

УДК 33 DOI: 10.14451/1.222.384

Влияние внутренних факторов на капитализацию компаний

© 2023 **Угланова Елизавета Сергеевна**

Бакалавр. Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого.

E-mail: uglanova.es@gmail.com

© 2023 **Набиева Парвина Дилшодовна**

Бакалавр. Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого.

E-mail: nabieva.p@list.ru

© 2023 **Кудрявцева Татьяна Юрьевна**

Доктор экономических наук, профессор. Университет: Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого.

E-mail: kudryavtseva_tyu@spbstu.ru

© 2023 **Артеева Валерия Семеновна**

Ассистент, Высшая инженерно-экономическая школа. Университет: Санкт-Петербургский политехнический университет Петра Великого.

E-mail: vsarteeva@gmail.com

Ключевые слова: эконометрический анализ, метод наименьших квадратов, EBITDA, CAPEX, ROE.

Понимать, что такое рыночная капитализация, жизненно важно особенно для инвесторов, поскольку это может помочь им в выборе правильных акций для инвестирования. Актуальность оценки рыночной стоимости предприятия приобретает всё большее значение в настоящий момент, так как она подвержена значительным колебаниям в силу различных факторов влияния, которыми необходимо управлять в целях повышения инвестиционной привлекательности компании и максимизации её благосостояния. Предметом данного исследования является влияние внутренних факторов на капитализацию компаний. Объектом исследования являются российские компании. Целью данного исследования является выявление ключевых стоимостных факторов, влияющих на рыночную стоимость компаний. В работе была рассмотрена сущность рыночной стоимости компании, уточнено понятие капитализации предприятия. Проанализирована структура и динамика российского рынка, влияние выручки, чистой прибыли, CAPEX, чистых активов, ROE, а также EBITDA на величину рыночной стоимости российских компаний. Значимыми коэффициентами оказались ROE, EBITDA, чистые активы, что подтверждается в предыдущих работах. Установлено, что чистые активы положительно влияют на капитализацию компаний, а также то, что зависимость между EBITDA и стоимостью компании является прямо-пропорциональной. При увеличении EBITDA на 1% происходит увеличение капитализации на 0,66%. При увеличении ROE на 1 процентный пункт рыночная капитализация увеличивается на 2,5%, а при увеличении чистых активов на 1% – на 0,64%. Однако гипотеза других авторов о положительном прямо-пропорциональном

влиянии чистой прибыли на капитализацию компании не подтвердилась. Были получены финальные модели, которые могут выступать в качестве средства анализа и прогнозирования конкретных экономических процессов на основе реальной статистической информации. В рамках развития исследования по оценке стоимости компаний, целесообразно провести анализ влияния рассматриваемых факторов не только на капитализацию российских компаний, но и зарубежных.

Введение

Все большее значение в наше время приобретает актуальность оценки рыночной стоимости предприятия, подверженной значительным колебаниям в силу различных факторов влияния, которыми необходимо управлять в целях повышения инвестиционной привлекательности компании и максимизации ее благосостояния.

Сущность понятия капитализации носит дискуссионный характер. Капитализация предприятия в научной литературе рассматривается как способ распределения и использования прибыли, предполагающий направление ее на цели развития предприятия; процесс увеличения капитала компании, а также как метод оценки стоимости предприятия.

Успешность и гармоничное развитие компании определяется грамотностью отслеживания финансовых показателей.

Целью данного исследования является выявление ключевых стоимостных факторов, влияющих на рыночную стоимость компаний.

Задачами данного исследования являются:

- определение внутренних факторов, влияющих на капитализацию компании;
- оценка влияния ключевых факторов на рыночную стоимость компаний.

Объектом исследования являются российские компании.

В качестве объясняемой переменной была принята рыночная капитализация компании, которая представляет стоимость компании.

Литературный обзор

Основными драйверами роста капитализации как отечественных, так и зарубежных компаний, являются такие, как увеличение рентабельности собственного капитала, проводимая дивидендная политика, а именно увеличение дивидендных выплат акционерам. С точки зрения инвестиционной привлекательности прибыльность вложений в компанию и повышение дивидендов, а также их стабильная выплата, безусловно, привлекают больший круг инвесторов, увеличивая спрос на ценные бумаги компании и, как следствие, повышая рыночную стоимость акций. А. О. Володина утверждает, что влияние уровня чистой прибыли, показателей рентабельности и уровня заемного капитала является противоречивым. Влияние чистой прибыли может оказывать косвенное воздействие на величину капитализации компании [3–6; 8; 10; 11; 13; 14; 16; 17; 22; 24].

Согласно Р. М. Нурееву и Е. Г. Бусыгину, в работе авторы используют более десяти независимых переменных, которые характеризуют в большей степени финансовое состояние нефтяных компаний, и включают коэффициент капитальных затрат к выручке, коэффициент выплаты дивидендов, эффективность оборачиваемости фиксированных активов, коэффициент роста резервов и др. В проведенном эмпирическом исследовании на выборке, в которую вошли годовые данные за пятилетний период с 2009 по 2013 г. 82 нефтяных компаний, авторы пришли к следующим выводам:

- чем выше уровень выплачиваемых дивидендов, тем выше стоимость акций нефтяных компаний;
- рост рентабельности компаний стимулирует

- рост стоимости ценных бумаг;
- переменная капитальных затрат оказалась незначимой [10; 12; 16; 18–21; 23; 26].

Согласно А. И. Фроловичеву, мультипликаторы цена/прибыль и цена/денежный поток являются наиболее распространенным способом определения стоимости, так как информация о прибыли оцениваемого предприятия и предприятий-аналогов является наиболее доступной. В качестве финансовой базы для мультипликатора используются множество показателей прибыли, которые могут быть рассчитаны в процессе ее распределения. Поэтому, кроме показателя чистой прибыли, практически по всем предприятиям можно использовать валовую прибыль; прибыль от реализации; прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации (EBITDA); прибыль до налогообложения; денежную чистую прибыль [15].

Согласно Ендовицкому Н. А. и Бабушкину В. А., изменение капитализации зависит от изменения финансовых коэффициентов, наиболее ярко отражающих уровень инвестиционной привлекательности (это коэффициенты текущей ликвидности, финансовой независимости, оборачиваемости совокупных активов, рентабельности активов, рентабельности по EBITDA, отношения стоимости чистых активов к уставному капиталу и прибыли на акцию).

Исходя из экономической сущности рыночной капитализации, Ендовицкий Н. А. и Бабушкин В. А. выдвинули гипотезы о том, что на капитализацию компании влияют другие показатели, значения которых раскрываются в консолидированной финансовой отчетности: совокупная стоимость активов, собственный капитал, выручка от продаж, операционная прибыль, чистая прибыль, EBITDA, операционный денежный поток, суммы, направляемые на приобретение или модернизацию активов (CAPEX), общая сумма объявленных дивидендов [7; 9].

Согласно исследованию S. A. Putri, Azwardi, Saadah, высокий ROE приведет к высоким ценам на акции, а мероприятия, направленные на

увеличение ROE, увеличат рыночную капитализацию. Это также привлекает внимание инвесторов к компании. По гипотезе, выдвинутой в их работе, ROE оказывает положительное влияние на рыночную капитализацию.

По результатам проведенного ими исследования, рентабельность собственного капитала (ROE) существенно влияет на рыночную капитализацию, и это влияние является положительным. Таким образом, можно сделать вывод, что инвесторы особенно заинтересованы в компаниях с высокой рентабельностью собственного капитала. Они утверждают, что уровень эффективности компании в управлении капиталом приобретает все большее значение для инвесторов [25].

На основе анализа данных и проверки гипотез можно сделать следующий вывод, что доходность на собственный капитал (ROE) оказывает существенное влияние на стоимость компаний.

Исследовательские модели и регрессионный анализ делается, чтобы ответить на вопросы исследования, создается вероятностная исследовательская модель для объяснения переменной на основе других переменных; поэтому зависимая переменная (рыночная капитализация) изолирована от независимых переменных (ROE, ROA, PER, OIT, EYA, WCS).

В данной работе объясняется важность использования коэффициентов прибыльности и рыночной стоимости в качестве инструментов для понимания рыночной капитализации.

В таблице 1 приведена систематизация факторов и их влияния на зависимую переменную.

Как видно из таблицы 1, наиболее часто встречаются такие факторы, как выручка, чистая прибыль, ROE, EBITDA и CAPEX. Из вышеперечисленных факторов, EBITDA оказывает отрицательное влияние. Остальные переменные оказывают положительное влияние на капитализацию компании.

Нами были сформулированы следующие гипотезы о предполагаемой силе и направлении связей

Таблица 1. Систематизация факторов и их влияние на зависимую переменную.

Автор	Y	Чистая при- быль, млрд руб.	Выруч- ка, млрд руб.	CAPEX, руб.	ROE, %	EBITDA, млрд руб.	Денеж- ный поток компа- нии, руб.	Чистые активы (CA), млрд руб.
А. О. Володина	Капитализация, млрд руб.	+	+	N	/	+	/	/
Р. М. Нуреев		/	+	/	+	+	/	/
S. A. Putri, Azwardi, Saadah		/	/	/	+	/	/	+
Д. А. Ендовицкий, В. А. Бабушкин		+	+	+	/	+	+	
А. И. Фроловичев		+	N	/	/	+	/	/
Pietro Pavone		/	/	/	+	/	/	/

«+»: фактор присутствует в статье, значим.

«N»: фактор присутствует в статье, но не значим.

«/»: фактор не присутствует в статье.

изучаемых факторов и зависимого признака, тализации имеет вид:
которые будут проверены в данной работе:

H1: чем больше чистая прибыль, тем больше капитализация компании.

H2: чем меньше EBITDA, тем выше капитализация компании.

H3: чем выше ROE, тем выше капитализация компании.

Методы исследования

Для исследования были собраны данные за 1 год по 54 крупнейшим российским компаниям по наибольшему значению выручки за 2020 год. Выбранный период объясняется тем, что по некоторым факторам, включенным в исследование, данные к моменту проведения исследования еще не появились [1; 2].

Для оценки были взяты факторы, выявленные на основе анализа научных статей по исследуемой теме (табл. 2).

Оценка влияния внутренних факторов на капитализацию компаний производилась на основании эконометрического анализа. Оценки коэффициентов рассчитывались методом наименьших квадратов.

Общая эконометрическая модель оценки капи-

$$\begin{aligned} \ln(\text{CAP}) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(\text{CAPEX}) + \beta_2 \ln(\text{REV}) + \\ & + \beta_3 \text{ROE} + \beta_4 \ln(\text{EBITDA}) + \beta_5 \ln(\text{NETPR}) + \\ & + \beta_6 \ln(\text{NETAS}) + u, \end{aligned}$$

где

$\beta_0 - \beta_6$ – коэффициенты при переменных,

u – ошибка модели.

Для оценки связи между переменными была построена корреляционная матрица (табл. 3).

На основании построенной матрицы, можно сделать вывод, что есть тесная корреляционная связь между зависимой и некоторыми объясняющими переменными. Самая сильная связь наблюдается между капитализацией и такими переменными, как EBITDA, CAPEX, Выручка и Чистые активы.

Также между некоторыми переменными есть корреляционная связь, что при включении их в модель может привести к мультиколлинеарности.

Таблица 2. Систематизация факторов и их влияние на зависимую переменную.

Обозначение фактора	Описание фактора
	Зависимая переменная
CAP	Капитализация, млрд руб.
	Объясняющие переменные
CAPEX	Капитальные затраты, млрд руб.
REV	Выручка, млрд руб.
ROE	Рентабельность капитала, %
EBITDA	Прибыль до выплаты процентов, уплаты налогов и амортизации, млрд руб.
NETAS	Чистые активы, млрд руб.
NETPR	Чистая прибыль, млрд руб.

Таблица 3. Корреляционная матрица.

	Чистая прибыль	Выручка	CAPEX	ROE	EBITDA	Чистые активы	Капитализация
Чистая прибыль	1						
Выручка	0,33	1					
CAPEX	0,32	0,89	1				
ROE	0,07	0	−0,02	1			
EBITDA	0,43	0,92	0,94	0,02	1		
Чистые активы	0,45	0,81	0,94	−0,02	0,85	1	
Капитализация	0,47	0,83	0,85	0,03	0,9	0,8	1

Обсуждение результатов

В ходе анализа были построены 2 эконометрические модели (табл. 4), отличающиеся набором объясняющих факторов.

В первой модели для оценки рыночной капитализации компаний использовался фактор EBITDA. Согласно критерию Фишера (F-статистике), модель является значимой. Доля объясненной дисперсии равна 0,56, то есть модель объясняет изменчивость капитализации от среднего значения на 56%. Оценки коэффициентов (β) при переменных значимы на уровне значимости 1%. Так при увеличении EBITDA на 1% происходит увеличение капитализации на 0,66%.

Во второй модели для оценки капитализации компаний использовались такие факторы, как ROE и NETAS (Чистые активы). Модель является значимой и объясняет изменчивость капитализации от среднего значения на 62%. Оценки коэффициентов (β) при переменных значимы

на уровне значимости 1%. При увеличении ROE на 1 процентный пункт рыночная капитализация увеличивается на 2,5%, а при увеличении чистых активов на 1% – на 0,64%.

Наилучшей моделью была выбрана вторая модель, так как обе модели в целом и их оценки коэффициентов значимы на 1% уровне, однако в первой модели всего один объясняющий фактор и модель в меньшей степени объясняет изменчивость рыночной капитализации.

Таким образом, по результатам исследования подтвердилась одна гипотеза из трех, заключающаяся в положительном влиянии ROE на рыночную капитализацию (H3). Эта гипотеза также ранее была подтверждена в работах S. A. Putri, Azwardi, Saadah, Pavone P.

В нашей первой модели EBITDA положительно прямо-пропорционально влияет на капитализацию, что не сходится с нашей гипотезой (H2). Однако, полученная модель сходится с моделью,

Таблица 4. Сводная таблица по финальным моделям.

	Модель 1		Модель 2	
	Оценка β / Станд откл.	Ур. знач. / р-значение	Оценка β / Станд откл.	Ур. знач. / р-значение
ROE			0,025 –0,005	*** 0
LN EBITDA	0,66 –0,079	*** 0		
LN NETAS			0,64 –0,071	*** 0
Кол-во наблюдений	53	53	49	49
Const	3,33		3,6	
R ²	0,57		0,64	
R ² скор.	0,56		0,62	
F-статистика	67,74		41,47	

«***»: показывают, что коэффициенты значимы на уровне значимости 1%.

полученной в работе Ендовицкого Н. А. и Бабушкина В. А., которые также получили модель, где EBITDA положительно влияет на капитализацию.

Гипотеза о положительной связи чистой прибыли и капитализации (H1) не была подтверждена или опровергнута, так как ни в одной из моделей оценка коэффициента чистой прибыли не оказалась значимой или отличной от нуля. В предыдущих работах Ravone P. говорится о том, что коэффициент чистой прибыли значим при определении рыночной стоимости компании и прямо пропорционально влияет на капитализацию.

Заключение

Актуальность оценки рыночной стоимости предприятия приобретает всё большее значение в настоящий момент, так как она подвержена значительным колебаниям в силу различных факторов влияния, которыми необходимо управлять в целях повышения инвестиционной привлекательности компании и максимизации её благосостояния.

Важность исследования данной темы заключается в понимании, что такое рыночная капитализация, особенно для инвесторов, поскольку это может помочь им в выборе правильных акций для

инвестирования. Колебания рыночных условий и цен на акции также влияют на оценку компании при использовании этого метода оценки. При создании долгосрочного инвестиционного плана инвесторам необходимо понимать ценность компании.

В рамках данной работы, был проведен анализ за 1 год по 54 крупнейшим российским компаниям по наибольшему значению выручки за 2020 год. Первая гипотеза (H1) о прямой связи чистой прибыли и капитализации не была подтверждена/опровергнута. Вторая гипотеза (H2) об обратной связи EBITDA и капитализации была опровергнута, так как согласно первой из финальных моделей связь между показателями прямая: при увеличении EBITDA на 1% происходит увеличение капитализации на 0,66%. Третья гипотеза (H3) была подтверждена, так как с ростом ROE на 1 процентный пункт рыночная капитализация увеличивается на 2,5%.

В рамках развития исследования по оценке стоимости компаний, целесообразно перейти от кроссекционных данных к панельным, добавив временную составляющую, а также расширив выборку зарубежными компаниями. Это позволит в большей степени детализировать и прояснить полученные выводы.

Библиографический список

- Interfax. Информационная группа. — URL: <https://group.interfax.ru/products/systems/spark>.
- МОЕХ. Московская биржа. Количественные показатели. — URL: <https://www.moex.com/s26>.
- А. П. Ш., Азварди С. Влияние интеллектуального капитала, доходности и дивидендов на рыночную капитализацию // Финансы: теория и практика. — 2020. — 24 (3). — С. 174–182.
- Алмосов А. П., Брехова Ю. В., Шуралев Д. А. Влияние отраслевых факторов на формирование капитализации нефтяных компаний (на материалах отечественных компаний нефтяного сектора) // Вопросы управления. — 2019. — 2 (38). — С. 217–223.
- Белемаева А. В., Калимуллин Д. М. Анализ значимости оценки инноваций в процессе увеличения капитализации предприятия // Экономика и бизнес: теория и практика. — 2020. — 1–1 (59). — С. 35–38.
- Володина А. О. Факторы, влияющие на капитализацию компании // Вестник ГУУ. — 2021. — № 4. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/factory-vliayushchie-na-kapitalizatsiyu-kompanii>.
- Ендовицкий Е. А., Бабушкин В. А. Анализ капитализации публичной компании и оценка её инвестиционной привлекательности // Экономический анализ: теория и практика. — 2009. — № 21. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/analiz-kapitalizatsii-publichnoy-kompanii-i-otsenka-ee-investitsionnoy-privlekatelnosti>.
- Лемещенко П. // Экономика промышленности. — 2019. — 2 (86). — С. 160–170.
- Моргунов А. В. Моделирование вероятности дефолта инвестиционных проектов // Корпоративные финансы. — 2016. — 10(1). — С. 23–45. — DOI: [10.17323/j.jcfr.2073-0438.10.1.2016.23-45](https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.10.1.2016.23-45).
- Нуреев Р. М., Бусыгин Е. К. Крупнейшие публичные нефтяные компании: влияние внешних и внутренних факторов на капитализацию // Финансы: теория и практика. — 2019. — № 5. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/krupneyshie-publichnye-neftyanye-kompanii-vliyanie-vneshnih-i-vnutrennih-faktorov-na-kapitalizatsiyu>.
- Плотников А. П., Шишлов Р. А. К вопросу оценки рыночной стоимости компаний в современных условиях // Известия Саратовского университета. — 2018. — № 1. — С. 68–73.
- Ратникова Т. А. Анализ панельных данных в пакете STATA. Методические указания к компьютерному практикуму по курсу «Эконометрический анализ панельных данных». — М.: ГУ-ВШЭ, 2004. — 39 с.
- Рыбаченко Е. А. Влияние различных факторов на капитализацию нефтегазовых компаний // Интерэкспо Гео-Сибирь. — 2017. — № 1. — С. 222–225.
- Федорова Е. А., Антаненкова И. С. Влияние финансово-экономических показателей электроэнергетических компаний на их капитализацию // Финансовая аналитика: проблемы и решения. — 2012. — 40 (130). — С. 36–42.
- Фроловичев А. И. Оценка стоимости акций компании при проведении IPO // ТДР. — 2011. — № 12. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/otsenka-stoimosti-aktsiy-kompanii-pri-provedenii-ipo>.
- Фундаментальные проблемы оценки стоимости компаний: практическая проверка теоретических подходов в долгосрочной перспективе / А. Е. Чистяков [и др.] // Теоретическая экономика. — 2018. — № 3. — С. 181–188.
- Almumani M. A. Y. An empirical study on effect of profitability ratios & market value ratios on market capitalization of commercial banks in Jordan // International Journal of Business and Social Science. — 2018. — 9 (4). — P. 39–45.
- Dias A. Market Capitalization and Value-at-Risk // Journal of Banking & Finance. — 2013. — 37(12). — P. 5248–5260.
- Driscoll J. C., Kraay A. C. Consistent covariance matrix estimation with spatially dependent panel data // The Review of Economics and Statistics. — 1998. — 80(4). — P. 549–560. — DOI: [10.1162/003465398557825](https://doi.org/10.1162/003465398557825).
- Hashem P. M. General diagnostic tests for cross section dependence in panels // IZA Discussion Paper. — 2004. — URL: <http://ftp.iza.org/dp1240.pdf>.
- Hoechle D. Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. The Stata Journal. — 2007. — DOI: [10.1177/1536867X0700700301](https://doi.org/10.1177/1536867X0700700301).
- Jaya M., Sundar K. A Study On The Relationship Of Market Capitalization And Macro Economic Factors (With Special Reference To Indian Information Technology Industry) // Zenith International Journal Of Business Economics & Management Research. — 2012. — No. 2.
- MacDiarmid J., Tholana T., Musingwini C. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015 // Resources Policy. — 2018. — No. 56. — P. 16–30. — DOI: [10.1016/j.resourpol.2017.09.008](https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2017.09.008).
- Pavone P. Market capitalization and financial variables: Evidence from Italian listed companies // International Journal of Academic Research Business and Social Sciences. — 2019. — 9 (3). — P. 1356–1371.
- Putri S. A., Azwardi, Sa'adah. Impact of Intellectual Capital, Profitability and Dividend on Market Capitalization // Finance: Theory and Practice. — 2020. — June. — Vol. 24, no. 3. — P. 174–182. — DOI: [10.26794/2587-5671-2020-24-3-174-182](https://doi.org/10.26794/2587-5671-2020-24-3-174-182).
- Valuation of international oil companies / P. Osmundsen [et al.] // The Energy Journal. — 2006. — 27(3). — P. 49–64.

DOI: 10.14451/1.222.391

Проблемы государственного регулирования экономики

© 2023 **Киселева Елена Н.**

кандидат экономических наук, доцент. Университет «Синергия». Москва, РФ.

E-mail: kafedra.kim@mail.ru

© 2023 **Усанов Александр Юрьевич**

кандидат экономических наук, доцент. Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации. Москва, РФ.

E-mail: alexus261279@mail.ru

Ключевые слова: государственное регулирование, государственное вмешательство, экономическое развитие, государственное управление, регулирование рынка.

Госрегулирование в экономике представляет собой целый комплекс мер, путей и методов, которые помогают направлять экономическое развитие страны в заданном русле. Власти действуют через ценообразование, социальную сферу, эмиссионные механизмы, фискальную политику и многие другие экономические рычаги.

Госуправление необходимо при любом типе экономической системы в стране, как минимум для установления ориентиров по темпам роста валового внутреннего продукта, уровню инфляции, контролю денежной массы на внутреннем рынке, поддержания стабильного валютного курса и многих других макроэкономических показателей.

Ни одна страна в мире не обходится без участия власти. Но способы и степень вмешательства государства зависят от уровня развития и типа экономики. Как правило, роль государства сильнее всего проявляется в периоды нестабильности и кризиса. Однако даже в стабильные периоды власть применяет разные методы и инструменты для сохранения устойчивости.

Госрегулирование в экономике — это целый комплекс мер, путей и методов, которые помогают направлять экономическое развитие страны в заданном русле. Власти действуют через ценообразование, социальную сферу, эмиссионные

механизмы, фискальную политику и многие другие экономические рычаги.

Жесткую государственную политику используют при командных экономических системах. Для них характерны плановый режим, централизация, монополизация ресурсов и директивное, а не рыночное, установление цен на товары и услуги. Перестройка экономики с плановой на рыночную сопровождается сложными макроэкономическими процессами.

В переходный период роль государства может усилиться или наоборот, свестись к минимуму. Второй вариант возможен в двух случаях: