

Факторная модель капитализации российских компаний Factors model of russian companies capitalization

УДК 338.45

Е. А. Бадюкина, Сыктывкарский государственный университет им. Питирима Сорокина (Сыктывкар, Россия)

И. Н. Швецова, Сыктывкарский государственный университет им. Питирима Сорокина (Сыктывкар, Россия)

Настоящее исследование нацелено на обоснование факторной модели создания и роста капитализации российских компаний. В статье обобщены результаты эмпирических исследований факторов создания акционерной стоимости. На примере компании ОАО «Ростелеком» с использованием инструментов экономико-математического моделирования установлена и протестирована взаимосвязь относительной оценки стоимости компаний рынком, совокупной акционерной доходности и микро- и макрофакторов. Результаты исследования могут быть использованы при принятии решений для управления стоимостью бизнеса.

Ключевые слова: акционерная стоимость компании, микро-, макрофакторы создания акционерной стоимости, рыночная капитализация, мультипликатор цена/балансовая стоимость, мультипликатор цена/прибыль, акционерная доходность.

The present study aimed to assess factors model of creation and growth Russian companies capitalization. On the example of public company Rostelecom using the tools of economic and mathematical modeling the relationship of the relative valuations the market, total shareholder return and the micro and macro factors was installed and tested. The results can be used in management decisions for the management of business value.

Keywords: shareholder value, micro-macro factors creating shareholder value, market capitalization, price/book value ratio, P/E ratio, shareholder profitability.

Введение

Концепция стоимостного управления компанией предусматривает изучение и оценку факторов создания акционерной стоимости и

E. A. Badokina, Federal State Budget Educational Institution of Higher Education "Syktyvkar State University named after Pitirim Sorokin" (Syktyvkar, Russia)

I. N. Shvetsova, Federal State Budget Educational Institution of Higher Education "Syktyvkar State University named after Pitirim Sorokin" (Syktyvkar, Russia)

выявление драйверов повышения капитализации компаний.

Актуальным является тестирование различных факторов создания акционерной стоимости на материалах конкретных организаций и построение эконометрических моделей.

В частности, результатом эмпирических исследований А. Клейдона стало установление степени влияния финансовых факторов на показатели акционерной стоимости. Изменения величины ожидаемых денежных потоков, доходность активов и инвестиции оказывают значительное влияние на динамику цены акций и рыночную стоимость компании [7].

Дж. Холл протестировал гипотезы, связанные с переменными, которые влияют на экономическую добавленную стоимость компании (EVA). Выявлено, что наибольший вклад в значение EVA вносят, в первую очередь, коэффициенты рентабельности (среди которых наиболее значимое влияние оказывает коэффициент рентабельности вложенного капитала (ROCE)), а во-вторых — отношение чистого операционного дохода до налогообложения ко вложенному капиталу. Средневзвешенная цена капитала (WACC) и уровень налогообложения также существенно влияют на EVA компании [6, с. 18, 19].

И. Панди исследовал влияние доходности и коэффициента устойчивого роста (g) на акционерную стоимость, измеряемую соотношением рыночной стоимости к балансовой (M/Bratio). Результат статистической обработки данных — существование сильной положительной связи между экономической рентабельностью и M/Bratio. В то же время рост отрицательно связан с M/Bratio [8, с. 118—119].

Авторы настоящей статьи в предыдущих своих исследованиях микро-, макрофакторов создания акционерной стоимости ведущих российских компаний, результаты которых опу-

бликованы в Электронном научном издании «Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета», 2015, № 3 [1], обосновали факторы создания акционерной стоимости российских компаний и получили определенные выводы, касающиеся значимости внутренних характеристик компании для создания акционерной стоимости, таких как структуры собственников капитала компаний, доходности активов и размера компании, величины финансового левериджа и инвестиционной активности в инновации [1, с. 82].

Целью настоящей статьи является тестирование выявленных факторов создания акционерной стоимости на примере конкретной российской организации с учетом специфики ее деятельности.

Методика исследования

В рамках регрессионного анализа факторы создания акционерной стоимости в настоящей статье тестируются с использованием моделей линейной регрессии, параметры которых обоснованы в предыдущей статье авторов «Факторы создания акционерной стоимости российских компаний» [1].

Тестирование проводится на материалах компании ОАО «Ростелеком»¹. С 9 июня 2014 г. обыкновенные и привилегированные акции

компании (торговый код на бирже ММВБ-РТС RTKM и RTKMP соответственно) включены в котировальные списки первого (высшего) уровня на московской бирже. Листинг акций Ростелекома на московской бирже, а также использование ценных бумаг компании в базах расчета индексов данной фондовой биржи говорит о высоком уровне ликвидности акций компании, а также обеспечивает защиту прав и интересов акционеров и инвесторов компании за счет соблюдения компанией требований листинга.

Для тестирования капитализации ОАО «Ростелеком» произведен анализ корпоративных факторов, влияющих на акционерную стоимость компании. Для этого, воспользовавшись финансовой отчетностью компании за девятилетний период 2006—2014 гг., мы рассчитали показатели: доходность активов, инвестиции, леверидж, размер капитала, государственную собственность, иностранный акционер, концентрация собственности, нематериальные активы, инвестиции в инновации (табл. 1).

Для расчета показателей, описывающих функции мультипликаторов цена/балансовая стоимость, цена/прибыль и показателя акционерной доходности, воспользуемся следующими регрессионными моделями [4, с. 73—76]:

$$Y_1 = 0,58 - 0,04x_2 - 0,10x_3 + 0,06x_4 + 0,34x_7 + 0,05x_9, \quad (1)$$

где Y_1 — мультипликатор цена/балансовая стоимость; x_2 — инвестиции; x_3 — леверидж; x_4 —

Таблица 1

Описательная статистика ОАО «Ростелеком»², в единицах

Период наблюдения (годы)	Доходность активов	Инвестиции	Леверидж	Размер компании	Доля государства в капитале	Иностранный акционер	Концентрация собственности	НМА	Инвестиции в инновации
	x_1	x_2	x_3	x_4	x_5	x_6	x_7	x_8	x_9
2006	...	1,09	0,37	24,82	...	0,19	0,84	0,98	0,41
2007	...	1,06	0,32	24,86	...	0,11	0,88	0,98	1,36
2008	...	1,06	0,25	24,87	...	0,21	0,91	1,41	2,05
2009	...	1,10	0,25	24,84	...	0,20	0,86	8,42	1,23
2010	...	1,17	0,69	24,83	...	0,03	0,81	0,93	0,99
2011	0,07	7,8857	0,77	26,09	0,07	0,00	0,49	2,26	1,52
2012	0,05	1,10	0,91	26,37	0,07	0,00	0,54	1,30	0,86
2013	0,01	1,02	1,25	26,37	0,43	0,00	0,57	0,91	0,72
2014	...	0,93	1,09	26,40	0,43	0,00	0,57	0,75	0,33
2015	...	0,98	1,04	24,95	0,43	0,00	0,51	0,91	0,36

¹ ОАО «Ростелеком»: с 24 июня 2015 новое сокращенное фирменное наименование ПАО «Ростелеком».

² ... — явление отсутствует

размер; x_7 — концентрация собственности; x_9 — инвестиции в инновации.

$$Y_2 = 1,38 + 0,48x_6 + 0,01x_7 + 0,27x_9, \quad (2)$$

где Y_2 — мультипликатора цена/прибыль; x_6 — иностранный акционер; x_7 — концентрация собственности; x_9 — инвестиции в инновации.

$$Y_3 = 0,71 + 1,75x_1 + 0,22x_2 - 0,47x_5 + 1,25x_7 - 0,02x_8 + 0,51x_9, \quad (3)$$

где Y_3 — показатель акционерной доходности; x_1 — доходность активов; x_2 — инвестиции; x_5 — государственная собственность; x_7 — концентрация собственности; x_8 — нематериальные активы; x_9 — инвестиции в инновации.

Основная часть

Для достижения целей исследования, подставив данные, представленные в табл. 1, в функции мультипликаторов цена/балансовая стоимость, цена/прибыль и показателя акционерной доходности, произвели расчет значений зависимых переменных (табл. 2), где Y_1 — мультипликатор цена/балансовая стоимость; Y_2 — мультипликатор цена/прибыль; Y_3 — показатель акционерной доходности.

Из данных табл. 2 видно снижение рыночных мультипликаторов и акционерной доходности в 2014 г. и 2015 г. по сравнению с 2013 г. Так, в 1 квартале текущего года акционерная доходность по сравнению с 2013 г. упала в 4 раза, а мультипликаторы цена/прибыль и цена/балансовая стоимость уменьшились на 7 % и 4 % соответственно. Имело место и снижение капитализации, так, на 31.12.2014 г. рыночная капитализация компании снизилась относительно 2013 г. на 23 % и составила 242 млрд рублей. В текущем году капитализация продолжала снижаться, по данным на 31.03.2015 г., рыночная

стоимость компании оценена в 223,0 млрд рублей. Аналогичная тенденция снижения капитализации ОАО «Ростелеком» была и в период финансового кризиса 2008—2009 гг. и посткризисный период. Так, рыночная капитализация в декабре 2008 г. составила 192,6 млрд рублей, в декабре 2009 г. — 123,3 млрд рублей (36 % от уровня 2008 г.), в 2010 г. — 132,9 млрд рублей (31 % от уровня 2008 г.). Снижение курсовой стоимости акций ОАО «Ростелеком» в 2008—2009 гг. и период 2013 г. — по настоящее время подтверждается опубликованными на официальном сайте котировками акций: 288,62 рубля за акцию в 2007 г. (исторический максимум за последние 10 лет деятельности компании), на 31.12.2008 г. цена акции на торгах составила 265,00 рублей, а в 2009 г. — 148,50 рублей. В 2013 г. цена акции на закрытии торгов составила 110,98 рублей, в 2014 году — 87,01 рублей, на 31.03.2015 г. — 79 рублей.

Для построения модели увеличения акционерной стоимости ОАО «Ростелеком» на основе рыночных мультипликаторов цена/балансовая стоимость, цена/прибыль и показателя акционерной доходности воспользуемся методом последовательного исключения факторов [5].

В модели, описывающей мультипликатор цена/балансовая стоимость (1), исключим факторы, негативно влияющие на исследуемый мультипликатор (т. е., $x_2 = 0$, $x_3 = 0$; $x_7 = 0$):

$$Y_1 = 0,58 - 0,04x_2 - 0,10x_3 + 0,06x_4 - 0,34x_7 + 0,05x_9 = 0,58 + 0,06x_4 + 0,05x_9, \quad (4)$$

где Y_1 — мультипликатор цена/балансовая стоимость; x_4 — размер; x_9 — инвестиции в инновации.

Произведем расчет мультипликатора как функции зависимости всех переменных, включенных в модель, и поочередно оценим влияние

Таблица 2

Расчет параметров зависимых переменных, в единицах

Период наблюдения (годы)	Y_1	Y_2	Y_3
2006	1,67	1,59	0,98
2007	1,72	1,81	1,54
2008	1,75	2,04	1,85
2009	1,72	1,82	1,18
2010	1,68	1,67	1,12
2011	1,61	1,79	2,45
2012	1,83	1,62	0,69
2013	1,79	1,58	0,48
2014	1,76	1,47	0,24
2015	1,73	1,48	0,12

Таблица 3

Расчет мультипликатора цена/балансовая стоимость $Y_1'(x_4)$

Период наблюдения	Y_1	$Y_1'(x_4)$	Отклонение $Y_1'(x_4)$ и Y_1 , %	$Y_1'(x_4)$ при $x_4 \uparrow$ (на 5%)	Отклонение $Y_1'(x_4)$ и Y_1 , %
2013	1,79	2,11	18,04	2,22	23,94
2014	1,79	2,11	18,02	2,22	23,92
31.03.2015	1,73	2,03	17,36	2,13	23,23
2006	1,67	2,02	20,62	2,12	26,66
2007	1,72	2,02	17,58	2,12	23,46
2008	1,75	2,02	15,55	2,12	21,33
2009	1,72	2,02	17,29	2,12	23,16
2010	1,68	2,02	20,35	2,12	26,37
2011	1,61	2,09	30,01	2,20	36,52
2012	1,83	2,11	15,04	2,22	20,79

размера компании и инвестиционной активности на процесс относительного создания акционерной стоимости компании. Таким образом, функции мультипликатора цена/балансовая стоимость представим в следующем виде:

$$Y_1'(x_4) = 0,58 + 0,06x_4, \quad (5)$$

$$Y_1''(x_5) = 0,58 + 0,05x_5, \quad (6)$$

Результаты расчетов функции зависимости рыночного мультипликатора от размера компании и инвестиционной активности в инновационное развитие приведены в таблице 3.

Анализируя модель создания акционерной стоимости в термине рыночного мультипликатора цена/балансовая стоимость и производя расчеты, приведенные в табл. 3, можно сделать вывод о том, что размер компании (натуральный логарифм выручки) является опреде-

ляющим фактором увеличения капитализации компании $Y_1'(x_4) > Y_1$.

При увеличении данного показателя в текущем году относительно предыдущего на 5 %, мультипликатор цена/балансовая стоимость увеличится на 23 %. Соответственно, чем больше выручка компании, тем выше показатель скорректированного мультипликатора (рис. 1).

При условии, что относительная оценка стоимости компании рынком в термине рыночного мультипликатора цена/балансовая стоимость зависит только от инвестиционной активности компании в инновации, экономический эффект появится в случае увеличения рассматриваемого показателя в 3 раза, тогда $Y_1'(x_4)$ относительно Y_1 увеличится на 3,5 % в текущем году (табл. 4, рис. 2).

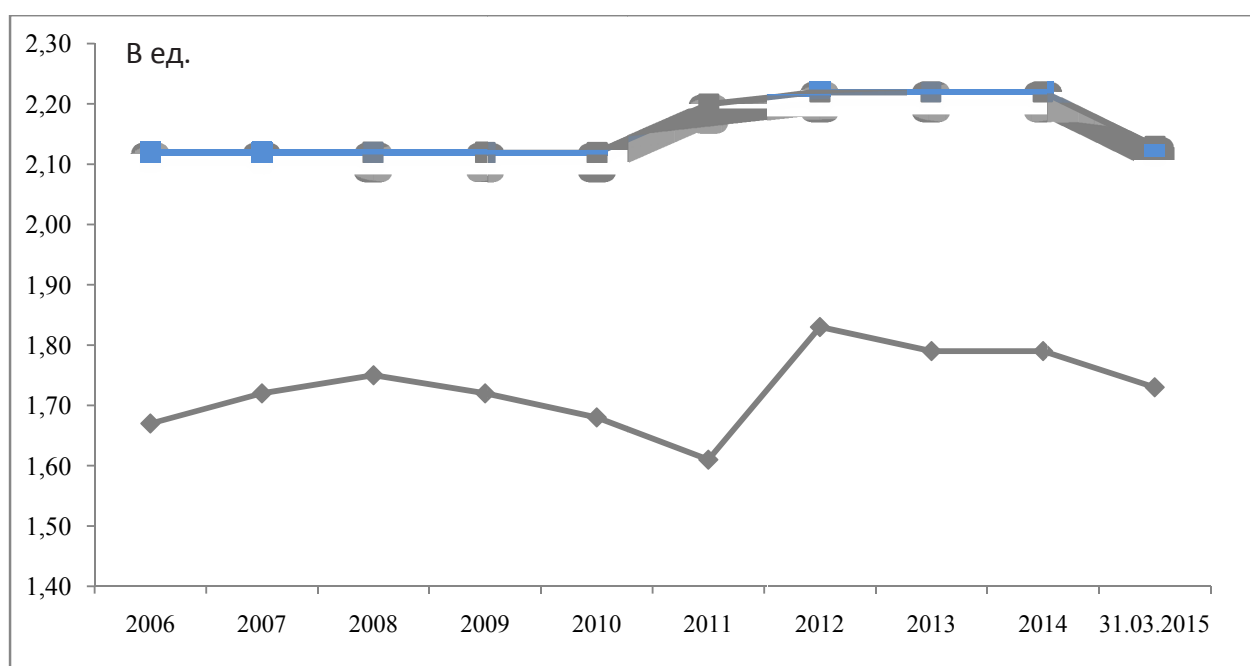


Рис. 1. График зависимости мультипликатора цена/балансовая стоимость и размера компании

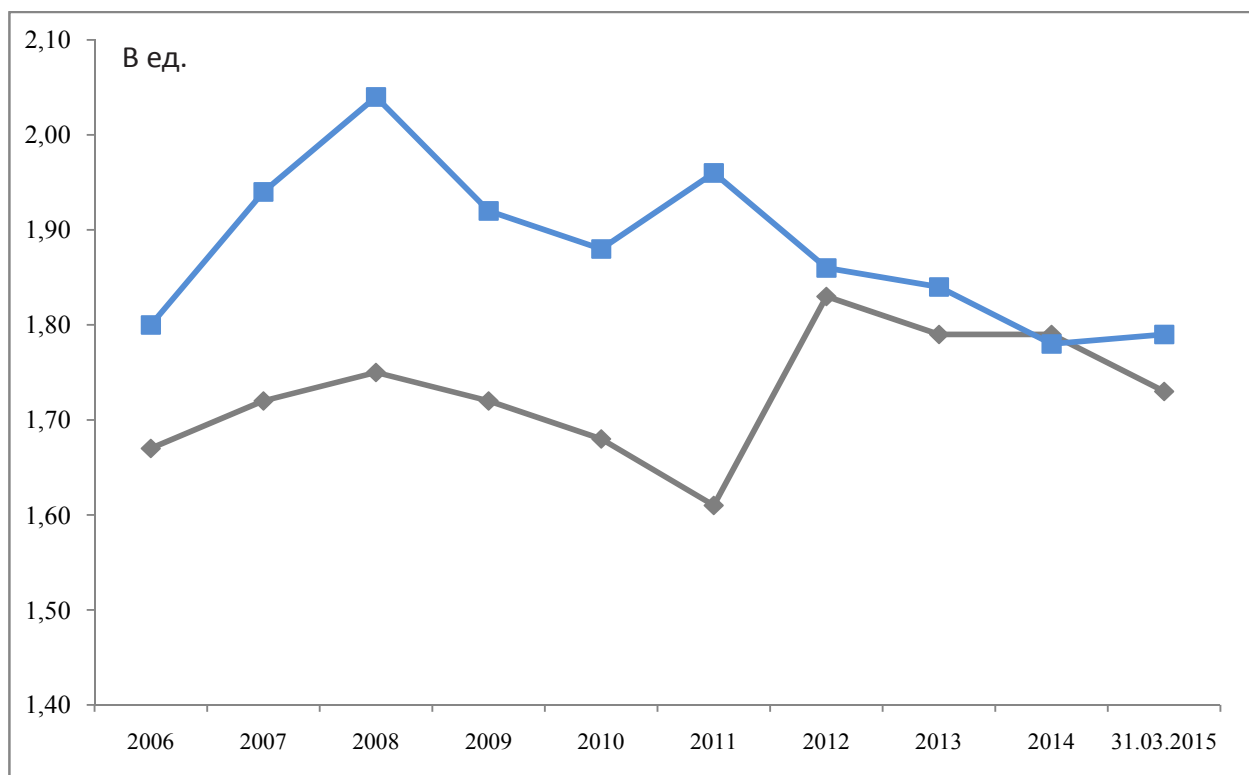


Рис. 2. График зависимости мультипликатора цена/балансовая стоимость и инвестиционной активности в инновационную деятельность

Таблица 4

Расчет мультипликатора цена/балансовая стоимость в единицах $Y_1''(x_9)$

Период наблюдения (годы)	Y_1	$Y_1''(x_9)$	Отклонение $Y_1''(x_9)$ и Y_1 , %	$Y_1''(x_9)$, при $x_9 \uparrow$ (в 3 п.)	Отклонение $Y_1''(x_9)$ и Y_1 , %
2006	1,67	0,60	-64,24	1,80	7,28
2007	1,72	0,65	-62,43	1,94	12,72
2008	1,75	0,68	-61,11	2,04	16,67
2009	1,72	0,64	-62,89	1,92	11,34
2010	1,68	0,63	-62,59	1,88	12,22
2011	1,61	0,65	-59,39	1,96	21,83
2012	1,83	0,62	-66,13	1,86	1,62
2013	1,79	0,61	-65,63	1,84	3,10
2014	1,79	0,59	-66,77	1,78	-0,30
31.03.2015	1,73	0,60	-65,50	1,79	3,50

Модель мультипликатора цена/прибыль определяется путем проведения расчетов по формуле 2:

$$Y_2 = 1,38 + 0,48x_6 + 0,01x_7 + 0,27x_9,$$

где Y_2 — мультипликатор цена/прибыль; x_6 — иностранный акционер; x_7 — концентрация собственности; x_9 — инвестиции в инновации.

Данную функцию представим в виде трех линейных зависимостей относительной оценки компании рынком и наличием иностранного акционера в структуре собственников компании, концентрацией собственности, инвестиционной активностью в инновационное развитие компании соответственно.

$$Y_2'(x_6) = 1,38 + 0,48x_6, \quad (7)$$

$$Y_2''(x_7) = 1,38 + 0,01x_7, \quad (8)$$

$$Y_2'''(x_9) = 1,38 + 0,27x_9, \quad (9)$$

Результаты расчетов мультипликатора по формулам 7, 8, 9 представим в табл. 5.

При условии, если мультипликатор цена/прибыль определяет единственный фактор — это наличие иностранного акционера в структуре собственников компании, то экономический эффект роста $Y_2'(x_6)$ относительно Y_2 появляется только в случае увеличения определяющего показателя на 8 %, тогда относительная рыночная стоимость компании увеличится на 0,4 % (рис. 3).

Таблица 5

Расчет мультипликатора цена/прибыль, в единицах

Период наблюдения (годы)	Y_2	$Y_2'(x_6)$, при $x_6 \uparrow$ (на 8%)	Отклонение $Y_2'(x_6)$ и Y_2 , %	$Y_2''(x_7)$, при $x_7 \uparrow$ (на 8%)	Отклонение $Y_2''(x_7)$ и Y_2 , %	$Y_2'''(x_9)$, при $x_9 \uparrow$ (на 5%)	Отклонение $Y_2'''(x_9)$ и Y_2 , %
2006	1,59	1,66	4,11	1,50	-5,78	1,56	-1,86
2007	1,81	1,58	-12,39	1,50	-17,14	1,83	1,14
2008	2,04	1,67	-18,12	1,50	-26,62	2,03	-0,87
2009	1,82	1,67	-8,17	1,50	-17,51	1,79	-1,42
2010	1,67	1,51	-9,46	1,50	-10,32	1,73	3,31
2011	1,79	1,49	-17,11	1,49	-16,70	1,87	4,55
2012	1,62	1,49	-8,07	1,49	-7,58	1,69	4,46
2013	1,58	1,49	-5,92	1,49	-5,37	1,65	4,43
2014	1,47	1,49	0,90	1,49	1,49	1,54	4,39
1кв.2015	1,48	1,49	0,41	1,49	0,95	1,55	4,45

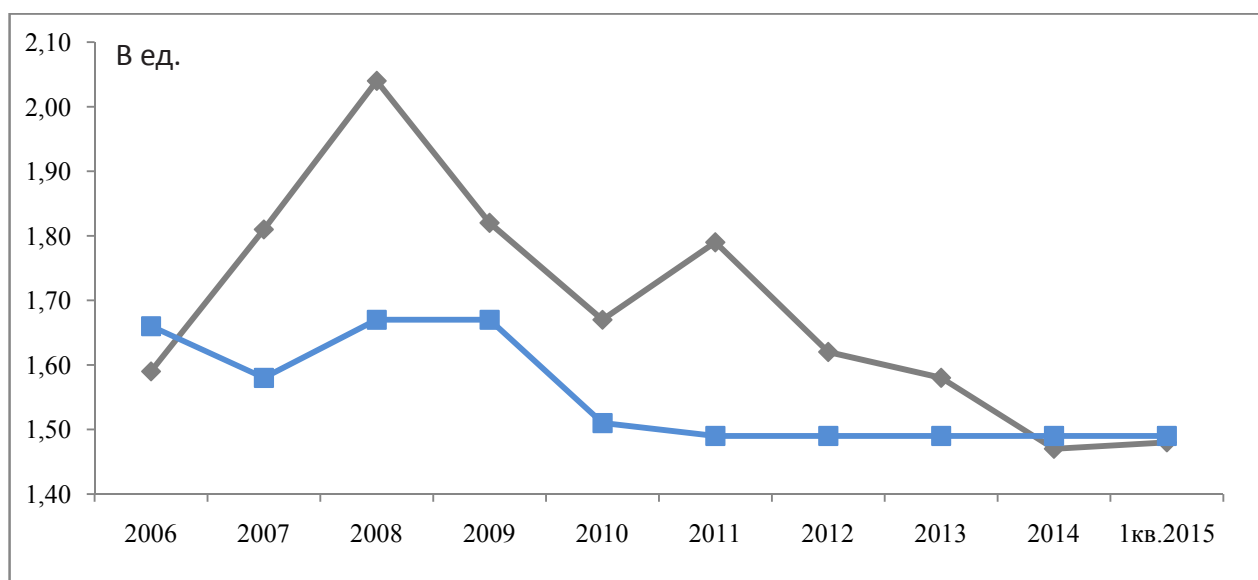


Рис. 3. График зависимости мультипликатора цена/прибыль от фактора наличия иностранного акционера в структуре акционерного капитала

В случае когда рыночный мультипликатор цена/прибыль надо рассматривать как функцию зависимости от одной переменной — концентрации собственности в компании, тогда явление роста $Y_2''(x_7)$ относительно Y_2 демонстрирует процесс увеличения переменной на 8 процентных пунктов, тогда относительная рыночная стоимость компании увеличится на 1 % (рис. 4).

Если рассматривать нашу модель с точки зрения влияния на нее объема инвестиций в инновационное развитие, то процесс создания акционерной стоимости возможен в случае увеличения исследуемого фактора на 5 процентных пунктов, тогда относительная рыночная стоимость компании увеличится на 4,5 % (рис. 5).

Для выявления наиболее сильной связи факторов создания акционерной доходности с величиной акционерной доходности формулу 3 представим в виде четырех линейных функций зависимости от переменных, положительно коррелирующих с величиной акционерной доходности.

$$Y_3'(x_1) = 0,71 + 1,75x_1, \quad (10)$$

$$Y_3''(x_2) = 0,71 + 0,22x_2, \quad (11)$$

$$Y_3'''(x_7) = 0,71 + 1,25x_7, \quad (12)$$

$$Y_3''''(x_9) = 0,71 + 1,25x_9, \quad (13)$$

где Y_3 — показатель акционерной доходности; x_1 — доходность активов; x_2 — инвестиции; x_7 — концентрация собственности; x_9 — инвестиции в инновации.

Таблица 6

Расчет величины показателя акционерной доходности, в единицах

Период наблюдения (годы)	Y_3	$Y_3'(x_1)$ при $x_1 \uparrow$ (в 2,2 раза)	Откл. $Y_3'(x_1)$ и Y_3 , %	$Y_3''(x_2)x_2$ при $x_2 \uparrow$ (на 70 %)	Откл. $Y_3''(x_2)$ и Y_3 , %	$Y_3'''(x_7)$ при $x_7 \uparrow$ (на 20 %)	Откл. $Y_3'''(x_7)$ и Y_3 , %	$Y_3''''(x_9)$ при $x_9 \uparrow$ (на 80 %)	Откл. $Y_3''''(x_9)$ и Y_3 , %
2006	2,41	2,02	-15,94	1,62	-32,82	2,12	-11,81	1,66	-31,01
2007	2,96	2,10	-29,10	1,61	-45,67	2,17	-26,67	2,53	-14,48
2008	3,28	1,95	-40,47	1,61	-50,96	2,22	-32,27	3,17	-3,37
2009	2,61	1,83	-29,78	1,62	-37,80	2,14	-17,69	2,41	-7,64
2010	2,54	1,71	-32,74	1,65	-35,32	2,08	-18,29	2,19	-13,74
2011	3,87	1,82	-52,97	4,16	7,29	1,59	-58,86	2,67	-30,98
2012	2,11	1,79	-15,33	1,62	-23,24	1,66	-21,19	2,07	-1,91
2013	1,91	1,82	-4,57	1,59	-16,60	1,70	-10,64	1,94	2,02
2014	1,67	1,77	6,32	1,56	-6,61	1,70	2,22	1,58	-5,07
1 кв. 2015	1,54	1,60	3,33	1,58	2,12	1,62	5,19	1,61	4,19

Расчет показателей акционерной доходности в зависимости от вариаций факторов создания акционерной доходности представлен в табл. 6.

Произведя расчеты показателя акционерной доходности как функции зависимости от одной переменной (доходности активов), выяснили, что величина акционерной доходности увеличится на 3,3 % при росте доходности активов в 2,2 раза. Результатом исследования зависимости акционерной доходности и инвестиционной активности компании является процесс роста акционерной доходности на 2 процентных пункта при увеличении объема инвестиций, осуществляемых собственника-

ми компании, на 70 % к уровню прошлого года. При увеличении показателя концентрации собственности на 20 % величина акционерной доходности возрастет на 5,2 % соответственно. Кроме того, повышения акционерной доходности компании на 4,2 % можно достигнуть за счет увеличения объема инвестирования в инновационное развитие компании (рис. 6—9).

Выводы

Проведенный анализ влияния корпоративных факторов на капитализацию компании на примере ОАО «Ростелеком» позволил сделать следующие выводы:

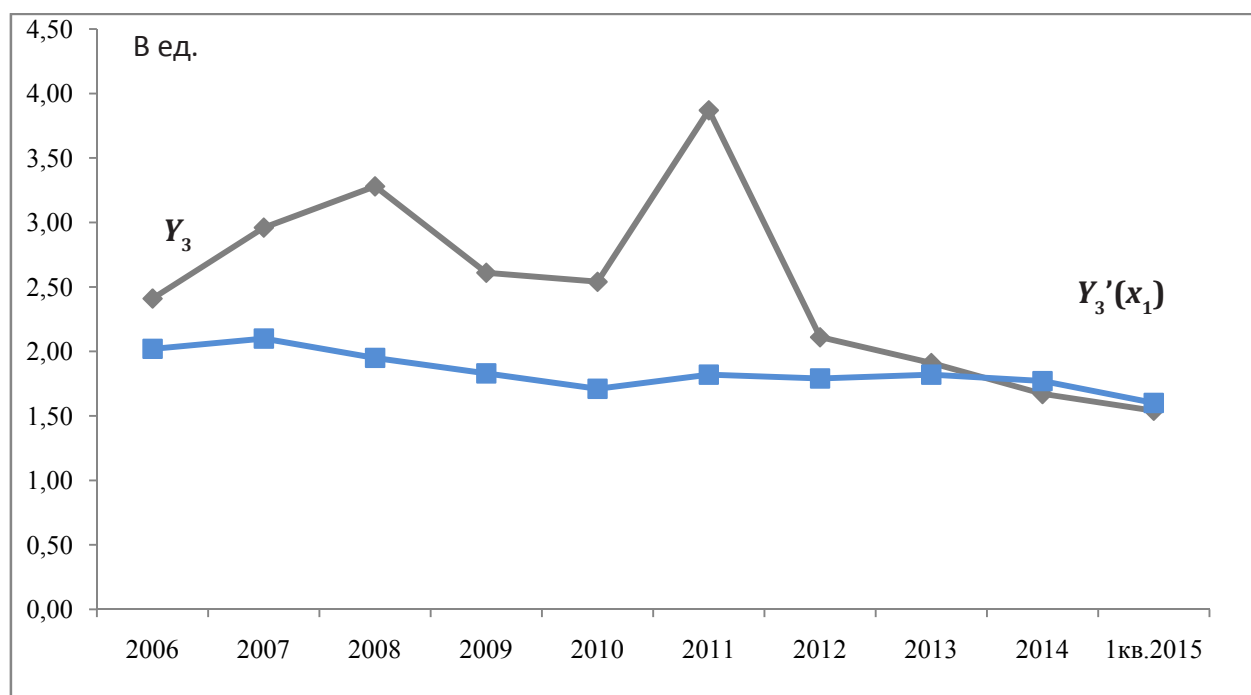


Рис. 6. График зависимости акционерной доходности от доходности активов

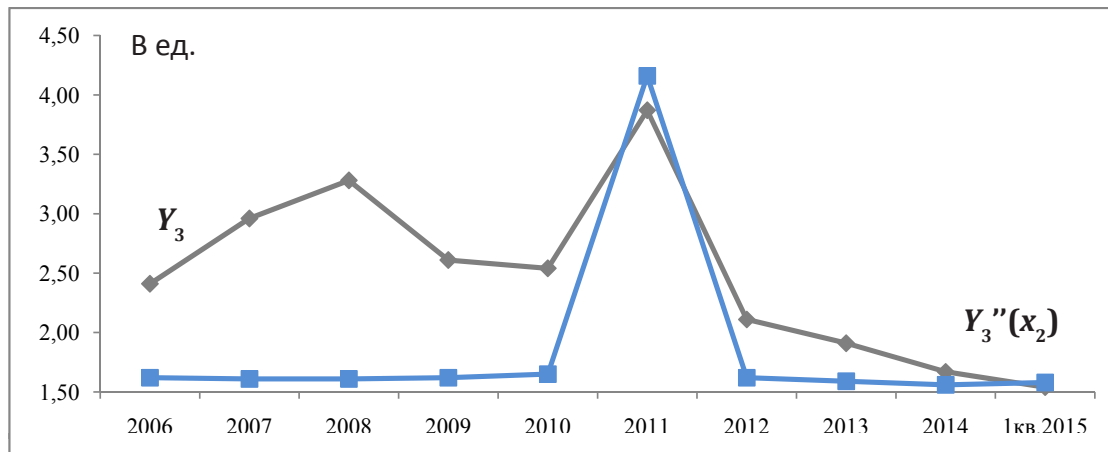


Рис. 7. График зависимости акционерной доходности от инвестиционной активности

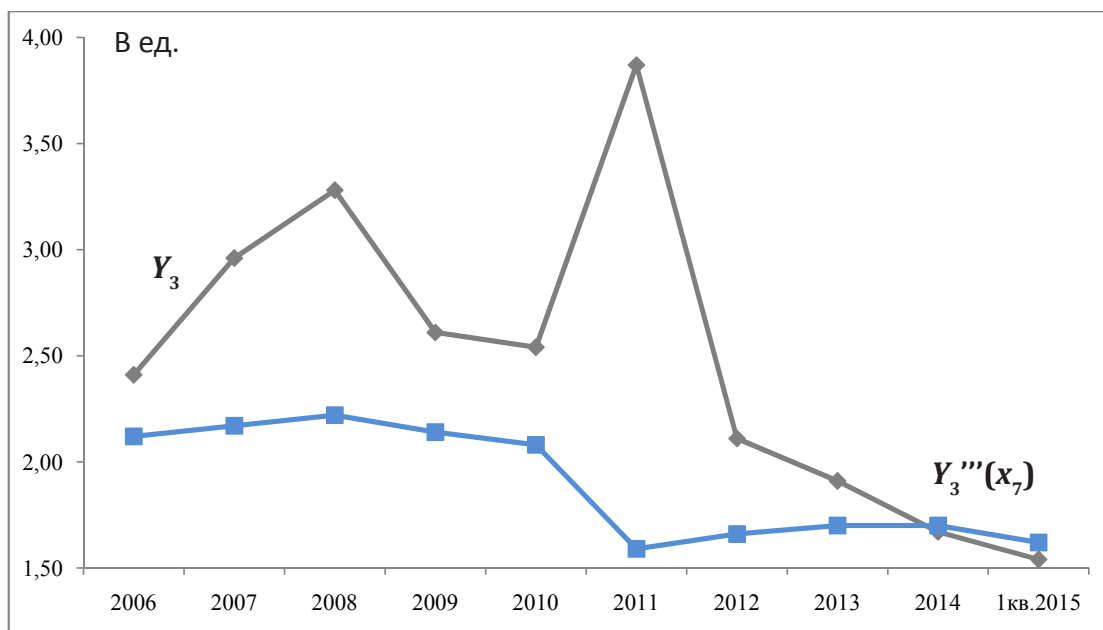


Рис. 8. График зависимости акционерной доходности от концентрации собственности в структуре акционерного капитала

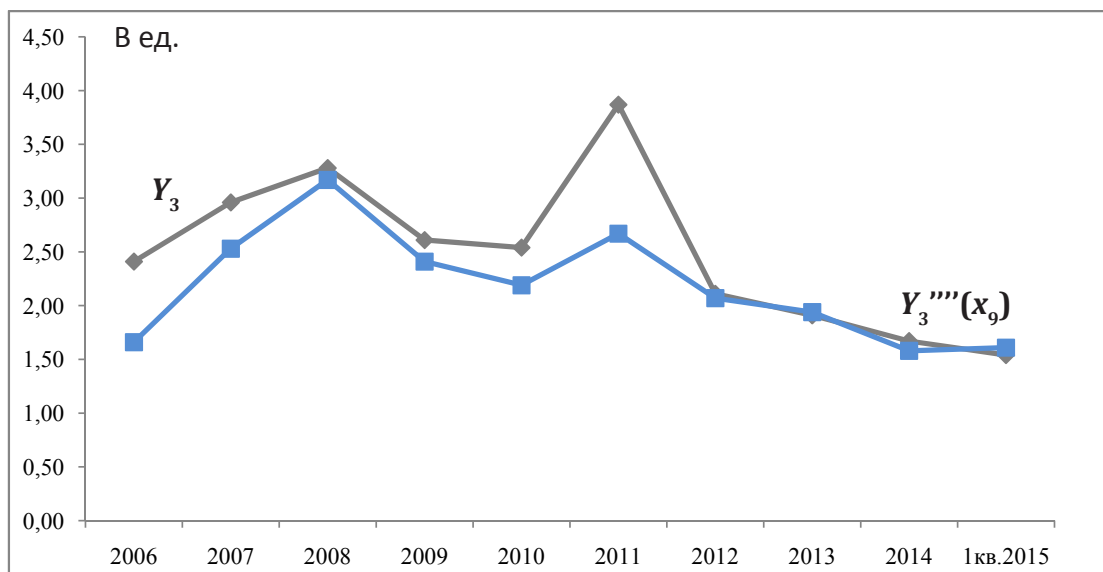


Рис. 9. График зависимости акционерной доходности от инвестиционной активности в инновационное развитие

— увеличение выручки компании на 5 % при прочих равных условиях, может привести к росту акционерной стоимости компании на 23 %;

— увеличение доходности активов в 2,2 раза приведет к росту акционерной доходности лишь на 3 %;

— увеличение доли собственников в структуре акционерного капитала на 8 % приведет к росту рыночной стоимости компании на 1 %, увеличение на 20 % обеспечит рост акционерной доходности на 5 %;

— увеличение объема инвестиций в инновационное развитие на 5 % приведет к росту рыночной стоимости компании на 4,5 %.

Таким образом, компании в ближайшее время для обеспечения роста рыночной стоимости акционерного капитала необходимо сосредоточиться на факторах роста выручки

и объема инвестиций в инновационное развитие.

С целью недопущения негативного воздействия на создание акционерной стоимости выявленных при анализе факторов компании необходима разработка мероприятий, направленных на оптимизацию гибких тарифных планов, улучшение качества обслуживания конечных пользователей и повышение конкурентоспособности услуг, предоставляемых компанией; проведение мониторинга конъюнктуры денежного рынка, рефинансирование кредитных обязательств компании с плавающей процентной ставкой средствами, привлеченными по фиксированным процентным ставкам; размещение свободных денежных средств в доходные финансовые инструменты, а также осуществление мер по снижению себестоимости оказываемых услуг.

Список литературы

1. Бадюкина, Е. А., Швецова, И. Н. Факторы создания акционерной стоимости российских компаний // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета, 2015. № 3. С. 65—82. URL: <http://vestnik-ku.ru/index.php/arkhiv-nomerov/2015-god/vestnik-3>. (дата обращения 04.12.2015).

2. Индексы голубых фишек. Московская биржа, 2015. URL: <http://moex.com/ru/index/rtsstd>. (дата обращения 01.06.2015).

3. Информация для акционеров и инвесторов ПАО «Ростелеком». URL: <http://www.rostelecom.ru>. (дата обращения 01.06.2015—01.12.2015).

4. Котырло Е. С. Эконометрика: уч. пос. Сыктывкар, 2005. 194 с.

5. Метод последовательного исключения неизвестных, или метод Гаусса. URL: http://www.webmath.ru/poleznoe/formules_5_5.php. (дата обращения 01.06.2015).

6. Hall, John H. Dissecting EVA: The Value Drivers Determining the Shareholder Value of Industrial Companies SSRN. С. 1—21. URL: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304196 или <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.304196> March 15, 2002. (дата обращения 23.05.2015).

7. Kleidon, A. Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models // Journal of Political Economy, Vol. 94, No. 5 (Oct., 1986). URL <http://www.jstor.org/stable/1833189>. (дата обращения 23.05.2015).

8. Pandey, I. What Drives Shareholder Value, Asian Academy of Management // Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance, 2005. № 1. С. 105—120. URL: <http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol1/1-6.pdf>. 105—120 p. (дата обращения 23.05.2015).

References

1. Badokina, E. A., Shvecova, I. N. Faktory sozdaniya akcionernoj stoimosti rossijskih kompanij [Factors of Creating Shareholder Value in Russian Companies] // *Electronic scientific journal «Corporate Governance and innovative economic development of the North: Bulletin of Research Center of Corporate Law, Management and Venture Investment of Syktyvkar State University»*, 2015, no. 3, pp. 65-82 (In Russ) Available at: <http://vestnik-ku.ru/index.php/arkhiv-nomerov/2015-god/vestnik-3>. (accessed 04.12.2015).

2. The index of blue chips. *Moscow Exchange*, 2015. Available at: <http://moex.com/ru/index/rtsstd>. (accessed 01.06.2015).

3. Information for Shareholders and Investors Rostelecom. Available at: <http://www.rostelecom.ru> (accessed 01.06.2015-01.12.2015).

4. Kotyrlo, E.S. *Jekonometrika* [Econometrics] Syktyvkar, 2005. 194 p.

5. *Metod posledovatel'nogo isklucheniya neizvestnykh ili metod Gaussa* [The Gauss–Seidel method]. Available at: http://www.webmath.ru/poleznoe/formules_5_5.php (accessed 01.06.2015).

6. Hall, John H. Dissecting EVA: The Value Drivers Determining the Shareholder Value of Industrial Companies. SSRN, 2002, March 15, pp. 1-21. Available at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=304196. (accessed 23.05.2015).

7. Kleidon, A. Variance Bounds Tests and Stock Price Valuation Models. *Journal of Political Economy*, 1986, vol. 94, no. 5 (Oct.). Available at: <http://www.jstor.org/stable/1833189>. (accessed 23.05.2015).

8. Pandey, I. What Drives Shareholder Value, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 2005, no.1, pp.105-120. Available at: <http://web.usm.my/journal/aamjaf/vol1/1-6.pdf> (accessed 23.05.2015).

Для цитирования: Бадюкина Е. А., Швецова И. Н. Факторная модель капитализации российских компаний // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера: Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета. 2016. № 1. С. 76—85.

For citation: Badokina E. A., Shvetsova I. N. Factors model of russian companies capitalization // Corporate governance and innovative economic development of the North: Bulletin of the Research Center of Corporate Law, Management and Venture Capital of Syktyvkar State University. 2016. № 1. P. 76—85.
