уровне – основанную на сбалансированной системе показателей эффективности организации (ССП) с учетом анализа факторов, влияющих на капитализацию, и показателей, отражающих это влияние, проведенного во второй главе диссертации. В параграфе 3.2 соискатель представила разработанную ею программу вознаграждения менеджмента российских компаний, направленную на повышение капитализации публичных акционерных компаний.

В исследовании И.М.Земсковой, с нашей точки зрения, есть элементы научной новизны.

В области теории к достижениям автора относятся: обобщение методических подходов к управлению капитализацией публичных акционерных компаний в контексте трех основных методов управления капитализацией (управление стоимостью компании, стоимостью акций и количеством акций в обращении); классификация понятия «капитализация» и типов инвесторов на основании ряда признаков; авторская классификация факторов, влияющих на капитализацию; выявление факторов, влияющих в наибольшей степени на капитализацию 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; систематизация научных взглядов на управление капитализацией акционерных компаний.

Практическая значимость работы заключается в возможности использования разработанной в диссертации программы вознаграждения руководства российской публичной акционерной компании, системы показателей в целях управления капитализацией 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.

.С нашей точки зрения в работе нет ошибочных утверждений, выводов, однако есть небольшие замечания и вопросы.

Временной период, на основе которого проведено исследование, заканчивается, насколько можно судить, 2021 годом. Это объясняется тем, что

