

На правах рукописи



ВОЛОДИНА АНАСТАСИЯ ОЛЕГОВНА

**ФИНАНСОВЫЙ ИНСТРУМЕНТАРИЙ УПРАВЛЕНИЯ
КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ ЭКОСИСТЕМЫ КОРПОРАЦИИ**

Специальность

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2022

Работа выполнена на кафедре финансов и кредита в ФГБОУ ВО «Государственный университет управления» (ГУУ)

Научный руководитель: доктор экономических наук, профессор,
Траченко Марина Борисовна

Официальные оппоненты: **Семенкова Елена Вадимовна**
доктор экономических наук, профессор,
ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», профессор кафедры

Хрустова Любовь Евгеньевна
кандидат экономических наук,
ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», доцент Департамента

Ведущая организация: **ФГАОУ ВО «Российский университет дружбы народов»**

Зашита состоится «30» июль 2022 г. в 14:00 часов на заседании диссертационного совета Д212.049.14, созданного на базе ФГБОУ ВО «Государственный университет управления» (ГУУ) по адресу Рязанский проспект, д.99, Москва, 109542, корпус поточных аудиторий, конференц-зал Научной библиотеки ГУУ.

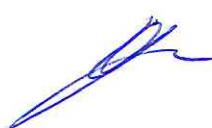
С диссертацией и авторефератом можно ознакомиться в библиотеке и на сайте ФГБОУ ВО «Государственный университет управления» (ГУУ): <https://www.guu.ru>.

Объявление о защите и автореферат диссертации размещены на официальном сайте ВАК Министерства науки и высшего образования Российской Федерации: <https://vak.minобрнауки.gov.ru>.

Отзывы на автореферат, заверенные печатью, просим направлять по адресу университета.

Автореферат разослан «___» 2022 года.

Ученый секретарь диссертационного совета Д212.049.14, кандидат экономических наук, доцент



Ревзон О.А.

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы диссертационного исследования. Одним из показателей, на основе которого принимаются решения инвесторами о вложении средств в корпорацию, является капитализация. Величина капитализации, как правило, не совпадает с фундаментальной стоимостью корпорации и является высоко волатильным показателем, поскольку формируется на фондовом рынке и отражает влияние различных факторов. Завышенная оценка рынком корпорации, то есть существенное превышение капитализации над ее фундаментальной стоимостью, может повлечь за собой повышение риска обрушения котировок акций, следствием чего может стать снижение рыночной цены корпорации, которое может стать причиной того, что корпорация не сможет привлечь необходимый объем финансовых ресурсов для достижения целей своей деятельности. Еще одним негативным следствием снижения капитализации корпорации может стать уход мажоритарных акционеров, который может привести к повышению риска поглощения корпорации в силу структурных изменений состава собственников. В целях привлечения необходимого объема финансирования и повышения инвестиционной привлекательности корпорации необходимо обеспечение долгосрочного роста капитализации в процессе ее деятельности, который должен быть обусловлен улучшением финансового состояния и повышением ее фундаментальной стоимости.

Существующие исследования, которые посвящены факторному анализу капитализации, в большинстве своем ограничиваются построением эконометрических моделей, которые могут быть применимы для анализа влияния факторов, действующих на рыночную цену корпорации, и прогнозирования величины капитализации в определенных заложенных при разработке моделей условиях. Однако необходимо выявление факторов фундаментальной стоимости, которые могут быть управляемы корпорацией, и на их основе разработка финансового инструментария управления капитализацией в целях ее роста на фоне улучшения финансовых индикаторов деятельности, что подтверждает актуальность темы настоящего исследования.

Степень научной разработанности темы исследования. Появление и развитие экосистемной концепции, ее применение в отношении субъектов экономики отражено в работах российских и зарубежных авторов Вуда Д., Мура Дж.Ф., Раменской Л.А., Тиса Д., Колина К.К., Клейнера К.К., Попадюка Т.Г.

Становлению и развитию стоимостной концепции управления деятельностью корпорации посвящены работы таких ученых как Асташовой Ю.А., Бродунова А.Н., Домниной С.В., Жуковой К.В., Ивашковской И.В., Коллера Т., Коупленда Т., Миллера М.Г., Модильяни Ф., Муррина Дж.,

Раппопорта А. Отдельные исследования посвящены вопросам формирования структуры капитала, оценки стоимости капитала, которые отражены в трудах Гузовского Я.Е., Дедюхина В.А., Линтнера Дж., Лукашенко И.В., Мурашкина Р.Н., Розенберга Б., Толе Т., Фамы Ю., Федоровой Е.А., Френча К., Шарпа У.

Вопросы, посвященные сущности и исследованию управления капитализацией отражены в работах Алмосова А.П., Белемаевой А.В., Бреховой Ю.В., Гвоздаревой А.И., Земковой И.М., Кажохиной Л.Ю., Калимуллина Д.М., Корзенка П.В., Лемещенко П.С., Мищенко К.Н., Реука А.М., Рыбаченко Е.А., Шуралева Д.А. Отдельное направление исследований включает в себя работы, в которых отражено выявление наиболее значимых факторов, оказывающих влияние на изменение капитализации, и на их основе построение моделей, использование которых позволяет воздействовать на величину капитализации, часть из которых представлены в работах Когденко В.Г., Михайловой Е.Л., Плотникова А.П., Стародумовой Ю.А., Тишко Р.В., Черновой О.А., Шишлова Р.А. Особое внимание в научной литературе уделяется исследованию динамики капитализации корпораций нефтегазового сектора как одного из ключевых сегментов российской экономики, что отражено в трудах Бусыгина Р.М., Гильмутдинова Р.З., Мартынова П.В., Нуриева Р.М., Чернятьевой М.Р., Чуйковой Н.М., Шимко О.В.

В научной литературе не уделяется внимания выявлению зависимости между сбалансированным ростом корпораций и динамикой их капитализации. Однако исследования, отражающие изучение сбалансированного роста представлены в работах таких авторов как Визванатан Р., Доме И.Н., Карлетон В., Кидяева А.Ю., Киссер М., Лернер Е., Хиггинс Р., Дж. Ван Хорн.

Несмотря на исследования отдельных аспектов причинно-следственных связей динамики капитализации корпорации, выявление факторов и разработку, как правило, эконометрических моделей управления капитализацией, в научной литературе недостаточно исследована сущность капитализации в современных условиях экономического развития Российской Федерации в целях ее управления посредством использования финансового инструментария.

В качестве **объекта** настоящего исследования выступают публичные акционерные общества, представленные на российском фондовом рынке.

Предметом исследования является капитализация корпорации.

Цель диссертационного исследования состоит в разработке финансового инструментария управления капитализацией экосистемы корпорации на основе обобщения научных исследований и анализа ключевых финансовых показателей корпораций для повышения капитализации в интересах основных акторов экосистемы корпорации.

Поставленная цель обусловила постановку и решение следующих задач диссертационного исследования:

1. определить сущность экосистемы корпорации как объекта управления капитализацией;
2. разработать методические подходы к классификации факторов, оказывающих влияние на динамику капитализации экосистемы корпорации, исследовать существующие научные подходы к управлению капитализацией корпорации;
3. провести факторный анализ капитализации экосистемы корпорации, включающий исследование влияния показателей фондового рынка, финансовых индикаторов деятельности, макроэкономических, отраслевых показателей, а также потенциала сбалансированного роста на изменение величины капитализации;
4. разработать и апробировать модель оценки ожидаемой доходности акций инвесторами в целях управления капитализацией экосистемы корпорации;
5. предложить механизм управления финансовым состоянием корпорации в целях повышения капитализации ее экосистемы;
6. сформировать методические рекомендации по управлению капитализацией экосистемы корпорации на основе модели сбалансированного роста (SGR).

Теоретическая и методологическая основа диссертационного исследования. Теоретической основой настоящей работы являются фундаментальные и прикладные исследования зарубежных и отечественных ученых, отражающие вопросы управления капитализацией, ее сущности, экосистемного подхода, практические результаты исследований факторного анализа капитализации, а также посвященные развитию и ключевым понятиям стоимостной концепции. Методологическая основа диссертационной работы представлена как общеначальными методами: анализ, синтез, обобщение, сравнение; так и статистическими методами (корреляционный и регрессионный анализ).

Эмпирическую основу исследования составили: законодательная база Российской Федерации, статистические и аналитические материалы, отражающие данные о капитализации фондового рынка, котировках акций российских публичных акционерных обществах, дивидендных выплатах, а также финансовая отчетность пятидесяти трех российских корпораций за период 2009-2020 гг.

Область исследования. Настоящее диссертационное исследование выполнено в соответствии с пунктами 3.2 «Организационно-экономические аспекты финансов предприятий и организаций», 3.8 «Обеспечение стоимостного

прироста финансовых ресурсов» и 5.1 «Теория, методология и концептуальные основы формирования стоимости различных объектов собственности» паспорта специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит» Высшей аттестационной комиссии при Министерстве науки и высшего образования.

Научная новизна диссертационного исследования состоит в решении научной задачи по разработке финансового инструментария управления капитализацией экосистемы корпорации в современных условиях функционирования российского фондового рынка.

Наиболее существенные результаты работы, полученные лично соискателем и определяющие **научную новизну**, заключаются в следующем:

1. Предложены методические подходы к классификации влияющих на капитализацию корпорации факторов на основе анализа и систематизации отечественных и зарубежных научных исследований, позволяющие выявлять ключевые факторы, оказывающие существенное влияние в определенном периоде на капитализацию экосистемы корпорации, и связать процесс управления финансами корпорации с динамикой капитализации для достижения обоснованного роста рыночной цены корпорации относительно финансовых индикаторов ее деятельности.

2. Разработана и апробирована модифицированная модель оценки доходности финансовых активов, включающая в себя премию за вложения в ценные бумаги корпораций, деятельность которых характеризуется финансовым левериджем больше единицы и положительной величиной денежного потока, на основе доказанной низкой прогнозной эффективности модели оценки доходности финансовых активов (CAPM), позволяющая снизить инвесторам риск потерь от вложений своих средств и повысить корпорации точность оценки ожидаемой доходности инвесторами при выборе источников финансирования деятельности и формировании структуры капитала.

3. Предложен механизм управления финансовым состоянием корпорации как экосистемы в целях повышения ее капитализации, который включает в себя обоснованное воздействие на ключевые финансовые факторы, оказывающие влияние на капитализацию, выявленные на основе авторской классификации, посредством улучшения финансового состояния корпорации, позволяющий максимизировать величину капитализации корпорации в определенный период времени.

4. Сформированы методические рекомендации по управлению капитализацией экосистемы корпорации, включающие алгоритм трансформации универсальной модели на основе проведенного факторного анализа капитализации ключевых корпораций за последние десять лет, и позволяющие получить адаптированный финансовый инструмент повышения капитализации

экосистемы конкретной корпорации – индивидуализированную модель сбалансированного роста.

Теоретическая значимость результатов диссертационного исследования состоит в приращении научных знаний в области управления капитализацией. Автором определена сущность капитализации экосистемы корпорации, разработаны методические подходы к классификации факторов, оказывающих влияние на изменение капитализации, а также предложен финансовый инструментарий управления капитализацией, что может быть использовано для дальнейшего развития теоретико-методологического инструментария управления капитализацией экосистемы корпорации.

Практическая значимость результатов настоящего исследования заключается в возможности использования разработанного финансового инструментария менеджментом корпорации при определении источников финансирования деятельности и формировании структуры капитала корпорации, а также инвесторами при осуществлении инвестиций в акции компаний, учитывая дополнительные факторы деятельности корпораций, снижая риск получения убытков.

Апробация и внедрение результатов исследования. Теоретические положения и практические выводы диссертации представлены и обсуждены на 6 международных и всероссийских научных и научно-практических конференциях:

- 9-ая Международная научно-практическая конференция «Финансовый неофутуризм – 100 лет теории и практики управления» (г. Москва, 12–14 декабря 2019 года);
- VIII Всероссийская научная конференция «Львовские чтения – 2020» (г. Москва, 18 июня 2020 года);
- IV Всероссийская научно-практическая конференция (с международным участием) «Информационные технологии в экономике и управлении» (г. Махачкала, 11–12 ноября 2020 года);
- 10-ая Международная научно-практическая конференция «Трансформация концепции управления финансами в индустрии 4.0 на макро-, мезо- и микроуровнях» (г. Москва, 17–19 декабря 2020 года);
- 34-ая Всероссийская научная конференция молодых ученых «Реформы в России и проблемы управления» (г. Москва, 17 – 18 апреля 2021 года);
- 11-ая Международная научно-практическая конференция «Управление финансами в условиях институциональных экономических сдвигов» (г. Москва, 16–18 декабря 2021 года).

Теоретические и практические разработки, полученные в ходе диссертационного исследования, используются в учебном процессе Федерального государственного бюджетного учреждения высшего образования «Государственный университет управления» при чтении дисциплины «Основы корпоративных финансов».

Публикации. По тематике диссертационного исследования всего опубликовано 15 работ общим объемом 7,0 печ. л., из которых лично автору принадлежит 4,8 печ. л. Состав опубликованных работ включает в себя 6 научных статей в журналах, включенных в перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени кандидата наук, утвержденные Высшей аттестационной комиссией Минобрнауки России, 1 научную статью в зарубежном журнале, индексируемом в базе Scopus, а также главы в 2 коллективных монографиях.

Структура работы. Структура настоящего диссертационного исследования состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованных источников из 152 наименований и приложений. Диссертация представлена на 142 страницах основного текста и включает в себя 30 рисунков и 16 таблиц, с учетом приложений работа составляет 220 стр.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПОЛОЖЕНИЯ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Предложены методические подходы к классификации влияющих на капитализацию корпорации факторов на основе анализа и систематизации отечественных и зарубежных научных исследований, позволяющие выявлять ключевые факторы, оказывающие существенное влияние в определенном периоде на капитализацию экосистемы корпорации, и связать процесс управления финансами корпорации с динамикой капитализации для достижения обоснованного роста рыночной цены корпорации относительно финансовых индикаторов ее деятельности.

При разработке финансовых инструментов управления капитализацией экосистемы корпорации важнейшим этапом является выявление ключевых факторов, оказывающих влияние на рыночную цену компании. Существующие подходы к классификации факторов являются недостаточно полными, поскольку представляют собой общее деление показателей в зависимости от времени действия, уровня, на котором они формируются, а также в зависимости от того, возникают посредством деятельности отдельной компании, либо функционирования экономики в целом. Автором предложены методические

подходы к классификации, представленной на рисунке 1, охватывающие деление факторов в рамках макроэкономического уровня, на уровне фондового рынка, а также на уровне корпорации во взаимоувязывании с отдельными аспектами управления финансами в корпорации.

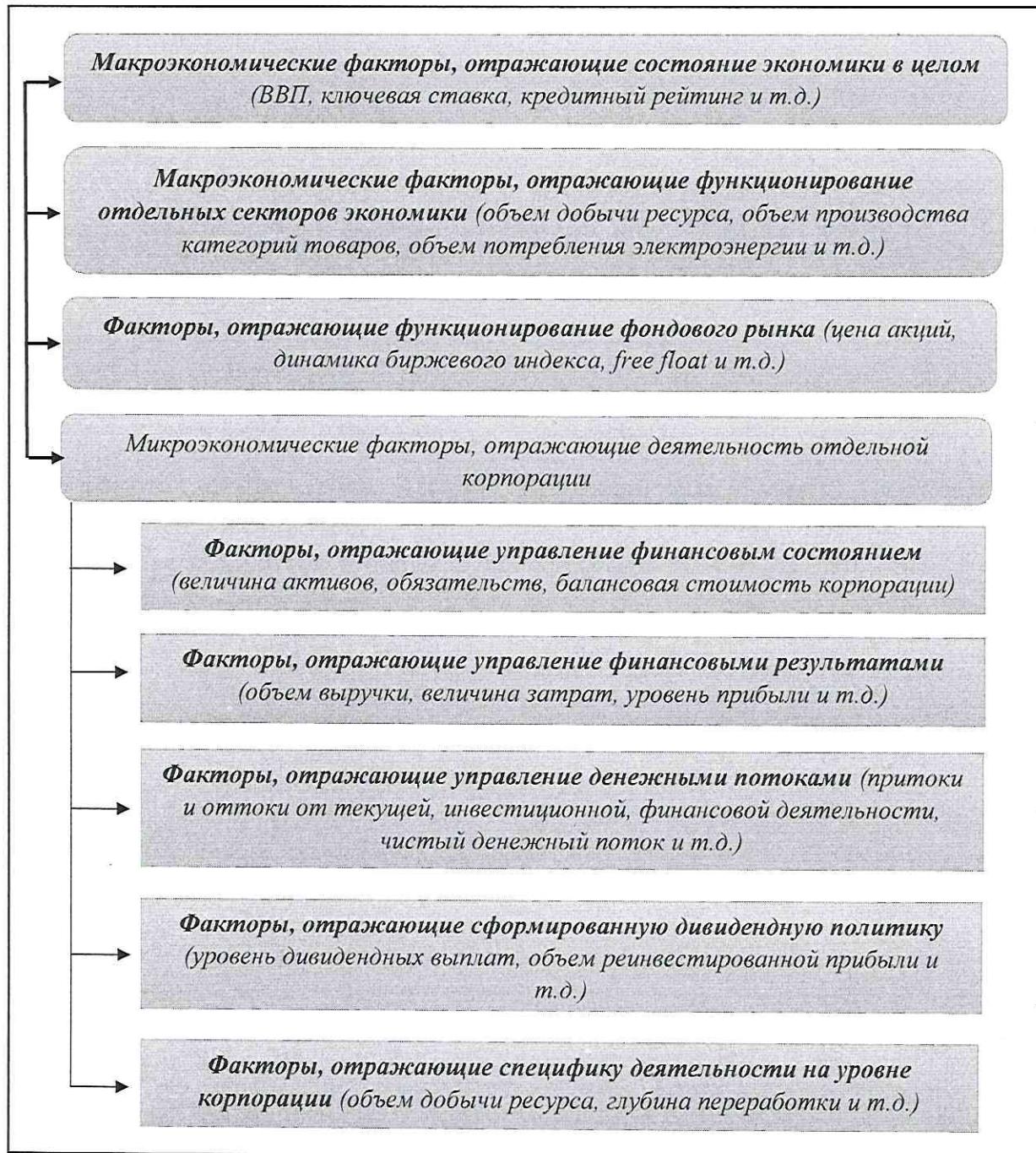


Рисунок 1 – Классификация факторов, оказывающих влияние на
изменение капитализации экосистемы корпорации

Источник: составлено автором по материалам исследования

Предложенные методические подходы к классификации влияющих на капитализацию корпорации факторов, характеристика которых представлена в

таблице 1, охватывают не только существующие в настоящее время подходы, но и позволяют разграничить ключевые факторы в зависимости от возможности влияния на них со стороны корпорации.

Таблица 1 – Характеристика методических подходов к классификации факторов, оказывающих влияние на изменение капитализации экосистемы корпорации

Методический подход	Степень возможности влияния со стороны корпорации	Направление по разработке финансового инструментария
Деление факторов на макроэкономическом уровне	Низкая	Преимущественно повышение точности оценки возможных рисков и нивелирование негативных последствий
Деление факторов на уровне функционирования фондового рынка	Средняя	Разработка инструментария прогнозирования величины капитализации, а также влияния на рост рыночной цены корпорации
Деление факторов на микроэкономическом уровне	Высокая	Разработка финансового инструментария во взаимосвязи с направлениями управления финансами в корпорации в целях повышения капитализации

Источник: составлено автором по материалам исследования

Предложенные методические подходы к классификации влияющих на капитализацию корпорации факторов позволяют рассматривать их в зависимости не только от уровня, на котором формируются показатели – макроэкономический, микроэкономический, но и выделить в отдельную группу факторы, формирование которых происходит на фондовом рынке. Состояние фондового рынка играет ключевую роль в управлении капитализацией, поскольку именно на нем окончательно формируется рыночная цена корпорации. В рамках его функционирования формируются особые финансовые отношения с инвесторами в вопросах привлечения финансирования деятельности предприятия. Фондовый рынок отражает составляющую часть среды как элемента экосистемы корпорации (рисунок 2). Деление групп факторов в рамках микроэкономического уровня в разрезе отдельных аспектов управления финансами в корпорации будет способствовать разработке финансового инструментария управления капитализации в целях ее повышения, с учетом роста фундаментальной стоимости и улучшения финансовых индикаторов деятельности корпорации посредством взаимосвязи финансового менеджмента в компании и максимизации капитализации в определенный период времени.

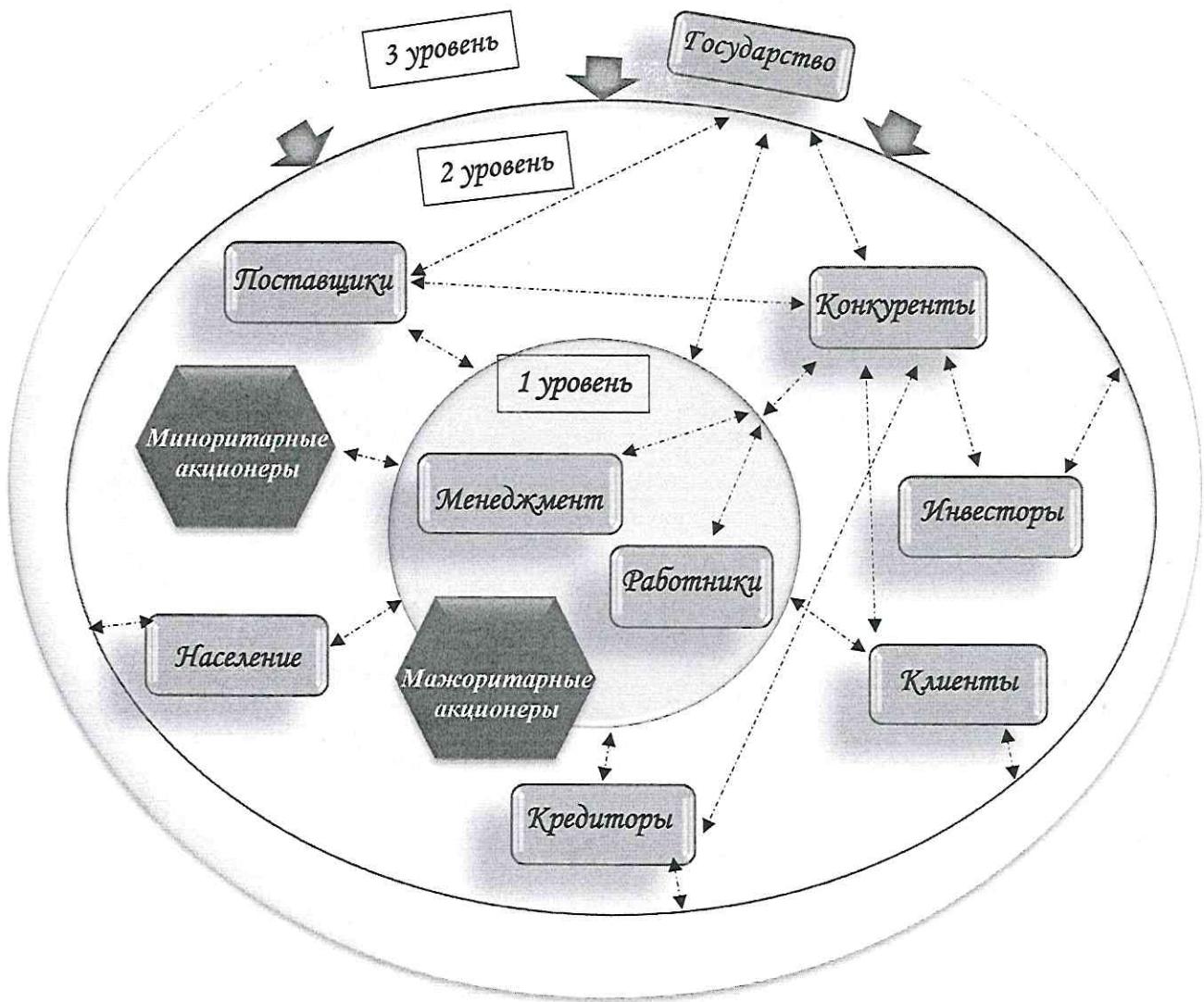


Рисунок 2 – Структура экосистемы корпорации

Источник: составлено автором

С точки зрения формирования финансовых отношений с экономическими акторами, предложенные методические подходы к классификации позволяют более детально рассмотреть отдельные факторы, выявить ключевые из них во взаимосвязи с финансовыми отношениями с экономическими акторами, заинтересованными в деятельности корпорации, в рамках экосистемы корпорации и, как следствие, разработать и повысить эффективность использования финансовых инструментов управления капитализацией экосистемы корпорации.

2. Разработана и апробирована модифицированная модель оценки доходности финансовых активов, включающая в себя премию за вложения в ценные бумаги корпораций, деятельность которых характеризуется финансовым левериджем больше единицы и положительной величиной денежного потока, на основе доказанной низкой прогнозной эффективности

модели оценки доходности финансовых активов (САРМ), позволяющая снизить инвесторам риск потерять от вложений своих средств и повысить корпорации точность оценки ожидаемой доходности инвесторами при выборе источников финансирования деятельности и формировании структуры капитала.

Одним из показателей, который необходимо учитывать менеджменту корпорации, является доходность акций, ожидаемая инвесторами. Привлечение финансирования посредством эмиссии акций возможно лишь в том случае, если ценные бумаги являются привлекательными для вложения. Обеспечивая доходность акций корпорации на уровне, ожидаемой инвесторами, менеджмент компании снижает риск ухода крупных акционеров и продажи ими своих пакетов и, как следствие, возможного обвала котировок и, соответственно, понижения величины капитализации предприятия.

В результате анализа влияния ожидаемой доходности акций инвесторами на изменение капитализации экосистем российских корпораций было выявлено, что данный фактор является значимым лишь для 36% анализируемых корпораций. При анализе отклонений прогнозных значений доходности от фактических был сделан вывод о низкой прогнозной эффективности модели оценки доходности финансовых активов (САРМ) (рисунок 4), что обуславливает необходимость ее доработки в целях использования в процессе управления капитализацией экосистемы корпорации.

Кризисы в экономике оказывают значимое влияние на показатели фондового рынка, в частности, на его совокупную капитализацию. Однако котировки акций одних корпораций подвержены большему влиянию общего снижения рынка, нежели другие. Данная ситуация объясняется особенностями системы управления финансами на предприятии. При стабильном экономическом развитии использование классической модели оценки доходности финансовых активов в отдельных случаях может дать положительный эффект и возможность получить точный прогноз. Однако российская экономика подвержена влиянию многих факторов и ее рост не является устойчивым. Таким образом, включение в модель оценки доходности финансовых активов дополнительных индивидуальных факторов функционирования деятельности корпорации позволит более точно осуществлять прогноз ожиданий инвесторов не только в периоды стабильного экономического развития, но и в условиях кризисных явлений.

Автором предложена модифицированная модель оценки доходности финансовых активов, включающая в себя премию за вложения в ценные бумаги корпораций, деятельность которых характеризуется финансовым левериджем больше единицы и положительной величиной денежного потока (формула 1):

$$CAPM_{CF;D/E} = r_f + (r_m - r_f) \cdot \beta_m + (r_{(D/E>1;CF+)} - r_{(D/E<1;CF-)}) \cdot \beta_{(D/E>1;CF+)}, \quad (1)$$

где $CAPM_{CF;D/E}$ – модифицированная модель оценки доходности финансовых активов;

r_f – безрисковая ставка доходности;

r_m – рыночная доходность;

β_m – коэффициент, отражающий зависимость изменения доходности акций корпорации от изменения рыночной доходности;

$r_{(D/E>1;CF+)}$ – доходность портфеля акций компаний, деятельность которых характеризуется значением коэффициента соотношения величины заемных и собственных средств выше единицы и положительным денежным потоком;

$r_{(D/E<1;CF-)}$ – доходность портфеля акций компаний, деятельность которых характеризуется значением коэффициента соотношения величины заемных и собственных средств ниже единицы и отрицательным денежным потоком;

$\beta_{(D/E>1;CF+)}$ – коэффициент, отражающий зависимость изменения доходности акций корпорации от изменения доходности портфеля акций компаний, деятельность которых характеризуется значением коэффициента соотношения величины заемных и собственных средств выше единицы и положительным денежным потоком.

Логика предложенной модели (формула 1) заключается в том, что корпорации, осуществляющие эффективное управление денежными потоками и структурой источников финансирования деятельности, имеют дополнительную премию в доходности, которая должна отражаться в прогнозах ожиданий инвесторов. Применение одновременно двух ограничений показателей при формировании портфеля позволит закладывать в портфель акции лишь тех компаний, величина заемных средств которых имеет тенденцию к росту до тех пор, пока наблюдается профицитный денежный поток. Как только объем обязательств превысит оптимальный уровень для корпорации, величина денежного потока начнет сокращаться, что станет дополнительным индикатором для корпорации о негативных последствиях и необходимости изменения структуры источников финансирования путем воздействия на финансовые отношения с экономическими акторами, заинтересованными в деятельности компаний. При сохранении же негативной динамики величины денежного потока темпы роста капитализации экосистемы корпорации будут снижаться, что в дальнейшем приведет к уменьшению капитализации экосистемы корпорации. При анализе доходности портфеля акций компаний, деятельность которых характеризуется положительным денежным потоком и значением соотношения заемных и собственных средств выше единицы, а также портфеля акций корпораций, деятельность которых характеризуется отрицательным

денежным потоком и значением плеча финансового рычага ниже единицы, было выявлено, что для первого портфеля характерна доходность выше в подавляющем количестве анализируемых периодов за временной интервал с 2010 по 2020 гг. В 2010 году 93% против 32%, в 2011 году: 199% против -30%, в 2012 году: -4% против -8%, в 2015 году: 172% против 7%, в 2017 году: 14% против -9%, в 2018 году: 1% против -11%, в 2019 году: 34% против 16%, в 2020 году: -10% против -14%. Лишь в 2013, 2014 и 2016 гг. портфель акций компаний с отрицательным денежным потоком и значением плеча финансового рычага менее единицы показал доходность выше, нежели второй – в 2013 году: -20% против -26%, в 2014 году: -2% против -13%, в 2016 году: 66% против 49%. Сделанные выводы также подтверждаются значениями средней доходности портфеля акций корпораций, которые генерируют положительный денежный поток, а структура капитала характеризуется соотношением заемных и собственных средств выше единицы. Средняя доходность рассматриваемого портфеля за временной интервал 2010 – 2020 гг. составляет 52%, а доходность портфеля с отрицательным денежным потоком и величиной соотношения заемных и собственных средств меньше единицы – 4%.

Средняя доходность рассматриваемого портфеля за временной интервал 2010 – 2020 гг. составляет 52%, а доходность портфеля с отрицательным денежным потоком и величиной соотношения заемных и собственных средств меньше единицы – 4%.

Данные о доле корпораций в выборке, для которых ожидания инвесторов, определенные на основе предложенной модифицированной модели оценки доходности финансовых активов, являются значимым фактором при изменении капитализации, позволили сделать вывод о том, что при линейной зависимости рассматриваемый фактор оказывает значительное влияние на изменение рыночной цены для 47% выборки, а при полиномиальной – ожидания инвесторов объясняют изменение капитализации экосистемы корпорации более чем на 50% для 72%.

В результате анализа отклонений прогнозных значений доходности, определенных на основе модифицированной модели, от фактических было выявлено, что максимальные отклонения приходятся на 2015 и 2016 гг.: 8% и -10% соответственно. В остальные же периоды отклонения составляют не более 7%, а для 6 лет (2012, 2013, 2014, 2018 – 2020 гг.) – не более 4%, что значительно ниже по сравнению с прогнозной эффективностью классической модели оценки доходности финансовых активов. Среднее отклонение за анализируемый период составило 2%, по сравнению с классической моделью, данный показатель для которой -25% (рисунок 3).

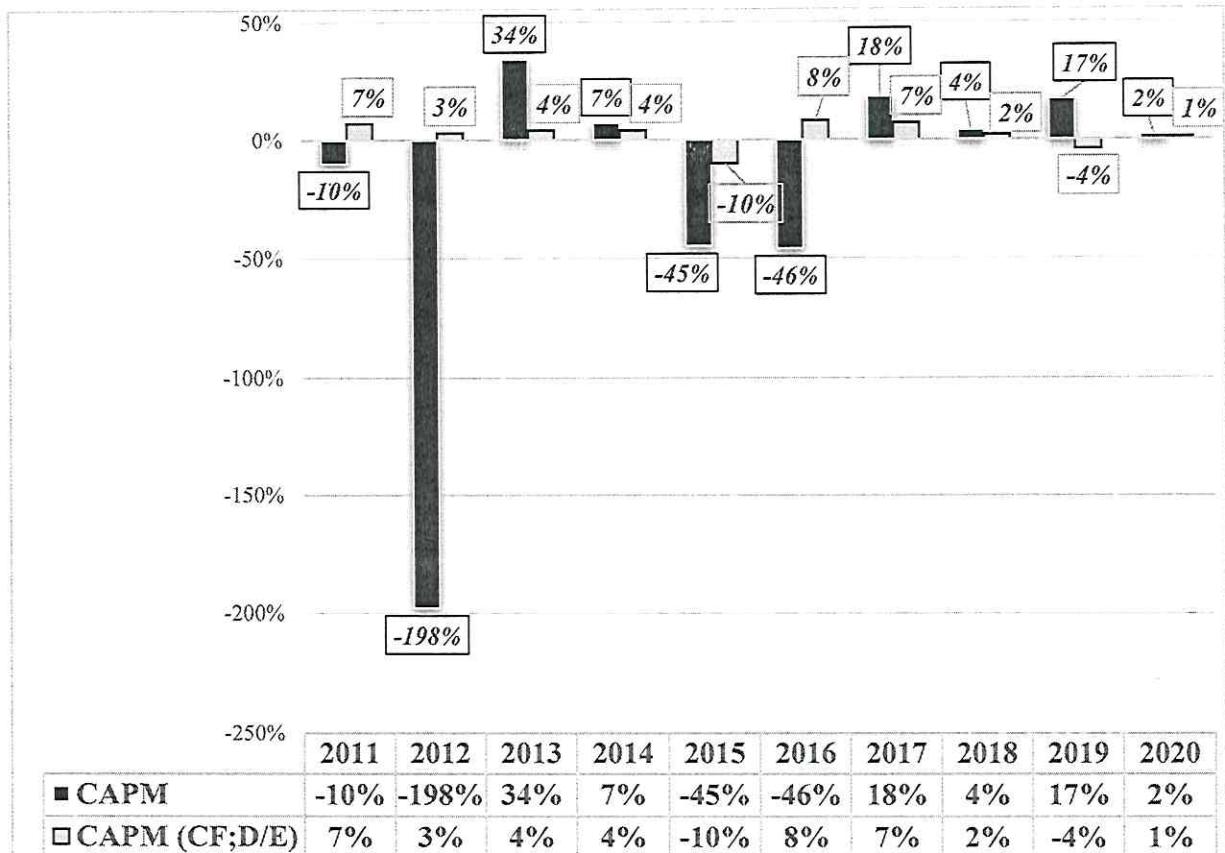


Рисунок 3 – Средние отклонения прогнозных значений доходности акций корпораций РФ от фактических за период 2011 – 2020 гг.

Источник: составлено автором материалам исследования

Полученные в результате анализа данные обуславливают целесообразность применения предложенной модифицированной модели в целях оценки ожидаемой доходности акций инвесторами и управления капитализацией экосистемы корпорации. Модифицированная модель оценки доходности финансовых активов ($CAPM_{CF;D/E}$) позволяет связать процесс управления капитализацией с системой управления денежными потоками корпорации и процессом формирования и изменения структуры источников финансирования деятельности, заложить в оценку прогнозной доходности акций индивидуальные факторы деятельности отдельной корпорации, обеспечивая взаимосвязь между формированием структуры капитала с целью стоимостного прироста финансовых ресурсов и увеличением величины капитализации.

3. Предложен механизм управления финансовым состоянием корпорации как экосистемы в целях повышения ее капитализации, который включает в себя обоснованное воздействие на ключевые финансовые факторы, оказывающие влияние на капитализацию, выявленные на основе авторской классификации, посредством улучшения финансового состояния корпорации, позволяющий максимизировать величину капитализации корпорации в определенный период времени.

В результате анализа влияния финансовых показателей деятельности на изменение капитализации экосистемы корпорации было выявлено, что подавляющее большинство корпораций, а именно более 70% анализируемой выборки за период 2011 – 2020 гг. характеризуется высокой степенью вероятной банкротства (рисунок 4). При этом, автором доказана взаимосвязь между изменением финансового состояния корпорации и динамикой капитализации ее экосистемы. Полученные результаты анализа взаимосвязи динамики капитализации и финансового состояния корпораций за период 2011 – 2020 гг., оцененные посредством сопоставления динамики капитализации и направления влияния финансовых показателей, оказывающих влияние на финансовое состояние, позволили сделать вывод о том, что улучшение финансового состояния корпорации влечет за собой повышение капитализации ее экосистемы. Так, например, рост собственных источников финансирования положительно отражается на финансовом состоянии корпорации, в результате анализа было выявлено, что в 2020 году для 74% выборки влияние изменения величины собственных средств на финансовое состояние совпадает с динамикой капитализации. Более, чем для 50% выборки сделанный вывод подтверждается также динамикой таких факторов как долгосрочные обязательства, денежные оборотные активы, балансовая стоимость корпорации, выручка, показатели прибыли, денежный поток преимущественно от текущей деятельности.

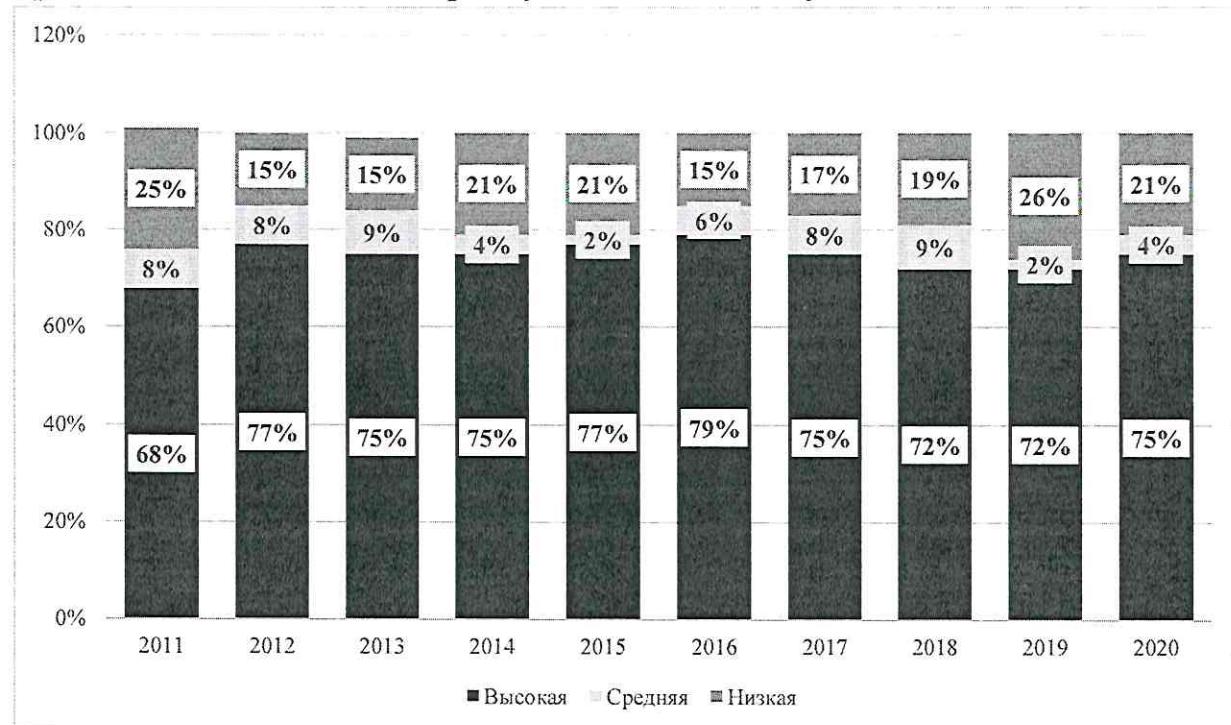


Рисунок 4 – Результаты оценки степени вероятности банкротства корпораций, акции которых обращаются на фондовом рынке РФ

Источник: составлено автором по материалам исследования

Кроме того, большая часть компаний, акции которых оцениваются рынком выше среднеотраслевых значений по показателям соотношения капитализации и финансовых показателей деятельности, характеризуются высокой степенью вероятности банкротства (таблица 2). Полученные результаты позволили сделать вывод о повышенном риске вступления в финансовые отношения экономическими акторами в рамках такой экосистемы.

Таблица 2 – Удельный вес корпораций с высокой степенью вероятности банкротства в общем объеме компаний, акции которых рынком оцениваются выше среднеотраслевых

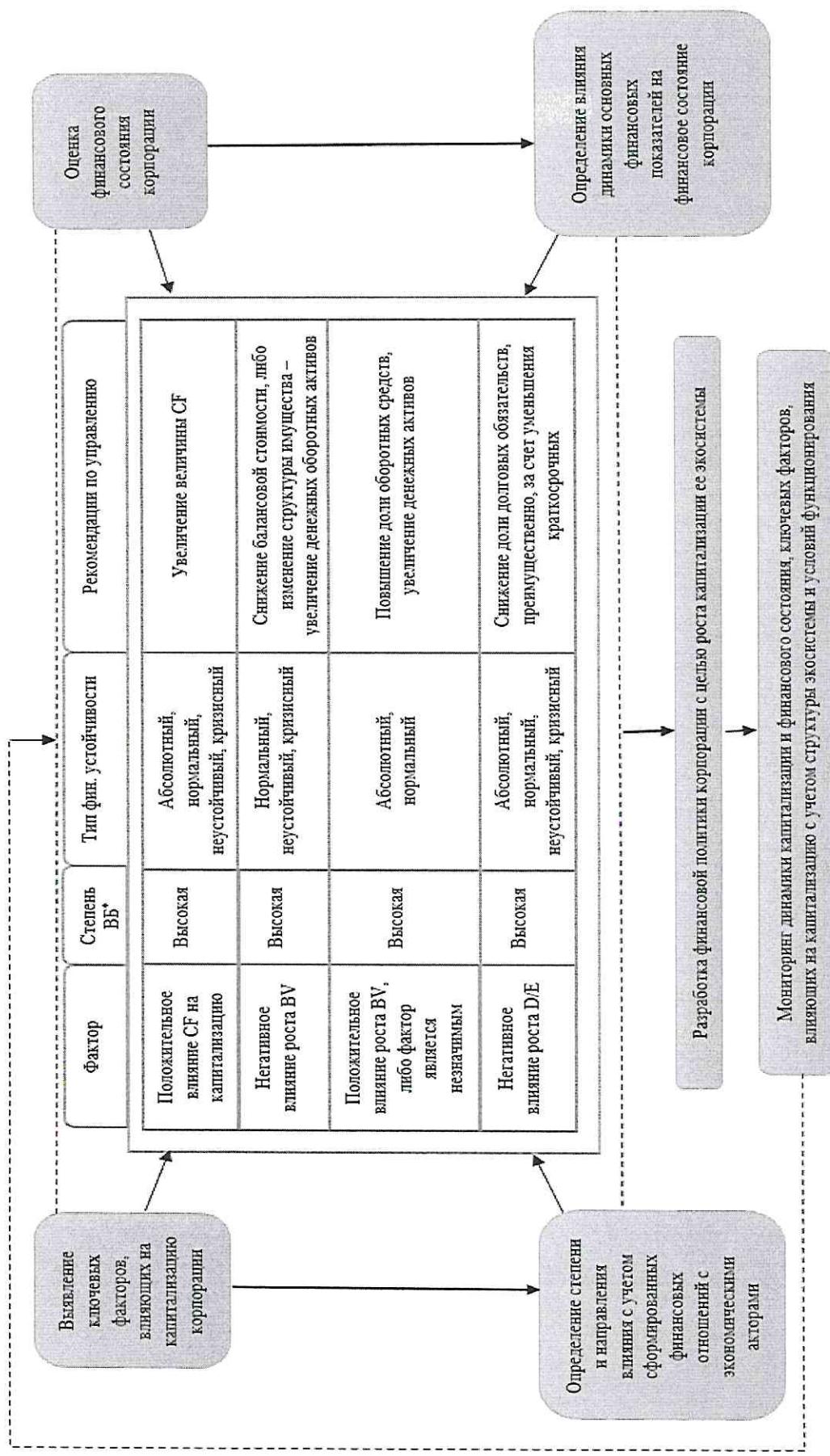
Год	Показатель				
	P/E	P/B	P/NA	P/S	P/CF
2011	79%	56%	66%	55%	63%
2012	72%	64%	70%	61%	78%
2013	90%	64%	70%	64%	74%
2014	72%	70%	80%	63%	74%
2015	77%	65%	79%	60%	76%
2016	79%	70%	79%	67%	74%
2017	79%	71%	83%	59%	59%
2018	75%	66%	77%	58%	81%
2019	82%	68%	76%	56%	68%
2020	71%	70%	80%	65%	85%

Примечание: Р – капитализация; В – балансовая стоимость; НА – чистые активы; С – выручка; СF – денежный поток.

Источник: составлено автором

В результате проведенного анализа влияния финансовых показателей деятельности, разделенных на четыре группы в соответствии с разработанной автором классификацией факторов влияния на капитализацию экосистемы корпорации были выявлены следующие ключевые показатели – величина балансовой стоимости корпорации, соотношение заемного и собственного капитала, объем выручки от продаж, а также величина денежного потока, преимущественно от текущей деятельности, что охватывает всю деятельность корпорации и отражает сформированные финансовые отношения с экономическими акторами, заинтересованными в деятельности компаний.

Автором разработан механизм, позволяющий посредством управления финансовым состоянием корпорации положительно воздействовать на величину капитализации ее экосистемы (рисунок 5). Разработанный механизм связывает процесс управления финансовыми показателями деятельности с динамикой капитализации корпораций, для которых характерна высокая степень вероятности банкротства, что позволит снизить риск инвестирования в такие компании, поскольку рост капитализации экосистемы корпорации будет сопровождаться улучшением ее финансового состояния.



Примечание: ВВ – вероятность банкротства, СF – денежный поток, BV – балансовая стоимость.
Источник: составлено автором по материалам исследования

Механизм управления финансовым состоянием корпорации в целях повышения капитализации ее экосистемы включает в себя осуществление параллельно оценки финансового состояния корпорации и выявления ключевых факторов, влияющих на капитализацию корпорации, а также определения влияния динамики основных финансовых показателей на финансовое состояние корпорации и определения степени и направления влияния с учетом сформированных финансовых отношений с экономическими акторами. Попарное осуществление данных действий позволит сформировать необходимый объем информации о характере динамики капитализации и финансового состояния. Затем осуществляется синтез полученной информации. Для корпораций с высокой степенью вероятности банкротства определены основные закономерности по результатам проведенного анализа, которые включают в себя набор факторов, направление влияния этих факторов, степень вероятности банкротства, тип финансовой устойчивости корпорации, а также рекомендации по управлению финансовыми показателями, которые повлекут за собой рост капитализации экосистемы корпорации, улучшение ее финансового состояния. На основе полученной информации разрабатывается финансовая политика корпорации с целью роста капитализации ее экосистемы, а затем осуществляется мониторинг динамики капитализации и финансового состояния, ключевых факторов, влияющих на капитализацию с учетом структуры экосистемы и условий функционирования. При условии каких-либо изменений в структуре экосистемы корпорации, выявлении существенных изменений в динамике капитализации, все операции необходимо реализовать сначала.

Выявленные закономерности и разработанные рекомендации по управлению финансовым состоянием прошли апробацию на эмпирических данных за период 2018 – 2020 гг. (таблица 3). Целесообразность использования и состоятельность разработанных рекомендаций подтверждается их актуальностью для более, чем 70% корпораций.

Таблица 3 – Удельный вес корпораций с высокой степенью вероятности банкротства, для которых использование разработанных рекомендаций по управлению финансовым состоянием является целесообразным

Закономерность	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Положительное влияние денежного потока от текущей деятельности на капитализацию экосистемы корпораций с высокой степенью вероятности банкротства	77%	92%	82%
Положительное влияние денежного потока за отчетный период на капитализацию экосистемы корпораций с высокой степенью вероятности банкротства	79%	77%	83%

Продолжение таблицы 3

Закономерность	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Положительное влияние величины остатка денежных средств на конец периода на капитализацию экосистемы корпораций с высокой степенью вероятности банкротства	82%	82%	79%
Негативное влияние величины балансовой стоимости на капитализацию экосистемы корпораций с высокой степенью вероятности банкротства при нормальном, неустойчивом и кризисном типах финансовой устойчивости	100%	100%	100%
Негативное влияние величины балансовой стоимости на капитализацию экосистемы корпораций с высокой степенью вероятности банкротства при неустойчивом и кризисном типах финансовой устойчивости	70%	75%	92%
Негативное влияние роста плеча финансового рычага на капитализацию экосистемы корпораций с высокой степенью вероятности банкротства	76%	79%	80%

Источник: составлено автором

Представленный механизм разработан для корпораций, у которых наблюдается высокая степень вероятности банкротства. Механизм включает в себя не только последовательность операций, необходимых для повышения капитализации экосистемы корпорации, но и включает в себя ряд выявленных и подтвержденных на эмпирических данных закономерностей, использование которых позволит сократить время факторного анализа и позволит принимать оперативные решения по воздействию на капитализацию, улучшая финансовое состояние корпорации. Разработанный механизм особенно актуален для корпораций, акции которых оцениваются рынком значительно выше среднеотраслевых значений, ввиду повышенного риска вложения средств в такие ценные бумаги инвесторами.

4. Сформированы методические рекомендации по управлению капитализацией экосистемы корпорации, включающие алгоритм трансформации универсальной модели на основе проведенного факторного анализа капитализации ключевых корпораций за последние десять лет, и позволяющие получить адаптированный финансовый инструмент повышения капитализации экосистемы конкретной корпорации – индивидуализированную модель сбалансированного роста.

В результате анализа влияния потенциала устойчивого роста, определенного на основе моделей М. Киссора, Р. Хиггинса, Р. Визванатана и модели BCG, на изменение капитализации экосистемы корпорации было выявлено, что сбалансированный рост оказывает как прямое, так и обратное влияние на изменение капитализации компаний. Кроме того, проведенный анализ показал, что не существует общепринятой модели, которая могла бы быть

использована всеми компаниями для достижения максимального значения капитализации, что обусловило необходимость определения критериев, на основе которых должен осуществляться выбор той или иной модели устойчивого роста для достижения максимизации капитализации экосистемы корпорации и разработки методических рекомендаций по управлению капитализацией экосистемы корпорации на основе модели сбалансированного роста (SGR) (рисунок 6).



Рисунок 6 – Методические рекомендации по управлению капитализацией экосистемы корпорации на основе модели сбалансированного роста (SGR)

Источник: составлено автором

Далее поэтапно раскрыта сущность разработанных методических рекомендаций управления капитализацией экосистемы корпорации на основе модели сбалансированного роста (SGR).

1. Определение ключевых показателей функционирования деятельности, отражающих операционную и финансовую политику управления корпорацией

Необходимо определить основные показатели, отражающие специфику деятельности отдельно взятого предприятия. На данном этапе необходимо проанализировать ключевые аспекты управления финансами на предприятии, осуществить анализ структуры источников финансирования, имущества. Определить, какие факторы деятельности предприятия отражают особенности сформированных финансовых отношений с экономическими акторами, заинтересованными в деятельности корпорации. К таким факторам, например, можно отнести показатели, отражающие финансовые отношения с акционерами компаний – выплачивает ли компания дивиденды? Финансовые отношения с кредиторами – какова структура заемных источников финансирования? Финансовые отношения с дебиторами – какова структура дебиторской задолженности и какое влияние ее размер оказывает на величину денежного потока? Финансовые отношения с клиентами и конкурентами – какова существующая доля рынка? Какие существуют возможности ее расширения? Увеличение предложения товаров/работ/услуг, предоставляемых корпорацией, приведет к росту объема выручки? Прибыли?

2. Количественная оценка влияния выявленных факторов на изменение капитализации компании

Проведение анализа влияния основных показателей функционирования деятельности, отражающих операционную и финансовую политику корпорации, на изменение ее капитализации посредством использования математического и статистического инструментария в целях получения количественных результатов.

3. Отбор наиболее значимых факторов, оказывающих влияние на изменение капитализации корпорации.

Формирование набора факторов, которые оказались значимыми при изменении капитализации корпорации.

4. Выбор модели сбалансированного роста, включающей в себя наиболее значимые факторы, оказывающие влияние на изменение капитализации экосистемы корпорации.

На основе сформированного перечня значимых факторов, оказывающих влияние на изменение капитализации корпорации, необходимо осуществить выбор модели сбалансированного роста. Модель устойчивого роста должна

включать в себя ключевые показатели функционирования деятельности корпорации, отражающие операционную и финансовую политику компании, оказывающие значительное влияние на изменение ее рыночной цены, что позволит связать управление капитализацией корпорации с потенциалом устойчивого роста. На данном этапе можно использовать уже существующие модификации моделей сбалансированного роста, а при отсутствии подходящей модели – разработать новую, отражающую устойчивость роста отдельно взятой корпорации.

5. Качественная оценка влияния потенциала сбалансированного роста на изменение капитализации экосистемы корпорации.

Данный этап подразумевает проведение анализа влияния потенциала сбалансированного роста, определенного на основе выбранной/разработанной модели, на изменение величины капитализации корпорации посредством использования математического и статистического инструментария в целях получения количественных результатов анализа.

6. Оказывает ли потенциал устойчивого роста влияние на изменение капитализации экосистемы корпорации?

В случае, если потенциал устойчивого роста, определенный на основе выбранной/разработанной модели, не оказывает влияния на изменение капитализации, необходимо вернуться к этапу 4, и осуществить выбор/разработать другую модель. Кроме того, если выявлена обратная зависимость между показателями, то есть при росте потенциала сбалансированного роста величина капитализации снижается, следует также вернуться к этапу 4 или к этапу 1. Причиной такой ситуации может быть то, что выбранная модель устойчивого роста включает в себя не те факторы, которые отражают особенности функционирования деятельности отдельно взятой компании, а драйвером роста капитализации являются не учтенные ранее показатели. В случае же, если между потенциалом сбалансированного роста, определенном на основе выбранной/разработанной модели, и изменением капитализации корпорации выявлена зависимость, которая характеризуется как прямая, необходимо перейти к этапу 7.

7. Сравнение фактического темпа роста объемов деятельности с устойчивым, определенным на основе выбранной модели.

На данном этапе необходимо определить фактический темп роста выручки корпорации и сравнить его с устойчивым в целях оценки сбалансированности роста объемов деятельности компании.

8. Определение направления влияния выявленных факторов на изменение капитализации предприятия.

Определение направленности влияния выявленных ключевых факторов, отражающих операционную и финансовую политику отдельно взятого предприятия, будет способствовать разработке мер воздействия на данные показатели с целью достижения сбалансированности роста объемов деятельности корпорации.

9. Разработка мероприятий по достижению сбалансированности роста корпорации посредством воздействия на ключевые факторы модели.

Разработка комплекса мероприятий воздействия на сформированные финансовые отношения корпорации с экономическими акторами, заинтересованными в деятельности компании, позволит оказать влияние на ключевые факторы модели сбалансированного роста, с целью достижения устойчивости роста и, как следствие, максимизации капитализации экосистемы корпорации в определенный период времени.

10. Мониторинг устойчивости роста корпорации и актуальности использования выбранной модели в меняющихся экономических условиях.

В силу динамичности экономических условий, в которых функционирует отдельно взятая корпорация, необходимо постоянно осуществлять мониторинг устойчивости роста объемов деятельности посредством сравнения фактического роста со сбалансированным, а также осуществлять проверку актуальности выявленных ключевых факторов, отражающих операционную и финансовую политику корпорации, оценку значимости влияния этих факторов на изменение капитализации компании и, при необходимости, осуществлять изменение выбора модели устойчивого роста или разработку новой.

Таким образом, использование разработанных методических рекомендаций по управлению капитализацией экосистемы корпорации на основе модели сбалансированного роста (SGR) позволит связать процесс достижения устойчивости роста с достижением ключевой цели финансового менеджмента корпорации – максимизации ее капитализации, обусловленной ростом фундаментальной стоимости корпорации на фоне улучшения финансовых индикаторов деятельности и сбалансированности роста.

III. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Капитализация является одним из показателей, позволяющих оценить рыночную цену корпорации. Однако величина данного показателя подвержена высокой волатильности, поскольку отражает влияние множества факторов. В связи с чем, может возникать ситуация, при которой оценка корпорации на фондовом рынке может значительно превышать ее фундаментальную стоимость, что влечет за собой увеличение риска инвесторов при вложении своих средств и сокращает возможности привлечения финансирования менеджментом

корпорации. Для решения обозначенной проблемы автором была поставлена и достигнута цель настоящего диссертационного исследования – разработан финансовый инструментарий управления капитализацией экосистемы корпорации на основе обобщения научных исследований и анализа ключевых финансовых показателей корпораций для повышения капитализации в интересах основных акторов экосистемы корпорации.

По итогам выполненного диссертационного исследования получены следующие результаты:

В результате анализа и систематизации исследований факторов, оказывающих влияние на капитализацию, предложены методические подходы к классификации влияющих на капитализацию корпорации факторов, позволяющие выявлять ключевые факторы, оказывающие существенное влияние в определенном периоде на капитализацию экосистемы корпорации, и связать процесс управления финансами корпорации с динамикой капитализации для достижения обоснованного роста рыночной цены корпорации относительно финансовых индикаторов ее деятельности.

На основе полученных результатов низкой прогнозной эффективности модели оценки доходности финансовых активов (САРМ) разработана и апробирована модифицированная модель оценки доходности финансовых активов, позволяющая учитывать индивидуальные особенности функционирования деятельности компании, включающая в себя премию за вложения в ценных бумаг компаний, деятельность которых характеризуется финансовым левериджем больше единицы и положительной величиной денежного потока. Предложенная модель может быть использована в качестве оценки стоимости собственного капитала компании, что повлечет за собой повышение эффективности принимаемых решений о формировании и изменении структуры источников финансирования с целью обеспечения стоимостного прироста финансовых ресурсов.

Разработан механизм управления финансовым состоянием корпораций, характеризующихся высокой степенью вероятности банкротства, в целях повышения капитализации ее экосистемы, использование которого позволит инвесторам снизить риск неэффективного вложения своих средств, а менеджменту расширить возможности привлечения финансирования и снизить риск поглощения корпорации, поскольку рост капитализации будет сопровождаться улучшением ее финансового состояния и окажет положительное влияние на финансовые отношения между экономическими акторами, заинтересованными в деятельности корпорации.

Сформированы методические рекомендации по управлению капитализацией экосистемы корпорации на основе модели сбалансированного

роста, включающие алгоритм трансформации универсальной модели в индивидуализированную модель сбалансированного роста, которые позволяют, выбирая или разрабатывая модель, отражающую специфику сформированных финансовых отношений корпорации с экономическими акторами, заинтересованными в деятельности корпорации, обеспечивая сбалансированный рост компаний, достигать максимизации капитализации ее экосистемы в определенный период времени.

IV. СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ АВТОРОМ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИОННОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Публикации в рецензируемых научных изданиях, определенных Высшей аттестационной комиссией Министерства науки и высшего образования Российской Федерации:

1. Володина, А.О. Роль системы бюджетирования в сделках слияния и поглощения / М.Б. Траченко, А.О. Володина // Вестник университета (ГУУ). – 2019. - № 4. - С. 83 — 88. – 0,6 п.л. (авт. – 0,3 п.л.)
2. Володина, А.О. Совершенствование оценки стоимости собственного капитала компаний / М.Б. Траченко, А.О. Володина // Научные труды Вольного экономического общества России. - 2019. – Т. 217. - № 3. - С. 334–345. - 0,4 п.л. (авт. – 0,2 п.л.)
3. Володина, А.О. Эффективность применения многофакторных моделей оценки доходности финансовых активов в условиях функционирования российского фондового рынка / М.Б. Траченко, А.О. Володина // Финансовая аналитика: проблемы и решения. - 2020. – Т. 13. - № 2(352). - С. 147–166. - 0,9 п.л. (авт. – 0,45 п.л.)
4. Володина, А.О. Управление устойчивым развитием бизнеса на основе модели сбалансированного роста (sgr): отраслевой аспект / М.Б. Траченко, А.О. Володина // Экономический анализ: теория и практика. – 2021. – Т. 20. - № 4. - С. 663-683. - 1 п.л. (авт. – 0,5 п.л.)
5. Володина, А.О. Факторы, влияющие на капитализацию компаний / А.О. Володина // Вестник университета (ГУУ). – 2021. - № 4. – С. 146 – 151. - 0,6 п.л.
6. Володина, А.О. Оценка влияния ожиданий инвесторов на капитализацию корпораций российского фондового рынка / А.О. Володина // Финансы и кредит. – 2021. – Т. 27. - № 10(814). - С. 2328-2348. – 0,9 п.л.

Публикации в международных изданиях:

7. Volodina, A. The Value of Corporations in the Investment Process of the Smart Economy / M. Trachenko, A. Volodina, V. Dzhioev, // Socio-Economic Systems: Paradigms for the Future. – 2021. - Т. 155 LNNS. pp 418-425. - 0,6 п.л. (авт. – 0,2 п.л.)

Публикации в других научных изданиях:

8. Володина, А.О. Финансовый неофутуризм как развитие технологий на финансовом рынке РФ / А.О. Володина // Материалы 9-й международной научно-практической конференции «Финансовый неофутуризм – 100 лет теории и практики управления». - Москва. – 2019. - С. 39-40. - 0,1 п.л.
9. Володина, А.О. Роль информационных технологий в управлении капитализацией торговой компании / М.Б. Траченко, А.О. Володина // Сборник материалов IV Всероссийской научно-практической конференции (с международным участием) «Информационные технологии в экономике и управлении». – Махачкала. – 2020. - С. 104-107. - 0,2 п.л. (авт. – 0,1 п.л.)
10. Володина, А.О. Использование технологии big data в управлении капитализацией компаний / А.О. Володина // Материалы 10-й международной научно-практической конференции «Трансформация концепции управления финансами в индустрии 4.0 на макро-, мезо- и микроуровнях» – Москва. - 2020. - С. 25-27. - 0,2 п.л.
11. Володина, А.О. Актуальные проблемы управления капитализацией компаний / А.О. Володина // Сборник статей VIII Всероссийской научной конференции «Львовские чтения – 2020» – Москва. - 2020. - С. 169-172. - 0,2 п.л.
12. Володина, А.О. Использование экосистемного подхода в управлении капитализацией компаний / А.О. Володина // Материалы 36-й Всероссийской научной конференции молодых ученых «Реформы в России и проблемы управления - 2021» - Москва. – 2021. - С. 124-126. - 0,2 п.л.
13. Володина, А.О. Развитие финансового рынка в условиях институциональных экономических сдвигов / А.О. Володина // Материалы 11-й Международной научно-практической конференции «Управление финансами в условиях институциональных экономических сдвигов» - Москва. – 2021. - С. 37-40. - 0,2 п.л.
14. Володина, А.О. Глава 9. Финансовый неофутуризм и развитие финансовых технологий / А.О. Володина, В.К. Крылов // Финансовый неофутуризм – 100 лет теории и практики управления [Текст]: монография / Под общ. ред. проф. А.Н. Жилкиной. – М.: Издательский дом ГУУ. – 2019. – С. 111-117. – 0,5 п.л. (авт. – 0,25 п.л.)
15. Володина, А.О. Глава 2. Развитие финансовых инструментов привлечения капитала в эпоху Индустрии 4.0 / А.О. Володина // Трансформация концепции управления финансами в индустрии 4.0 на макро-, мезо- и микроуровнях [Текст]: монография / Под общ. ред. проф. А.Н. Жилкиной. – М.: Издательский дом ГУУ. – 2020. – С. 9-15. – 0,4 п.л.