

# Плюсы и минусы государственного участия в капитале компаний

**В.В. НАЗАРОВА**, кандидат экономических наук. E-mail: nvarvara@list.ru  
**Т.С. КУЧМЕЛЬ**, департамент финансов Санкт-Петербургской школы экономики и менеджмента, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург

Сейчас в РФ проводится политика приватизации компаний, доля которых принадлежит государству; результаты данного исследования помогут сделать прогнозы о динамике показателей деятельности приватизируемых компаний. Основной целью статьи является исследование влияния государственного участия в акционерном капитале компании на критерии эффективности деятельности. Исследование показало, что государственное участие отрицательно сказывается на эффективности деятельности компаний, однако предприятия естественной монополии получают от него больше прибыли, чем остальные.

*Ключевые слова:* политика приватизации; государственное участие; эффективность деятельности; предприятия естественных монополий; капитал компании

Политика приватизации компаний с государственным участием началась в 2014 г. По заявлению Министерства финансов, в 2016 г. данная программа принесла в бюджет почти 407 млрд руб. (без учета средств от приватизации доли «Роснефти»). Недавно в РФ был утвержден план уже третьей программы приватизации предприятий на 2017–2019 гг. Планируется продать большие государственные пакеты акций таких компаний, как «Совкомфлот», «Алроса», «ВТБ» и др.

В этих условиях важно оценить, как участие государства в акционерном капитале компании влияет на эффективность ее деятельности. Это позволит новым частным акционерам сделать прогноз изменения показателей компании после приватизации, и их решение об участии в приватизации будет более взвешенным [1, 2].

Вопрос об эффективности компаний с государственным участием очень важен также и потому, что предприятия данного типа играют ключевую роль в значимых секторах экономики. Существует мнение, что государственное участие в акционерном капитале дает отрицательные результаты: такие компании отстают по всем показателям от тех, у которых участие государства

в структуре капитала менее выражено. Таким образом, проведение анализа влияния государственного участия на эффективность компании поможет государству сформировать оптимальную структуру капитала в ключевых секторах экономики с целью обеспечения максимальной результативности.

До сих пор нет однозначного ответа на вопрос о характере влияния участия государства в акционерном капитале. Мнения исследователей разделились: одни считают, что структура капитала влияет на эффективность деятельности фирмы, другие придерживаются противоположной точки зрения. Ученые, поддерживающие первую точку зрения, полагают, что финансовые и рыночные показатели предприятия во многом зависят от структуры собственности.

Например, исследование связи структуры собственности и эффективности деятельности на основе расчета производительности (добавленной стоимости на одного работника) показало, что концентрация собственности положительно влияет на деятельность компании. Этот вывод был аргументирован тем, что крупные акционеры (не менеджеры) стремятся увеличить стоимость компании и тем самым улучшают результаты ее деятельности [3].

Исследование влияния участия государства в структуре собственности компании на ее деятельность в Сингапуре выявило, что коэффициент О. Тобина (отношение текущей рыночной капитализации компании к ее балансовой стоимости) оказался выше для компаний с государственным участием в акционерном капитале и положительно коррелирует с государственным участием в структуре собственности [4]. На этом основании был сделан вывод о том, что сингапурские компании, собственником доли которых является государство, по всем показателям не хуже частных, тем не менее невозможно абсолютно точно определить влияние каждого типа собственников на результаты деятельности: так, отношение выручки к активам у частных компаний больше, что говорит о том, что компании с государственным участием в структуре собственности хуже распоряжаются своими активами [4].

На основе исследования так называемых «голубых фишек» фондового рынка с использованием показателей производительности труда и рентабельности О. Тобина был сделан вывод

об очень слабой связи структуры собственности и производительности труда [5].

Изучение показателей отношения выручки к числу занятых и размеру основных фондов, прибыли к размеру основных фондов и выручке выявило, что компании с незначительным государственным участием в акционерном капитале более эффективны [6].

Существуют и другие мнения насчет эффективности компаний с долей государства в капитале. Например, о том, что крупные предприятия с государственным участием в акционерном капитале демонстрируют тенденции к устойчивому развитию [7].

В.А. Черкасова приходит к выводу, что до сих пор нет четкого определения степени влияния государственного участия на эффективность деятельности компании. Однако в ее работе выдвигается интересная точка зрения о том, что зачастую в компаниях с государственным участием в капитале чиновники ставят перед ними не только экономические, но и социальные цели, что может приводить к несоответствию интересов государства и самой компании и к неэффективности предприятия [8].

Оценка влияния приватизации на деятельность компании свидетельствует о том, что большая доля государственной собственности отрицательно влияет на эффективность деятельности компании [9, 10].

Исследование, проведенное в Венгрии, Румынии, Украине и России, показало, что в среднем приватизация положительно влияет на производительность труда, но ведет к снижению количества рабочих мест. Однако у российских компаний производительность труда в данных фирмах снижается. Интересен и еще один полученный результат: приватизация иностранными инвесторами приносит больше пользы предприятиям, чем отечественными [11].

В данной статье вопрос об эффективности деятельности российских предприятий с государственным участием в акционерном капитале исследуется на основе сведений о критериях эффективности деятельности компаний с разной степенью государственного участия. Определены индикаторы, на которые влияет структура капитала, рассчитаны необходимые для исследования показатели для рассматриваемых компаний; на базе эконометрического анализа полученных данных сделаны

выводы о влиянии государственного участия на эффективность деятельности предприятия.

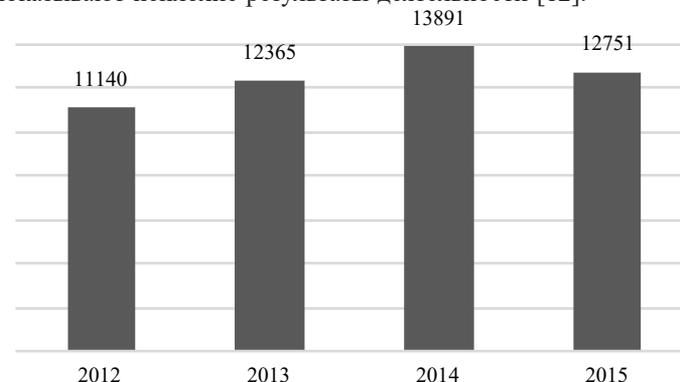
### Обзор деятельности компаний с государственным участием в акционерном капитале

В России существует ряд самых важных секторов экономики, которые контролируются государством, т.е. лидирующие позиции в таких отраслях занимают именно компании, в акционерном капитале которых имеется доля государства. Такими сферами являются инфраструктура, транспорт, ядерная энергетика, добыча полезных ископаемых, военно-промышленный комплекс, а также финансовый сектор. Отметим, что в рамках данного исследования рассматриваются не государственные корпорации, а акционерные общества. Яркие представители компаний с государственным участием в капитале – «Федеральная сетевая компания Единой энергетической системы», «Российские железные дороги», «Аэрофлот», АК «Транснефть», «Газпром», «Оборонсервис» и др.

На данный момент в реестре федерального имущества есть сведения более чем о 1593 компаниях, в капитале которых участвует государство. При этом в отношении свыше 800 из них права государства как акционера ограничены (доля государственного участия менее 2%), права акционера от имени РФ переданы иным федеральным органам исполнительной власти, есть компании, акциями которых владеет государство, но они проходят процедуры банкротства, ликвидации, реорганизации. Среди остальных компаний с государственным участием, по которым права акционера в отношении пакетов акций, принадлежащих Российской Федерации, осуществляет Росимущество, в 64% случаев государство обладает 100%-м пакетом акций, в 17% – миноритарным, в 12% – блокирующим, а примерно в 7% – контрольным [12].

Число компаний с государственным участием постоянно снижается (в 2013 г. – более 2000, в 2014 г. – свыше 1800; в 2015 г. – почти 1600). Однако количество компаний, в которых права государства как акционера ограничены, уменьшается с каждым годом, что говорит о том, что некоторые из них либо уходят с рынка, либо государство избавляется от акций компаний, в которых его доля участия составляет менее 2%.

По официальной информации, представленной на сайте Росимущества, общая выручка компаний с государственным участием за 2015 г. составила 12 751 млрд руб. (рис. 1). При этом 97% общей суммы приходится на 40 самых крупных компаний. По итогам 2015 г. основная доля выручки приходится на ПАО «Газпром» и НК «Роснефть» (суммарно 66% от общей суммы выручки). Чистая прибыль за 2015 г. уменьшилась (рис. 2), что, скорее всего, связано с сокращением чистой прибыли у таких крупных акционерных обществ, как ПАО «НК «Роснефть»» и АО «Роснефтегаз» (из-за уменьшения у них выручки от продаж). Общий объем долга компаний с госучастием продолжает расти, однако увеличение объема долговых обязательств замедлилось, и если за 2014 г. долг компаний увеличился на 29%, то за 2015 г. – на 17%. Учитывая рост политической напряженности и введенные против России за последние годы санкции, следует отметить, что компании с государственным участием показывают неплохие результаты деятельности [12].



Источник рис. 1–2: [12].

Рис. 1. Выручка компаний с государственным участием в РФ в 2012–2015 гг., млрд руб.

В странах ОЭСР активы предприятий, в которых государство имеет мажоритарный пакет акций, составляют около 2 трлн долл., они создают около 6 млн рабочих мест. Наиболее важную роль предприятия с государственным участием играют в энергетической и транспортной отраслях (PKPSA, Vattenfall, Svevia, Lotos, LOT, AirBaltic). По оценкам ОЭСР, в стоимостном

выражении на предприятия энергетического и транспортного секторов приходится соответственно около 40% и 43% рабочих мест от общего их числа, создаваемых компаниями с госучастием. Государственное участие в различных секторах экономики особенно велико в Польше, Хорватии, Румынии и Словении. Прибыльность и рентабельность частных компаний в ЕС выше, чем предприятий с государственным участием в акционерном капитале, однако последние показали себя с хорошей стороны в плане устойчивости и стабильности во время кризиса [13].

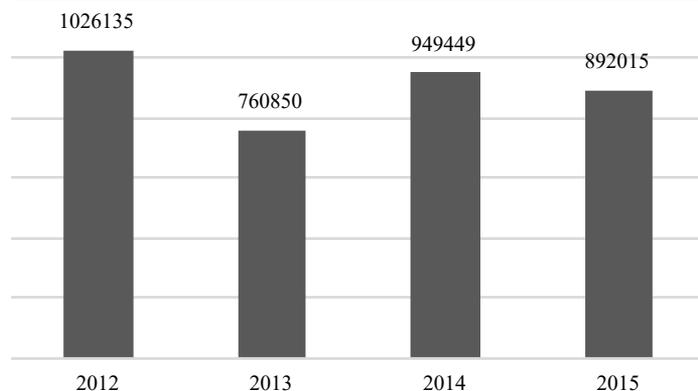


Рис. 2. Чистая прибыль крупнейших АО с государственным участием в РФ в 2012–2015 гг., млн руб.

В Китае за 2016 г. прибыль предприятий с государственным участием выросла на 1,7% и составила 338 млрд долл. Особенно быстро развиваются такие компании в сфере недвижимости, производства стройматериалов и транспорта. Интересно, что из 98 китайских компаний, попавших в 2015 г. в рейтинг FortuneGlobal 500, только 22 частные. Больше всего компаний с государственным участием в этом списке ведут деятельность в сфере финансов, телекоммуникаций, энергетики, строительства, машиностроения. Яркими представителями китайских компаний с государственным участием в капитале являются GreeElectric, Beida Jade Bird Universal Sci-Tech и др. [14]. Сейчас в Китае проводится реформирование государственных предприятий, которые из опоры экономики превратились в тормозящий элемент

развития. В основном реформирование идет за счет слияний и поглощений компаний одной отрасли.

### Выбор ключевых показателей и построение модели

В большинстве исследований в качестве критериев оценки эффективности деятельности компаний выбраны производительность труда и показатели рентабельности. На наш взгляд, также очень важным показателем является чистая прибыль, которая свидетельствует о том, насколько привлекательна компания для инвесторов, помогает определить займодателям ее кредитоспособность, надежность для поставщиков и других контрагентов.

В исследовании были рассчитаны показатели рентабельности продаж (ROS), собственного капитала (ROE) и активов (ROA), которые говорят об эффективности использования активов компании.

Также для исследования будут использоваться показатели производительности труда. Некоторые исследователи отмечали, что компании с государственным участием вместо того, чтобы нанимать на работу квалифицированных сотрудников, приглашают людей, связанных с властью, что снижает эффективность деятельности. Отмечается также, что менеджеры компаний с госучастием не имеют стимула для эффективной работы. В данном исследовании будут использоваться коэффициенты производительности труда в стоимостном выражении, так как будут сравниваться предприятия, выпускающие разную продукцию, поэтому стоимостное выражение поможет привести результаты работ компаний к единому измерителю [15].

Для расчета использовались данные отчетности официальных сайтов 56 крупнейших компаний России.

Для начала были определены показатели, которые, помимо государственного участия, могут влиять на эффективность деятельности компании. Были выбраны следующие объясняющие переменные для модели.

1. **Возраст компании.** В регрессионную модель добавлен квадрат регрессора «возраст»: чем предприятие старше, тем у него больше опыта деятельности на рынке и тем выше доверие контрагентов к нему, но со временем «возраст» приносит все меньше и меньше пользы предприятию, так как появляются

конкуренты, меняются технологии, потребности людей и т.д. Поэтому в модели будет использоваться переменная, равная коэффициенту Age в квадрате.

2. **Отрасль.** Компании разбиты на 11 отраслей: транспорт, машино- и авиастроение, добыча полезных ископаемых, энергетические, финансовые учреждения, металлургический сектор и т.д.

3. **Долговые обязательства компаний** могут отражать как ее активное развитие (инвестиционные вложения), так и неэффективность деятельности (покрытие ранее сформированных обязательств).

4. **Вхождение в реестр естественных монополий.** Такие предприятия находятся под жестким государственным контролем, что может существенно влиять на эффективность деятельности (бинарная переменная).

5. **Количество сотрудников** предопределяет размер предприятия и учитывается в показателе «производительность труда».

6. **Стоимость активов** характеризует размер компании и / или масштаб деятельности.

Выбор между показателями 5 и 6 зависит от регрессантов, в качестве которых будут использоваться показатели чистой прибыли и производительности труда, коэффициенты ROE, ROA, ROS. В регрессии было решено брать не данные о проценте голосующих акций в собственности РФ, а разбить их по типам портфелей (0 – нет госучастия; от 1% до 25% – пакет миноритарный; от 25% до 50% – блокирующий; от 50% до 100% – контрольный пакет и последняя ситуация – 100%-е участие государства).

Выборка была собрана по крупнейшим компаниям РФ из различных отраслей с учетом того, что в каждой из рассматриваемых отраслей присутствовали предприятия с различной долей государственного участия в акционерном капитале. Представлено примерно равное количество компаний из каждой отрасли.

После сбора информации и проведения расчетов выбранных показателей эффективности были построены и проверены на значимость пять эконометрических моделей. Получены следующие результаты.

Значимыми на 5%-м уровне в моделях оказались такие регрессоры, как отрасль, долговые обязательства, факт нахождения в реестре предприятий естественных монополий и раз-

мер пакета акций в собственности государства. Так, компании машино- и авиастроения получают самую большую прибыль, а финансовые – наименьшую. У естественных монополий чистая прибыль больше, чем у других компаний, возможно, в связи с поддержкой государства. Данный факт очень важен, так как обычно в компаниях, относящихся к естественным монополиям, влияние государства очень велико, а в данной работе как раз исследуется такое влияние на результаты деятельности компании. Однако коэффициент, отражающий размер пакета акций в руках государства, дал обратный результат: концентрация собственности в руках государства негативно влияет на размер чистой прибыли компании, возможно, это связано с тем фактом, что, помимо максимизации прибыли и выгоды для компании, у государства есть еще и социальные и политические цели. Что касается долговых обязательств, то они положительно влияют на производительность труда: возможно, это связано с тратой заемных средств на новое оборудование и технологии.

## Заключение

В исследовании учитывалось и прямое, и косвенное воздействие государства на деятельность фирмы. Отличительными чертами выборки для исследования являлось то, что в каждой из 11 выделенных отраслей присутствовали компании и с минимальной долей участия государства, и с контрольным или блокирующим пакетом акций, которым владеет РФ. По этой причине пришлось исключить из выборки сферу ритейла, так как в их акционерном капитале почти не наблюдалось участия государства, и это могло бы повлиять на точность полученных результатов.

В начале исследования была выдвинута гипотеза о том, что участие государства в акционерном капитале отрицательно влияет на итоги деятельности компании. Данный результат подтвердился в отношении чистой прибыли. Расчеты показали, что чем больший пакет акций находится в собственности государства, тем меньше прибыль компании. Однако в отношении остальных рассматриваемых показателей эффективности данная гипотеза не подтвердилась: влияние государственного участия не было выявлено. Однако чистая прибыль – это один из ключевых критериев оценки результатов деятельности компании, поэтому факт

влияния на него участия государства в акционерном капитале нельзя игнорировать.

Причин для отрицательного влияния государственного участия в акционерном капитале компании на чистую прибыль может быть множество, например, заинтересованность государства не только в максимизации прибыли, но и в социальных аспектах деятельности и т.д.

Однако деятельность компаний с государственным участием нельзя назвать неэффективной: во всем мире такие предприятия высоко оцениваются и пользуются доверием у потребителей. Более того, принадлежность компании к естественной монополии положительно влияет на чистую прибыль, как правило, такие предприятия строго контролируются государством и относятся к наиболее важным отраслям экономики.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что к отрицательному влиянию государственного участия в акционерном капитале предрасположены компании, которые работают в отраслях, не предполагающих наличия естественных монополий, например, пищевая или финансовый сектор.

Из полученных результатов вытекает, что политика приватизации компаний, которая проводится сейчас в России, положительно повлияет на результаты их деятельности (хотя сократит возможности использования их ресурсов для достижения социальных и политических целей государства). Как следствие, можно предположить, что качество выполнения этими компаниями своих непосредственных задач вырастет.

Кроме того, частные инвесторы, которые будут участвовать в приватизации, смогут быстрее окупить свои инвестиции, благодаря приросту эффективности деятельности этих компаний.

## Литература

1. Правительство утвердило план приватизации // Информационный портал «Ведомости» [Эл. ресурс] URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/02/02/675996-pravitelstvo-privatizatsii>
2. Приватизация-2016 принесла 407 млрд рублей без «Роснефти» – Минфин // информационный портал «Ведомости» [Эл. ресурс]. URL: <https://www.vedomosti.ru/economics/news/2017/01/12/672774-dohodi-privatizatsii>
3. Hill C., Shleifer S. Effects of ownership structure and control on corporate productivity // The academy of management journal. – 1989. – № 32(1). – P. 25–46.

4. Ang J. S., Ding D. K. Government ownership and performance of government-linked companies: the case of Singapore // Journal of Multinational Financial Management. – 2006. – № 16. – P. 64–88.
5. Кузнецов П.В., Муравьев А. А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал ВШЭ. – 2000. – № 4. – С. 475–503.
6. Radygin A., Arkhipov S., Entov R. Ownership Structure and Financial Position of Firms in Russia; Empirical Analysis // Russian economic trends. – 2001. – № 10. – P. 18–26.
7. Гордеева Е. С. Концентрация капитала в компаниях с государственным участием: автореферат дисс. на соиск. учен. степ. канд. экон. наук: 08.00.01. – М.: МГУ, 2012. – 34 с.
8. Черкасова В. А. Влияние государственного участия в акционерном капитале на эффективность компаний на развивающихся рынках капитала // Корпоративные финансы. – 2014. – № 4(32). – С. 112–129.
9. Gunasekarage A., Hess K., Hu A. J. The Influence of the Degree of State Ownership and the Ownership Concentration on the Performance of Listed Chinese Companies // Research in International Business and Finance. – 2007. – № 21 (3). – P. 95–379.
10. Estrin S., Hanousek J., Kocenda, E., Svejnar J. The Effects of Privatization and Ownership in Transition Economies // Journal of Economic Literature. – 2009. – № 47(3). – P. 699–728.
11. Brown D. J., Earle J. S., Telegdy A. Does Privatization Raise Productivity? Evidence from Comprehensive Panel Data on Manufacturing Firms in Hungary, Romania, Russia, and Ukraine // Upjohn Institute Working Paper. – 2004. – № 4 (107). – P. 1–51.
12. Федеральное агентство по управлению государственным имуществом Росимущество [сайт]. URL: <https://www.rosim.ru/>
13. The Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD) [website]. URL: <http://www.oecd.org/>
14. Chinese SOE profits edge up in 2016 // Chinadaily.com.cn [el. resource]. URL: [http://europe.chinadaily.com.cn/business/2017-01/26/content\\_28062683.htm](http://europe.chinadaily.com.cn/business/2017-01/26/content_28062683.htm)
15. Barberis N., Boyko M., Shleifer A. How does privatization work? Evidence from Russian shops // Journal of Political Economy. – 1996. – № 104 (4). – P. 764–791.