



## ОТЧЕТ

группы исполнителей ЛАФР НИУ ВШЭ по проекту с компанией «ПрайсвогтерхаусКуперс Раша Б.В.» (Нидерланды) (филиал в г. Москве): Теплова Т.В., Яворская А.В., Рассадкин Л., Погосян Ю., Чеснокова М.

### **«Сравнительный анализ эффективности деятельности частных компаний и компаний с государственным участием»**

Финансово-экономический кризис, начавшийся в 2008 году, привел к усилению позиций государства в регулировании деятельности частных компаний и рынков, а также в присутствии его (прямо или косвенно) в капитале корпораций. Значимое присутствие государства в капитале компаний развивающихся рынков капитала – реалия современного этапа экономического развития. После преодоления острой фазы кризиса во многих странах ускорились приватизационные процессы в экономике. Это связано как с необходимостью пополнения бюджетов стран, так и попыткой вернуть экономику в русло рыночных регуляторных механизмов. 2010 год стал годом начала новой волны IPO, SPO, когда на рынок были выставлены крупные пакеты государственной собственности, 2009 и 2010 годы стали рекорсменами по приватизации на глобальном рынке (более 200 млрд долларов США<sup>1</sup> в 2009 и в 2010 годах, когда средний уровень дохода по приватизационным сделкам составлял 100 млрд. долларов на отрезке в 1980-2006<sup>2</sup>).

В РФ также планируется реализация масштабной программы приватизации. Указ президента Владимира Путина о долгосрочной государственной экономической политике от 7 мая 2012 г констатирует приверженность плану приватизации по многим отраслям

---

<sup>1</sup> Выручка на мировом рынке от приватизационных сделок по 2009 году превысила 268 млрд. долларов США. Крупнейшими сделками стали вывод на биржи приватизационных пакетов Petrobras, Petronas Chemical, Agriculture Bank of China, Coal India, General Motors, Citigroup.

<sup>2</sup> Средний объем выручки по приватизационным сделкам составлял 100 млрд долларов на отрезке в 1980-2006, пик пришелся на 2000 год с объемом привлеченных средств порядка 200 млрд долларов США, при том что в 1990 объем привлечения средств составил только 25 млрд. долларов США.

экономики. Указ Президента В.В. Путина «О долгосрочной государственной экономической политике», подписанном 7 мая 2012 (сразу после инаугурации) содержит ряд концептуальных положений по приватизации и конкретные даты приватизации госимущества. В указе дано поручение правительству до 1 ноября 2012 г.<sup>3</sup> разработать план приватизации, который предусматривал бы «завершение до 2016 г. выхода государства из капитала компаний «несырьевого сектора», не относящихся к субъектам естественных монополий и организациям оборонного комплекса». Это, в частности, означает полную приватизацию банковских активов – Сбербанка (51% акций), ВТБ (77% акций), Россельхозбанка, полную приватизацию транспортных активов в конкурентных секторах, в том числе «Аэрофлота» и «Совкомфлота». В 2013 году на Московской бирже планируется разместить не менее 10% ВТБ и 14% «Алросы». На 2013 г. планируется публичное размещение 25% «Совкомфлота». Выполнение этой амбициозной программы должно повысить и качество управления приватизируемых компаний, и уровень конкуренции в экономике.

Общими целями приватизации, определенными «Прогнозным планом приватизации федерального имущества на 2011-2013 годы» является:

- создание условий для привлечения внебюджетных инвестиций в развитие акционерных обществ на основе новых технологий;
- сокращение государственного сектора экономики в целях развития и стимулирования инновационных инициатив частных инвесторов;
- улучшение корпоративного управления;
- рост конкурентной среды;
- создание условий для увеличения числа публичных акционерных обществ;
- формирование интегрированных структур в стратегических отраслях экономики;
- формирование доходов федерального бюджета.

Эти планы уже с 2011 года породили большие дискуссии среди управленцев-практиков и в академических кругах. Особенно острые дискуссии развернулись относительно планов энергетики и финансового сектора (по планам Правительство до 2016 года должно полностью приватизировать принадлежащие государству акции системообразующих госбанков: Сбербанк, банков группы ВТБ, Газпромбанк, Россельхозбанк, а также банков, принадлежащих ВЭБу). Хотя цели и причины

---

<sup>3</sup> Программа (прогнозный план) приватизации на 2014-2016 гг. не была принята ни до 1 ноября 2012 г., ни до 1 января 2013 г.

заявляемых сделок несколько отличаются от зарубежных процессов, это не отменяет актуальность рассмотрения вопросов о целесообразности приватизации в отдельных отраслях и компаниях, эффективности тех или иных методов и схем приватизационных процессов.

Поискам ответов на эти вопросы и посвящена данная работа. Работа включает четыре основных раздела, а также приложения.

В первом разделе даны основные определения в рамках приватизационных процессов, представлен краткий обзор приватизационных процессов в России и мире, приводятся аргументы за и против присутствия государства в экономике (макроэкономическое влияние и влияние на финансовое положение отраслей и отдельных компаний), и анализируются возможные эффекты приватизации.

Второй раздел посвящен формулированию общих гипотез о работе частных и государственных компаний на российском рынке и даны краткие выводы по результатам эконометрического и кейсового анализа. Представлен анализ конкурентной среды и уровня государственного регулирования по отраслям (в том числе на основе опроса специалистов PwC), что необходимо принимать во внимание при проведении приватизации и при сопоставительном анализе частных компаний и компаний с государственным участием в капитале.

Выводы по сопоставлению частных компаний и компаний с государственным участием подкреплены двумя блоками исследований, которые представлены в третьем и четвертом разделах: 1) эконометрическое тестирование влияния присутствия государства в капитале публичных компаний на их рыночную стоимость (оценка по коэффициенту Q Тобина) и на принятие ключевых управленческих решений в области инвестиций и финансированию инвестиционной деятельности; 2) кейсовое рассмотрение аналогичных по бизнес-моделям компаний в рамках одной отрасли на предмет выявления выгод присутствия государства в капитале. По шести отраслям представлен качественный анализ эффективности работы частных и государственных компаний, и на его основе сформулированы рекомендации о предпочтительности приватизации в данной отрасли. Далее (раздел 4) представлено сопоставление следующих отраслей и компаний (Таблица 1).

**Таблица 1 Сопоставляемые компании в отраслевом разрезе**

1.	Машиностроение	Сопоставление компаний с различной долей государственного участия «АвтоВАЗ», «Соллерс», Группа «ГАЗ» и «КАМАЗ».
2.	Нефтяная отрасль	Сопоставление компаний с различной долей государственного участия: «Роснефть», «Татнефть», «Башнефть», «Лукойл», «ТНК-ВР».
3.	Энергетика	Сопоставление энергетических компаний с различной долей государственного участия.
4.	Телекоммуникационные компании	Сопоставление «France Telecom», «Telefonica», «Укртелеком», «Ростелеком».
5.	Транспортная инфраструктура, в том числе	
А.	Авиaperезовки	Сравнительный кейс-анализ «Аэрофлот» и «ЮТэйр».
Б.	Железнодорожные контейнерные перевозки	Сравнение компаний «ТрансКонтейнер» и «Globaltrans» (кейс-анализ).
В.	Морские порты	Кейс: группа "НМТП" и группа "FESCO", сравнение производственных показателей портов России по бизнес-сегментам.
6.	Финансовый сектор экономики - банки	Сопоставление частных и государственных банков. Кейсовое сравнение «ВТБ» и «Альфа-Банк».

## **Раздел 1. Исследовательские задачи в рамках приватизационных процессов**

### **1.1 Цели приватизационных процессов и постановка задачи поиска оптимального присутствия государства в капитале компаний**

Приватизация рассматривается нами как процесс продажи или передачи государственной собственности (пакетов акций, отдельных активов, имущественных комплексов) частным агентам рынка. При этом переход активов и контроля над получаемыми от активов выгодами, по нашему мнению, существенно меняет мотивы и стимулы всех участников рынка, а также смещает цели государства с коммерческих к регуляторным (создание институциональной среды конкурентного рынка).

Вопрос о целесообразности приватизации, сроках, методах и схемах продажи государственного имущества (долей в компаниях, активах и имущественных комплексах) должен рассматриваться по нескольким аспектам:

1. Фискальная задача наполнения бюджета при большом государственном долге и для решения социальных задач<sup>4</sup>;
2. Переход от административных мер (ручного управления) к рыночному регулированию экономики в отдельных отраслях и в экономике страны в целом, создание конкурентной среды (уход от монополизации рынков), рост инициативы и креативности предпринимателей, создание атмосферы доверия между чиновничеством, бизнесом и обществом;
3. Повышение эффективности работы (финансовой успешности, оперативной эффективности и корпоративного управления) отдельных компаний, неэффективно управляемых наемным менеджментом при отсутствии фактического контроля со стороны ключевого собственника (государства) или же при смещении интересов в пользу отдельных бизнес-групп и лиц. С точки зрения государства повышение эффективности позволит увеличить маржу прибыли и налоговые поступления в бюджеты разных уровней, повысит потребность в высококвалифицированной рабочей силе и через наращивание инвестиционной программы создаст новые рабочие места.

---

<sup>4</sup> См Pinheiro, Schneider (1994); Przeworski (1991); CLAREMONT McKENNA COLLEGE: «FISCAL IMPACT OF PRIVATIZATION IN DEVELOPING COUNTRIES», 2011. Последний анализ построен на основе базы World Bank's Privatization Database через сопоставление выручки от приватизационных сделок на временном отрезке с 1988 по 2008 годы по 47 развивающимся странам (Латинская и Южная Америка, Азия, Восточная Европа, не включая Россию и Казахстан).

Многие государства активно используют приватизационные сделки в фискальных целях. Однако заметим, что в большинстве случаев это не основная цель, которая преследуется государством при проведении приватизационных сделок. В научной литературе отмечается значимая положительная роль приватизации не только на повышение эффективности приватизированных компаний, но и на общерыночные условия хозяйствования (Megginson et al. (1994); Boubakri&Cosset (1998); Katsoulakos, Likoyanni (2002); Boubakri et al. (2005, 2011); D'Souza et al. (2005)<sup>5</sup>).

Вопросы влияния приватизационных сделок на уровень конкуренции в отраслях и рыночные позиции (финансовая успешность и сопоставительная рыночная позиция) отдельных компаний, а также портфелей из акций компаний с разной структурой собственного капитала являются предметом активного научного интереса.

Вопросы приватизации тесно увязаны с вопросами эффективности функционирования частных и государственных компаний. Здесь можно выделить два основных направления научного интереса:

1. Обоснование целесообразности приватизации тех или иных компаний и выработка рекомендаций по оптимальной величине присутствия государства в капитале компаний. В рамках этого направления традиционно обсуждаются следующие вопросы:

- a. Является ли приватизация ответом на неэффективное функционирование (по финансовым и операционным показателям) анализируемых компаний, по которым прошли приватизационные сделки или же преследовались некие иные цели (захват собственности группой приближенных к власти лиц и т.п.);

- b. Действительно ли приватизация позволяет улучшить финансово-экономическое положение компаний и действительно ли частные компании работают эффективнее, чем государственные;

- c. Каким образом государство выбирает приемлемые модели и методы продажи пакетов акций (через публичное размещение на рынке в форме «народных» IPO, частные закрытые аукционы, взносы в вновь создаваемые компании и т.п.);

---

<sup>5</sup> В списке литературы в конце отчета даны полные ссылки на все упоминаемые в рамках исследования работы.

d. Получают ли инвесторы (рыночные и фонды прямого инвестирования), участвующие в приватизационных сделках выгоды на долгосрочной и краткосрочной перспективе.

2. Портфельное сопоставление выгод, получаемых от акций частных и частно-государственных публичных корпораций. Данное направление важно для принятия инвестиционных решений с акцентом на потенциал роста стоимости портфеля и на соотношение «риск-доходность» по портфелям<sup>6</sup>.

В рамках данного исследования основной упор будет сделан на первую часть перечисленного списка. Акцент сделан на поиск ответов на два вопроса:

*какие факторы влияют на оптимальное присутствие государства в капитале компаний (насколько велика отраслевая зависимость в ответе на этот вопрос) и действительно ли частные компании, работающие на территории РФ, показывают лучшие результаты деятельности по сравнению с частно-государственными или полностью государственными, для каких отраслей наблюдается такой общепризнанный в экономической теории факт, а в каких - нет.*

Многие эмпирические исследования по развивающимся рынкам капитала (Китай, Гонконг и другие) показывают, что оптимальным присутствием государства в капитале компаний является смешанная форма, когда государство сохраняет определенный пакет (не контрольный) и при этом осуществляет мониторинг за действиями менеджмента или же делегирует права контроля крупному эффективному собственнику, поддерживает конкуренцию в отрасли и требует соблюдения лучшей практики корпоративного управления. Типичное упущение, которое наблюдается в ряде исследований – игнорирование при сопоставлении частных, частно-государственных и государственных компаний рыночной среды их функционирования (степень регулируемости, конкурентность в отрасли, наличие институтов, защищающих собственность и т.п.).

---

<sup>6</sup> Примером такого исследования является сопоставительный анализ портфелей акций частных и частно-государственных компаний на отрезке 2001-2010, проведенный в 2011г Морган Стенли «Государственные компании – куда инвестировать». Авторы приходят к выводу, что инвестирование в портфели из государственных компаний таких регионов, как Восточная Европа, Ближний Восток, Африка (MSCI EMEA) и Латинская Америка, показало повышенную доходность относительно эталона. Рекомендация аналитиков Морган Стенли для глобальных инвесторов – инвестирование в государственные компании финансового сектора из ЕМЕА (Египет, Польша, Россия, Турция и др.) и в латиноамериканские государственные компании - производители сырья (Бразилия и Колумбия).

В рамках нашего исследования мы рассмотрели приватизационные процессы и развитие свободной конкуренции по отраслям в РФ, начиная с 1992 года, и провели эконометрический (по публичным компаниям рынка) и качественный сопоставительный анализ частных и частно-государственных компаний, осуществляющих основную деятельность на территории РФ. Особое внимание было уделено уровню регулирования и конкурентности по отраслям. При сопоставлении отдельных компаний и при проведении эконометрических исследований учитывались не только стандартные финансовые показатели (маржа прибыли, отдача по капиталу, долговая нагрузка), но и операционные показатели с учетом применяемой бизнес-модели, а также инвестиционные и финансовые решения (например, решения по источникам финансирования, дивидендным выплатам), качество корпоративного управления.

## 1.2 Приватизационные процессы в мире и в РФ

Приватизация во второй половине XX века стала значимым инструментом экономической политики различных стран (по более 100 странам имеется информация о проведении приватизационных сделок). В большинстве европейских странах (Великобритания, Франция, Германия и другие), большой государственный сектор экономики образовался после Второй мировой войны. Послевоенное восстановление и реконструкция наиболее капиталоемких отраслей промышленности осуществлялись на государственные средства. Долгие годы под контролем европейских государств оставались не только военная промышленность, атомная энергетика, космос, но и сырьевые отрасли, транспорт и связь.

Данные по приватизационной активности по странам можно найти в двух источниках: 1) База Всемирного банка (World Bank Privatization Database), 2) ежегодно обновляемые доклады "Барометр приватизации"<sup>7</sup>, составляемые аналитиками *KPMG* и миланским фондом *Fondazione Eni Enrico Matt*. Широко используемая исследователями база World Bank Privatization Database, к сожалению, не фиксирует используемые методы приватизации (частное размещение, фондовый рынок и т.п.) и страновую принадлежность покупателя государственного пакета. Доход от приватизационной сделки фиксируется на дату объявления, хотя оплата может растянуться на несколько лет и выгода для корректности сравнений должна быть переоценена с учетом изменения курса национальной валюты. Доклады "Барометр приватизации" не включают в анализ

---

<sup>7</sup> <http://www.privatizationbarometer.com/>

приватизационные сделки по большинству стран пост-советского пространства (отсутствуют Россия, Украина, Казахстан).

Значимый этап в приватизационных процессах современной истории – беспрецедентные по своим масштабам и темпам приватизационные сделки правительства Маргарет Тетчер, проводимые в течении 10 лет с 1979 года в Великобритании<sup>8</sup>, которые породили среди аналитиков, научного сообщества и населения большой скептицизм по отношению к приватизационным процессам (приватизировались не только компании энергетической, транспортной отрасли, но и тюрьмы)<sup>9</sup>. В арабских странах (Северная Африка) приватизационные процессы начались с 1999 года, в начале 90-х годов активизировались приватизационные процессы в Восточной Европе, включая страны бывшего Советского Союза и советского блока (Польша, Болгария, Венгрия и др.). До сих пор результаты этих приватизационных сделок активно обсуждаются, порождая как сторонников, так и ярых противников.

В исследовании Томсона и Педерсона (2000) выявлено значимое влияние структуры акционерного капитала на эффективность деятельности крупнейших компаний из 12 стран Европы. В работе доказывается, что доля государства в капитале отрицательно влияет на показатель рентабельности активов (ROA) и на рыночную стоимость (показатель MV/BV). Авторы также приходят к выводу, что приватизация государственных компаний может привести к увеличению акционерной стоимости компаний, особенно при продаже контрольного пакета финансовым компаниям.

Naseur et al. (2007) посвятили свое исследование анализу изменений финансовой и операционной эффективности компаний в Египте, Марокко, Тунисе и Турции после приватизации через процедуру IPO. В целом их результаты свидетельствуют, что государственные компании менее эффективны, чем частные. После приватизации в компаниях возрос уровень инвестиций, снизился финансовый рычаг. Авторы объясняют снижение долговой нагрузки, с одной стороны, ростом стоимости заимствований из-за потери государственных гарантий, а с другой стороны – из-за возможности привлекать средства через выпуск акций. Авторы получили интересный вывод, что результаты приватизации оказались лучше в тех странах, где государство сохранило за собой часть прав контроля, по сравнению с ситуациями полного перехода в частные руки. В работе

---

<sup>8</sup> За период 1978-2000гг. в Великобритании состоялось 169 приватизационных процесса, выручка от которых составила более 150 млрд долл. (в ценах 1996 года).

<sup>9</sup> Начало крупным приватизационным сделкам в Великобритании было положено в 1981 году передачей в частную собственность двух компаний: British Aerospace и Cable&Wireless (телекоммуникационного гиганта, обслуживающего пользователей в 80 странах мира), впоследствии были приватизированы British Telecom, British Gas, British Rail.

Naseur et al. (2007) делается вывод, что смешанный контроль эффективнее, чем 100% частный. В качестве факторов, объясняющих получившиеся различия влияния приватизации на финансовое положение компаний по странам, авторы выделяли уровень защиты прав инвесторов, макроэкономическое развитие в приватизационный период, и, что особенно важно, вовлеченность в приватизацию иностранных инвесторов, которые могут компенсировать недостаток внешних механизмов регулирования на развивающихся рынках, выполняя функции мониторинга.

Аналогичный положительный эффект смешанной собственности – частной и государственной – также выявлен в работах Gunasekarage et al. (2007) и Sun et al. (2002). В Gunasekarage et al. (2007) проанализировано 1034 публичных компании китайского рынка, и выводы свидетельствуют о том, что государство отрицательно влияет на стоимость, но это влияние значимо, только если оно владеет большим пакетом. Если же контроль равномерно распределен между государством и частными собственниками, это положительно сказывается на стоимости и повышает показатели текущей эффективности. В работе Sun et al. (2002) исследуется выборка из 680 публичных китайских компаний на более раннем периоде времени. Авторы получили зависимость Q Тобина от доли государственной собственности в виде перевернутой параболы, что также, по мнению авторов, свидетельствует, что полностью частные компании и полностью государственные демонстрируют меньшую рыночную эффективность по сравнению с компаниями со смешанной структурой собственного капитала. В работах Wei et al. (2005) и Ng et al. (2009) выявлена U-образная зависимость показателей Q Тобина и отдачи по капиталу от доли государственного участия. Полученный вид зависимости свидетельствует, что компании, в которых частный собственник и государство обладают приблизительно равными долями, проигрывают компаниям с 100% частным или государственным участием.

Ввиду различий получаемых выводов относительно эффективности присутствия государства в капитале компаний, интересно исследование Ang et al. (2006), в котором сопоставляются компании с государственной и частной собственностью на рынке Сингапура. Продемонстрировано положительное влияние государственного присутствия на показатель Q Тобина. В работе этот результат объясняется особенностями распределения прав контроля в сингапурских компаниях с государственным участием. В экономике Сингапура преобладают GLC компании (*government-linked companies*), на которые приходится около 60% ВВП этой страны. Государство через принадлежащую ему крупнейшую в Азии инвестиционную компанию Temasek Holdings владеет в таких

компаниях значительными правами на денежные потоки, но права контроля непропорционально меньше: Temasek Holdings не осуществляет операционного управления в рассматриваемых фирмах, деятельность сосредоточена на мониторинге и участии в принятии решений на уровне Совета Директоров. В этом авторы видят преимущества GLC. По показателю Q Тобина рынок оценивает GLC выше, чем компании без государственного участия, выше также все текущие показатели эффективности. Отчасти это объясняется более высокими стандартами корпоративного управления, которые фиксируются по GLC.

Особая ситуация складывается по финансовому сектору экономики, а именно, по банкам, которые играют зачастую системообразующую роль. Многие экономические исследования на различных рынках доказывают, что госбанки проигрывают по эффективности частным банкам и тормозят развитие экономики (хуже распределяют кредитные ресурсы, порождают высокие процентные спреды). В странах с превалированием госбанков фиксируется более низкий уровень финансового развития и более низкие темпы экономического роста. Сердар Динк в работе 2005 г. доказывает, что кредитование госбанков в большей степени обусловлено политическими, а не рыночными мотивами и с этим выводом трудно не согласиться по результатам анализа вливания ликвидности в 2008 и 2009 гг. по РФ.

Приватизационные процессы на российском рынке начались в начале 90-х годов. Уже к 1992 году в РФ было приватизировано более 90% предприятий цветной металлургии, к 1995 году порядка 95% химической и нефтехимической отраслей находилось в частных руках. Таким образом, уже к 1997 году большая часть капиталоемких коммерческих организаций перешли под контроль частных собственников, полностью была приватизирована легкая промышленность, табачная отрасль, пищевое производство. К концу 90-х годов относятся первые IPO российских компаний, созданных на базе приватизированных советских производств (например, пищевой холдинг WBD). Формально, к концу 1996 года государственные предприятия составляли лишь 16% от общего числа зарегистрированных юридических лиц, но при этом за государством сохранялось более 1000 «золотых акций», позволявших накладывать право вето на управленческие решения, а также в федеральной собственности РФ находилось порядка 5 тысяч пакетов акций компаний в ключевых сферах деятельности. Параллельно шел процесс создания принципиально новых коммерческих организаций, не связанных с приватизацией активов. Это, прежде всего, сотовая связь и предоставление услуг интернета, торговля, логистика, финансовый сектор (банки, инвестиционные

компаний). Эти вновь созданные компании демонстрировали впечатляющие результаты деятельности, как по показателям текущей эффективности (маржи прибыли, оборачиваемости активов), так и по рыночным оценкам (до кризиса 2008 года сделки покупки/продажи компаний финансового сектора совершались по самым высоким мультипликаторам в Европе и США<sup>10</sup>).

Однако, как показала практика, для формирования рыночной среды присутствие на рынке частной или частно-государственной формы собственности наряду с крупными, занимающими монопольное положение с возможностью лоббирования интересов, государственными компаниями не достаточно. Низкая конкурентная среда на большинстве отраслевых рынков, слабая защита прав собственности, низкая легитимность доступа к ценнейшим ресурсам (нефти, газу, другим полезным ископаемым) породили специфическую мотивацию собственников частных компаний, когда даже наличие доли капитала у государства не только не корректировало иждивенческие и хищнические настроения получения краткосрочных выгод и перекладывания убытков на государство, но и еще более усугубляло их. Все крупные приватизационные волны в РФ сопровождались скандалами, связанными с занижением стоимости передаваемых в частные руки активов, последующей распродажей ценных активов по частям и закрытием производств, что подрывало доверие к политике государства в области приватизации, не создавало правильных мотивов и стимулов для мажоритарных акционеров, не способствовало притоку иностранного капитала для обновления активов и их модернизации. Критика приватизационных сделок, а также слабая работа над повышением прозрачности управления сохраняющихся в руках государства компаний, привели к тому, что к середине 2000-х годов приватизационные сделки затормозились. В 2010 г. из запланированных к продаже 669 активов удалось приватизировать лишь 25%. Самой выгодной оказалась приватизация 13,1% «Росгосстраха», пополнив государственную казну на 8,7 млрд рублей, несмотря на продажу пакета по первоначально установленной цене. Также по начальной цене в 2010 году проходило порядка 30% приватизационных сделок, а по остальным рост цены составлял не более 10%<sup>11</sup>.

Перед парламентскими и президентскими выборами в РФ 2011-2012 гг. приватизация стала одним из декларируемых приоритетов государственной политики.

---

<sup>10</sup> Мультипликатор «кратное чистым активам» по банкам, работающим на территории РФ, доходил до 4-5, когда для США и Европы типичные значения находились на уровне 1,2-2.

<sup>11</sup> По данным Минэкономразвития.

Более того, продекларировано, что целью приватизационных сделок должно стать не только пополнение доходной части бюджета (что крайне актуально ввиду высокой нестабильности на товарных и финансовых рынках), но и формирование конкурентной среды на рынках, ранее полностью монополизированных, и за счет этого обеспечение роста эффективности деятельности российских компаний и секторов. Проблема в том, что по многим компаниям с сохраняющимся государственным пакетом фиксируется низкая отдача по капиталу или же ничтожные дивидендные выплаты<sup>12</sup>. Также признаются и недостатки прошлых волн приватизации. В своей речи на Петербургском экономическом форуме президент РФ В. Путин выделил следующие принципы проведения приватизации: «она должна быть понятной, честной и справедливой, должна быть основана на открытой, конкурентной продаже государственных активов, причём лучшему покупателю и по реальной цене». Одновременно с этим подтверждается курс на последовательный выход из ряда активов и отраслей. В соответствии с утвержденным Правительством РФ планом приватизации федерального имущества на 2011-2013 года предусматривается продажу 1357 активов, в том числе до 2016 года полная приватизация пакетов акций в банках. Из крупных инвестиционно-привлекательных компаний стоит отметить продажу 20% «Апатита», 25,5% авиакомпании «Сибирь», 100% Объединенной зерновой компании, 4,11% ФСК, 50% «Совкомфлота», 25,5% банка «ВТБ», 7,58% акций «Сбербанка». За три года по плану приватизации предполагается привлечь в казну от приватизационных сделок более 1 трлн. руб. (26 млрд. евро по курсу начала 2012 года).

Более сложная ситуация с не привлекательными для инвесторов активами (либо по причине отсутствия должной информации об их качестве, либо спорности заявленной цены). Если с крупными публичными компаниями финансового сектора возможности приватизации относительно понятны и мнения аналитиков и консультантов расходятся только по срокам и схемам, то гораздо более проблематичная ситуация с региональными компаниями, принадлежащими государству. Например, уже несколько лет департамент по управлению госимуществом Югры Ханты-Мансийского округа (ХМАО) пытается безуспешно продать страховую компанию «Югория».

---

<sup>12</sup> Например, по результатам 2009 финансового года государство получило в 2010г дивидендов от контролируемых им компаний всего лишь на 81,4 млрд руб. (порядка 2 млрд. евро), при том, что в собственности государства пакеты таких высокодоходных компаний, как Газпром, Роснефть, монополиста Транснефть. Хотя Минэкономразвития и планирует увеличить эти цифры до 150 млрд. руб. ежегодно в 2012-2014 году путем обеспечения выполнения ранее закрепленной обязательной планки дивидендов в 25% от чистой прибыли, но эксперты считают такие прогнозы слишком оптимистичными.

При этом в бизнес-кругах и в академической литературе продолжают споры о целесообразности именно продажи пакетов акций, принадлежащих государству. Выдвигаются предложения о бесплатной раздаче государственных пакетов трудоспособному населению. Многие сторонники государственного участия в рыночной конкуренции ссылаются на успешный опыт Китая, отмечая, что секрет китайского «экономического чуда» — в умелом сочетании государственного и частного бизнеса, в том числе иностранного.

Классическая экономическая теория предполагает существование государственных фирм или участия государства в коммерческой деятельности там, где рынок не способен выполнять свою функцию: это, может быть производство общественных благ, благ со значительными внешними (общественными эффектами), а также присутствие на рынках естественных монополий и других рынках с естественно ограниченной конкуренцией. Наблюдаемая неэффективность и низкая прибыльность (маржа прибыли) госпредприятий в этом случае может быть обусловлена именно такими специфическими факторами, а не плохим качеством управлением. Насколько эффективно функционирование государственных фирм в конкурентных отраслях, - открытый вопрос. При этом имеет смысл рассматривать не только фирмы, которые полностью принадлежат государству, но и те, в которых государство владеет определенной долей собственного капитала (10%, 25% +1 акция) и по которым существуют частные аналоги среди конкурентов.

Во многих исследованиях государственного участия в бизнесе предполагается, что государственное участие в капитале может быть эффективным из-за слабой институциональной защищенности прав миноритарных акционеров рассматриваемых стран, отсутствия развитых институтов подготовки менеджеров и конкурентного рынка труда высших управленцев, а также низкого уровня корпоративного контроля (выражающегося, например, в ограничениях сделок M&A по реструктуризации неэффективных фирм). Кроме того, как предполагают ряд исследователей (например, в работе Wei; Xie; Zhang (2005) государство может быть заинтересовано в демонстрации хорошего опыта управления контролируемых им компаний, чтобы повысить доверие («credibility») к проводимым реформам и политическому курсу.

Таким образом, можно сформулировать четыре аргумента в пользу государственного присутствия в капитале коммерческих организаций. Первый – когда цель максимизации финансового результата не является определяющим мотивом функционирования организаций. Дж. Стиглиц (Stiglitz, 1993), А. Шлейфер, Р. Вишны (Shleifer, Vishny, 1994), А. Шлейфер (Shleifer, 1998), М. Бойко и др. (Boycko et al., 1996),

доказывают в своих работах, что государственные компании могут выступать в качестве очень эффективного механизма государственной политики. Вторым аргументом – наличие «провалов рынка», включая существование естественных монополий. Третий аргумент связан с низким уровнем развития институтов, большой асимметрией информации между неоднородными по информационной доступности представителями принципала (общества) и агентами, в роли которых выступают коммерческие организации. К четвертому аргументу могут быть отнесены различные политические мотивы, например желание правящей партии ограничить влияние отдельных политических групп или иностранного капитала через вхождение в капитал банков, компаний связи, телекоммуникаций, масс-медиа.

Присутствие государства в капитале коммерческих компаний может быть результатом и не завершенных приватизационных процессов в странах с переходной экономикой, когда это не диктуется напрямую экономическими или политическими соображениями, а объясняется исключительно непоследовательностью и нерешительностью в проводимой политике.

Можно назвать три принципиальных причины, почему государственная собственность является менее эффективной по сравнению с частной собственностью. Во-первых, двойственная роль государства как собственника и как регулятора в системе корпоративных отношений корпораций с участием государства в собственности приводит к ослаблению стимулов у менеджеров, так как менеджмент становится в меньшей степени по сравнению с частными компаниями нацелен на максимизацию доходов и минимизацию издержек. Во-вторых, компании с государственным участием находятся под меньшим контролем со стороны владельцев капитала, что связано не только с «проблемой коллективных действий», но и с меньшим числом санкций в случае неэффективного управления. Функция собственника у государства размыта в связи с отсутствием конечного бенефициара. Контролирующие государственные пакеты чиновники могут быть не достаточно компетентны и мотивированы. В третьих, наличие государственной собственности порождает политизацию механизма распределения ресурсов, размывает естественные бюджетные ограничения. В силу несовершенства институтов и слабой контролирующей функции со стороны государства как собственника другие стейкхолдеры корпорации (прежде всего кредиторы и собственники) становятся заинтересованными в государстве как в специфическом регуляторе, обладающем властью и способном ограничивать конкуренцию на рынках в интересах «своих» компаний.

Зачастую возникают очень специфические механизмы защиты от конкурентного давления как компаний внутреннего рынка, так и иностранных инвесторов.

Присутствие государства в капитале компаний различно по странам и отраслям. В среднем доля государства в структуре собственников компаний развивающихся рынков капитала превышает этот показатель по развитым рынкам. Хотя и на развитых рынках встречаются компании со значительной долей государства (например, в Финляндии, Швеции, Германии). Так же и среди развивающихся рынков капитала есть примеры незначительной государственной вовлеченности в состав акционеров компаний (например, Перу). В работе Boubakri et al. (2011) показано, что на 27 развивающихся рынках капитала (исследование проводилось на данных 8 стран из Африки и Ближнего Востока, 8 стран из Азии, 8 стран из Латинской Америки и Карибского региона, а также 3 европейских стран) доля государства в среднем составляет 33,5%. При этом в 46% компаний государству принадлежит пакет акций, превышающий 50%. В другой работе этих же авторов 2009 года представлена сопоставительная статистика по 119 развивающимся рынкам и 70 развитым.

### **1.3. Влияние приватизационных процессов на положение отраслей**

За последние два десятилетия роль государственного присутствия в экономике развитых и развивающихся рынках значительно изменилась, приватизация компаний становится глобальным явлением, и такой тренд сохраняется в настоящее время, особенно в развивающихся экономиках. Зарубежные исследования последних лет ((Debab, 2011), (Mizutani, 2010), (Yang, 2011)) подтверждают более ранние выводы ((Boardman & Vining (1989), Dewenter & Malatesta (2001)), что приватизация может положительно повлиять на ряд показателей. Однако для положительного влияния приватизации на компанию необходимо существование благоприятных экономических условий и сформировавшейся законодательной базы в отношении процедур приватизации, защиты инвесторов и др. Государственные компании зачастую являются менее прибыльными и менее эффективными, демонстрируют снижение ключевых показателей эффективности в последние годы, по сравнению с частными. У частных компаний главная цель – повышение прибыли, когда у государственных компаний стоят и другие задачи, направленные на повышение общественного благосостояния, часто государственные компании уходят в сторону от повышения прибыльности и эффективности. Однако в случае приближения к банкротству государственные компании могут рассчитывать на помощь, на поддержку во время кризиса. Другим важным моментом является низкая

эффективность и мотивация менеджмента, коррупционная составляющая, отсутствие четко сформулированной инвестиционной политики, необходимость осуществления неожиданных действий, например, приобретения активов, продиктованные государством. Именно эти причины объясняют необходимость полной или частичной приватизации государственных пакетов. Как результат приватизации, ожидается повышение роли рынка и конкурентных сил в принятии решений, а не государства, создание конкурентных условий. Выгоды от приватизации также заключаются в создании доходов для государства, сокращении проникновения и давления государства при принятии решений, попечительства, вмешательства, улучшении экономической эффективности, стимулировании инноваций, сокращению бюрократии, поощрению менеджмента предпринимать больше усилий. В случае нефтяных компаний приватизация может положительно повлиять на эффективность использования ресурсов (месторождений).

В работе N.M. Victor (2007) на примере данных 2004 года по 97 нефтяным и газовым компаниям сопоставление по эффективности национальных нефтяных компаний по сравнению международными компаниями показал, что эффективность международных компаний выше. В выборку вошли крупнейшие компании, в том числе ExxonMobil, Saudi Aramco, BP, Total, Pemex, PethroChina, PdVSA, Petrobras, NNPC, Сургутнефтегаз, Лукойл и другие. В исследовании выборка компаний была разбита на три категории: национальные нефтяные компании (NOC), международные нефтяные компании (IOC), и крупные международные компании (Majors: BP, Chevron, ExxonMobil, Total and Royal Dutch Shell). Сравнительный анализ показал, что крупные международные компании являются более эффективными в использовании резервов: преобразование резервов в выручку на 30% выше, чем у национальных компаний. Национальные нефтяные компании, зачастую имеющие доступ к крупным объемам нефтяных резервов, демонстрируют более низкую эффективность их использования, чем, например, у международных компаний, крупных международных или небольших национальных. Данное утверждение подкреплено регрессионным анализом, который показал, что удвоение резервов приводит к 50% увеличению производства крупными международными компаниями, 43% увеличению производства у международных и 38% у национальных. Среднее значение доходности активов (ROA) для международных компаний выше (9%), чем для национальных (8%). Помимо этого, крупные международные нефтяные компании имеют более высокий уровень доходов в пересчете на одного работника, а также выше количество занятых. При этом отмечается, что для национальных нефтяных компаний существует отрицательная зависимость: если удвоить

количество сотрудников компании, то это приведет к сокращению показателя доход на работника на 32%. Доход на работника в национальных компаниях с 3000 сотрудников на 20% ниже, чем у показатель у международных компаний того же размера; если рассматривать более крупные компании (300 000 сотрудников), то доход на работника в 2.2 раза ниже у национальных компаний, чем у международных.

В связи с этим вопрос приватизации и участия в капитале иностранных инвесторов остается открытым для многих национальных компаний. В исследовании Wolf & Pollitt (2008) на выборке из 28 национальных нефтяных компаний из 20 стран (Аргентина, Австрия, Бразилия, Канада, Финляндия, Китай, Норвегия, Япония и др.) были показаны устойчивые положительные эффекты приватизации на производительность и эффективность компании. Так, например, в течение семи лет после момента приватизации рентабельность продаж увеличилась на 3,6%, выпуск увеличился на 40%, капиталовложения на 47%. По мнению авторов, приватизация оставшихся государственных нефте- и газодобывающих компаний приведет к увеличению эффективности на 15%. Оба метода: панельные регрессии, контролирующие экзогенные факторы, а также более простой метод – одномерные тесты, показали, что приватизация привела к увеличению прибыльности, коммерческой эффективности, увеличила капитальные вложения и дивидендные выплаты, а также произошло сокращение финансового рычага и числа работников.

В статьях<sup>13</sup> на тему приватизации в сфере железнодорожных грузовых перевозок на зарубежных рынках часто рассматриваются итоги приватизации, проводившейся в Великобритании с 1979 года. Правительство поставило целью раздробить железнодорожную отрасль на части, конкурирующие между собой, при том что отрасль играла уникальную роль для общества и государства. Основной целью было повышение эффективности, которое планировалось достичь стимулированием конкуренции, снижение уровня вмешательства государства, рост инвестиций, снижение уровня заимствований, рост доходов казны и улучшение услуг для потребителей. Однако, в начале 80-х, когда убытки British Rail составили более одного миллиарда фунтов стерлингов, единственной целью стало снижение уровня государственной поддержки отрасли. Сам процесс приватизации начался с продажи непрофильных активов в частные руки и выделения бизнеса подвижного состава, который в дальнейшем перешел в руки частных инвесторов, рост подвижного состава стал обеспечиваться развитием лизинга.

---

<sup>13</sup> Gibb R., Lowndes T. and Charlton C., "The privatization of British Rail", Applied Geography, Vol. 16, No. 1, pp. 35-51, 1996

Конкуренция обеспечивалась регулирующим органом, предотвращающим приобретение смежных бизнесов одной компанией. В сфере железнодорожных перевозок именно по грузовым перевозкам вовлеченность частного сектора была выше. К 1989 году в частных руках находилось уже порядка 180 грузовых терминалов и 31% парка вагонов, также компаниям разрешалось пользоваться собственными локомотивами. Все это рассматривалось как средство повышения эффективности, однако было лишь начальной стадией приватизации. Сектор грузовых перевозок был раздроблен и предложен частным инвесторам для приобретения. Часть компаний занималась перевозками оптовых товаров на внутреннем рынке, другая часть компаний обеспечивала интермодальные перевозки, отправка контейнеров с портов к терминалам на суше, а затем обеспечивалась доставка конечным потребителям, еще одна часть компаний занимались международными перевозками между терминалами Великобритании и Европой. Помимо этого, постоянно стимулировался приток новых грузовых операторов для поддержания конкуренции и обеспечения выбора для потребителей. В итоге потребители сами получили доступ к железнодорожным путям и могли пользоваться собственным подвижным составом.

В работе Cumbers и Farrington (2000)<sup>14</sup>, авторы рассматривают последующие этапы приватизации в Великобритании. Анализируются сделки 90-х годов. Так, в 1996 году значительная часть деятельности British Rail, связанная с грузовыми перевозками, была продана одной американской компании. Это шло вразрез с исходными планами приватизации, поэтому авторы поставили цель выявить противоречия и проблемы в подобных сделках. Одной из проблем стала продажа трех компаний-грузоперевозчиков по цене ниже справедливой (они были проданы за 1,8 миллиарда фунтов, хотя оценивались в 3 миллиарда фунтов). Продажа объяснялась тем, что издержки трех компаний-операторов грузоперевозок были на 20% выше, чем в случае существования одной объединенной компании. Также проблему создавало изначальное выделение сектора железнодорожных путей и сектора подвижного состава (в результате было гораздо сложнее привлечь потенциальных покупателей, особенно зарубежных, не привыкших к подобному отсутствию вертикальной интеграции). Авторы приходят к выводу, что продажа сегмента грузовых железнодорожных перевозок соответствовала краткосрочной цели государства передать этот вид услуг в частные руки. Тем более что американская компания уже имела опыт осуществления программ рационализации и реструктуризации этого бизнеса в

---

<sup>14</sup> Cumbers A. and Farrington J., "Keeping Privatization on Track: The Active State, the Unwilling Investor and the Case of Rail Freight in the UK", *Area*, Vol. 32, No. 2 (Jun., 2000), pp. 157-167

условиях уменьшения контроля со стороны государства. Переходя от проблем к выгодам нужно отметить, что приватизация принесла пользу как потребителям услуг грузовых перевозок, так и остальным участникам рынка. Американская компания обеспечила необходимые крупномасштабные инвестиции и кардинально изменила существующую на тот момент организационную структуру бизнеса, сделав услуги железнодорожных грузовых перевозок более привлекательными для потребителей. В тоже время компании удалось добиться значительного перехода клиентов с автомобильных грузоперевозок (к 1998 году был отмечен рост перевозок по железным дорогам на 16%, что приносило пользу и окружающей среде). Однако поспешность, с которой правительство Великобритании пыталось провести приватизацию, и побуждающие стимулы, которые оно создавало, заставляют задуматься о выгодах для других заинтересованных лиц, в частности для работников компаний-операторов грузоперевозок. Для них приватизация привела к сокращению занятых на 25%. По мнению авторов, Правительству Великобритании не удалось добиться желаемого уровня конкуренции в отрасли, так как для привлечения хотя бы одного заинтересованного частного оператора пришлось слить почти всех грузоперевозчиков в одно предприятие.

Приватизация сектора железнодорожных перевозок в Канаде рассматривается в работе Boardman, Laurin, Moore и Vining<sup>15</sup>, где с помощью сравнительного анализа затрат и выгод авторы дали оценку выигрыша общества в целом от повышения эффективности работы компаний. Авторами получена оценка в 4,35 миллионов долларов США на 1992 год, оценка сопоставима с выигрышем от приватизации данного сектора в Великобритании. Авторы утверждают, что приватизация не оказала никакого влияния на потребителей, так как уровень цен и качество относительно бывшей Canadian National Railway не изменились, а влияние на занятых было незначительным. Классическая теория прав собственности говорит, что приватизация ведет к повышению уровня эффективности и образованию общественного выигрыша в условиях высокой конкуренции, однако авторы высказываются в пользу мнения, что приватизация создает дополнительный выигрыш и в менее конкурентных условиях рынка, в частности в секторе грузовых железнодорожных перевозок в Канаде воцарилась дуополия.

Следующие работы<sup>16</sup> на тему приватизации в сфере грузовых железнодорожных перевозок представляют для нас больший интерес, в первую очередь, потому что в них

---

<sup>15</sup> Boardman A., Laurin C., Moore M. and Vining A., "A Cost-Benefit Analysis of the Privatization of Canadian National Railway", Canadian Public Policy, Vol. 35, No. 1 (Mar., 2009), pp. 59-83

<sup>16</sup> Estache A., Gonzalez M. and Trujillo L., "What Does "Privatization" Do for Efficiency? Evidence from Argentina's and Brazil's Railways", World Development Vol. 30, No. 11, pp. 1885-1897, 2002

анализируется данный процесс в развивающихся странах. Estache, Gonzalez и Trujillo сопоставляют приватизационные процессы в странах Латинской Америки (Аргентине и Бразилии). В Аргентине государство решило на первом этапе разделить грузовые и пассажирские перевозки. Оба вида деятельности оставались бы вертикально интегрированными, и каждый оператор должен был обеспечивать все процессы на каждой стадии, от ремонта основных средств, таких как станции и железные дороги, до перевозки грузов, маркетинга и финансового контроля. Частные операторы должны были делать взносы в государственную казну за пользование железнодорожной инфраструктурой и платить за лизинг подвижного состава, который оставался в собственности государства. И, наверное, последним важным элементом реформы было то, что хотя тарифы на перевозку грузов не регулировались, операторам перевозок нужно было получить одобрение на максимальные цены на перевозки каждого вида товаров от Министерства транспорта. Реструктуризация сектора грузовых железнодорожных перевозок в Бразилии началась 1997 году, в нее было вовлечено четыре игрока - две государственные компании-оператора перевозок, которые обеспечивали 95% услуг в стране, и две государственные компании, управляющие самими железными дорогами. Операторы перевозок на тот момент имели слишком много работников, а недостаток инвестиций делал значительную часть инфраструктуры и подвижного состава устаревшими. Государство решило реорганизовать всю сеть и разделить отрасль на семь вертикально-интегрированных региональных компаний, которые и были бы предложены частным инвесторам. Главным нововведением бразильских контрактов на приватизацию были два основных условия по результатам деятельности и безопасности, минимальный объем тонно-километров, перевезенных каждый год и заданное максимальное число аварийных случаев за первые пять лет работы.

Estache, Gonzalez и Trujillo приходят к выводу, что в целом по показателю эффективности, который они использовали - TFP (total factor productivity), произошло улучшение с момента привлечения частных операторов в сектор. По Бразилии повышение произошло в основном благодаря росту показателей конечного предоставления услуг. В Аргентине улучшение качества и цен привело к повышению эффективности на 5,3% по грузовым перевозкам, что, однако, почти в два раза меньше, чем по пассажирским. Этот рост эффективности пришелся в большинстве на первый год, что было ожидаемо при режиме ограничения тарифов на перевозки. Что интересно отметить, к концу рассматриваемых периодов эффективность падала, как в Аргентине, так и в Бразилии. Авторы делают выводы, что приватизация имеет значительное положительное влияние на

эффективность на обоих уровнях, input и output. В Бразилии выбран медленный подход, аргентинский же вариант приватизации показал, что передача бизнеса в частные руки может ассоциироваться с улучшением сервиса обеспечения услуг перевозок, а не только с сокращением расходов.

Вообще пример приватизации железнодорожной отрасли в Аргентине довольно показательный, не только потому, что это первый подобный случай на развивающихся рынках, но и потому, что в Аргентине приватизация проходила даже раньше, чем в Великобритании. По данным Всемирного банка в период с 1988 по 1993 год было всего восемь случаев приватизации в железнодорожной отрасли, шесть из которых пришлось на Аргентину. Правительство Аргентины ставило цели приватизировать весь сектор за 10 – 30 лет и дать частным инвесторам возможность приобрести активы по лизингу. Ramamurti (1997)<sup>17</sup> анализирует результаты такой приватизации для разных групп заинтересованных лиц. С определенностью можно говорить только о краткосрочных итогах. В проигрыше оказались работники государственной компании Ferrocarriles Argentinos (FA), а выигрыш коснулся как потребителей услуг перевозок, так и инвесторов, и государственный бюджет. В 1988 году около 30000 рабочих из 72000 потеряли работу, большая часть из них были старше 50 лет, а в общем, после приватизации численность занятых работников в отрасли железнодорожных перевозок снизилась почти на 80%. В 1980-х FA получало ежегодно из государственного бюджета 829 миллионов долларов США на покрытие дефицита по операционной деятельности и 298 миллионов долларов на капитальные вложения. После приватизации в 1994-95 годах государство уже не предоставляло субсидии сектору грузовых перевозок, который перешел на самофинансирование и зарабатывал порядка 40-50 миллионов долларов ежегодно. Потребители услуг грузовых перевозок получили после реформы лучшее качество обслуживания и снижение тарифов на 20% (за 1991-94 гг), в результате доля грузовых перевозок возросла с 8% до 10%. Хотя частные операторы не публикуют свои финансовые отчеты, но две компании в 1995 году по оценкам автора прогнозировали повышение прибыли, еще две компании сумели покрыть свои расходы (вышли на безубыточность), и лишь одна понесла убытки.

Ramamurti приходит к выводу, что кейс в Аргентине отражает как возможности, так и ограничения приватизации в развивающихся странах. Несмотря на размер

---

<sup>17</sup> Ramamurti R., "Testing the Limits of Privatization: Argentine Railroads", World Development Vol. 25, No. 12, pp. 1973-1993, 1997

государственной компании FA, огромные убытки и монопольную власть, приватизация принесла положительный эффект. Привлечь частных инвесторов можно с помощью горизонтального и вертикального раздробления единого оператора перевозок, и предложения активов в лизинг, а не для приобретения. В результате железнодорожные компании стали более эффективными в использовании труда, а грузовые перевозки могут конкурировать с перевозкой автотранспортом. Ramamurti делает такие выводы относительно приватизации в Аргентине, но их можно распространить и на приватизацию железнодорожного сектора в других развивающихся странах. Подтверждается предположение, что частные компании успешнее при ориентации на прибыль, способны агрессивнее сокращать расходы и наращивать доходы по сравнению с государственными компаниями. Но частный сектор игнорирует возникающие внешние эффекты и не готово инвестировать средства в проекты с длительным сроком окупаемости, например улучшение железных дорог. Поэтому субсидирование и регулирование должно, по мнению автора, продолжаться и после приватизации, хотя возникает риск ошибок со стороны регулятора. В секторе железнодорожных перевозок приватизация отбирает у государства роль представителя услуг, но не роль спонсора и регулятора.

Некоторые авторы исследований при рассмотрении вопроса приватизации портов также склонны анализировать кейс Великобритании, где в период с 1979 по 1991 года 50% государственных производств было передано в частные руки. В статье<sup>18</sup> Basset показывает, как пришедшее к власти в 1979 году консервативное Правительство унаследовало систему портов со всем известными проблемами избытка производственных мощностей и неэффективности. Первое стало результатом избытка количества самих портов, многие из которых имеют неграмотное местонахождение, недостатка эффективной конкуренции и отсутствия общей государственной стратегии для портов. Неэффективность стала причиной негибкости рынка труда и отсутствия инвестиций. Результаты, которые были получены незадолго после проведения реформы, говорят, что приватизация принесла существенные выгоды портам. Basset анализирует порт Бристол, где уже в первый год значительное количество проектов было перенесено на более ранний срок, а общие продажи возросли почти на 9%. Стратегия компании, которая приобрела порт, была направлена на создание благоприятных условий для потребителей услуг портов, чтобы стимулировать их инвестировать прежде, чем заниматься самофинансированием.

---

<sup>18</sup> Basset K., "British port privatization and its impact on the port of Bristol", Journal of Transport Geography, Vol. 1, No. 4, 1993

Ярким примером приватизации портов на развивающихся рынках является Панама<sup>19</sup>, где в 1995 году в частные руки перешли два порта Cristo´bal и Balboa. Власти Панама согласились, что ведение дел частным сектором, который считается лучше оснащенным для требований рынка, приведет к увеличению эффективности коммерческой деятельности портов. Также преобладало мнение, что государственный сектор управляемый бюрократами будет по-прежнему негибким в изменчивых условиях. Также довольно очевидно, что процесс приватизации может привести ко всеобщим выгодам во всей экономике, стимулируя приток инвестиций, создавая рабочие места и уменьшая ответственность государства как спонсора, а возможно и генерируя средства в бюджет. Проблемы, которые возникали в National Port Authority до приватизации, избыток рабочей силы и непрофессиональный менеджмент, были причиной недостаточных инвестиций из частного сектора, которое не получало поддержки от государства и не верило в стабильность, необходимую для окупаемости вложений. Значительные улучшения в деятельности портов после приватизации были связаны в основном с технологическими новшествами в судостроительной отрасли. Улучшения произошли и в контейнерных перевозках, которые обеспечили безопасное, быстрое и экономичное перемещение продукции от производителей до потребительских центров, что значительно снизило погрузочно-разгрузочные расходы в портах. Другое существенное изменение было связано с превращением портов в распределительные центры. Идея состояла в том, чтобы превратить порты из не более чем центров погрузки в терминалы, обеспечивая хранение и распределение товаров. В результате увеличение операционных показателей приватизированных портов имело огромное влияние на экономику страны, так экономический рост за счет деятельности портов оценивается в 30%.

Есть и межстрановые исследования с акцентом на влияние приватизационных сделок компаний отрасли: Cullinane&Wang (2007)<sup>20</sup> анализируют влияние приватизации портов на относительную эффективность, используя метод data envelopment analysis (DEA). Авторы приходят к выводу, что фактор длительного срока использования средств производства портов порождает при приватизации длительные контракты между частным и государственным секторами. А это может породить образование новой монополии или олигополии в отрасли. И если в отрасли имеются непреодолимые барьеры входа, а существующие компании не конкурируют друг с другом, вывод о качестве частного или

---

<sup>19</sup> Llacer F., "Port privatization in Panama", *Marine Policy* 30 (2006), 483-495

<sup>20</sup> Cullinane K., Ji P., Wang T., "The relationship between privatization and DEA estimates of efficiency in the container port industry", *Journal of Economics and Business* 57 (2007), 433-462

государственного менеджмента не очевиден. Исследования показывают, что в условиях олигополии или монополии у частных операторов портов пропадают стимулы к совершенствованию деятельности. На основе проведенных исследований авторы обнаружили, что нет никакой четкой связи между результатами приватизации, т.е. в чьей собственности находится порт, и эффективностью функционирования этого порта. Авторы делают вывод, что, возможно, при принятии решения по поводу приватизации следует обратить внимание и на внешние эффекты, например социальные.

Интересна статья<sup>21</sup> Tongzon и Heng (2005), где авторы пытаются понять, за счет чего операторы портов и регуляторы могут достигнуть сравнительного преимущества. Анализ показал, что участие частного сектора в индустрии портов приводит к повышению операционной эффективности, однако полная приватизация не приводит к подобным результатам, это означает, что связь нелинейная. По мнению авторов, участие частного сектора должно ограничиваться, преимущество имеют схемы «собственник и оператор».

Gong, Cullinane и Firth<sup>22</sup> исследуют недавние сделки приватизации морских портов Азиатско-Тихоокеанского региона. Исследование примечательно тем, что в выборку попали порты как развитых экономик (Австралия, Япония, Сингапур), так и развивающихся (Китай, Индия, Таиланд). Как уже подчеркивалось, государства по всему миру используют инструмент приватизации для различных целей: чтобы повысить экономическую эффективность и производительность, получать больший доход и снизить дефицит государственного бюджета или ускорить развитие финансового рынка. Помимо выигрыша от дополнительной эффективности приватизация меняет систему стимулов для менеджмента компании и средства контроля управленческих решений, что в результате усиливает стимулы к повышению производительности. При этом выводы большинства работ относительно влияния на эффективность неоднозначные, особенно в случае смешанных предприятий, которые приватизируются частично. Концептуальное различие состоит в том, что государственные компании в прямой форме нацелены на достижение некоторых социальных целей, что приводит к снижению. Когда же эмпирические результаты показывают положительное влияние приватизации, то критики обращают внимание на то, что не всегда очевидно, за счет чего происходит это улучшение.

---

<sup>21</sup> Tongzon J., Heng W., "Port privatization, efficiency and competitiveness: Some empirical evidence from container ports (terminals)", *Transportation Research Part A* 39 (2005), 405-424

<sup>22</sup> Gong S., Cullinane K., Firth M., "The impact of airport and seaport privatization on efficiency and performance: A review of the international evidence and implications for developing countries", *Transport Policy* 24 (2012), 37-47

Повышение эффективности частных компаний может иметь место за счет издержек общества, посредством снижения зарплат работникам и повышения цен для потребителей.

**Таблица 1.3. Количество и объем приватизационных сделок в транспортном секторе в Европе (в «Старой Европе» с 1983 года, в «Новой Европе» с 1992 года)**

	<b>Страна</b>	<b>Кол-во компаний</b>	<b>Сумма сделок (в млн.\$)</b>
<b>Старая Европа</b>	Австрия	9	1 337,85
	Бельгия	6	1 441,26
	Великобритания	56	19 533,15
	Дания	7	1 759,01
	Финляндия	3	201,02
	Франция	15	22 860,41
	Германия	21	19 952,41
	Греция	5	4 831,77
	Ирландия	4	909,62
	Испания	11	5 797,31
	Италия	31	10 847,08
	Нидерланды	10	7 133,63
	Португалия	13	2 102,97
	Швеция	6	478,71
	<b>Итого</b>	<b>197</b>	<b>99 186,20</b>
<b>Новая Европа</b>	Венгрия	9	2 958,64
	Латвия	7	333,06
	Литва	4	234,59
	Мальта	3	211,30
	Польша	13	291,69
	Словакия	5	43,72
	Словения	1	1,94
	Чехия	2	134,00
	Эстония	5	134,34
	<b>Итого</b>	<b>49</b>	<b>4 343,28</b>

**Таблица 1.4. Доля приватизации компаний в транспортном секторе.**

Доля приватизации	<b>Старая Европа</b>	<b>Новая Европа</b>
	Количество компаний	
<b>100%</b>	78	12
<b>более 50% (но менее 100%)</b>	36	19
<b>менее 25%</b>	41	5

## Раздел 2. Гипотезы относительно присутствия государства и основные выводы в рамках проведенного исследования

### 2.1 Присутствие государства в капитале российских компаний

Масштабы государственного присутствия в собственности во многих отраслях экономики РФ начали повышаться еще до кризиса, с конца 2004 года, этот процесс ускорился после 2007 года. По данным Правительства РФ (таблица 2) за период 2006-2009 гг. количество федеральных унитарных предприятий и АО с государственным участием заметно снизилось. Однако при этом доля АО со 100% участием государства выросла более, чем полтора раза. В 2009 году доля компаний со 100% долей государства составила 59%, в то время как в 2004 году она была равна лишь 7% от общего числа АО, а в 2001 – 1,7 %. В акционерном капитале компаний, входящих в индекс ММВБ, государство имеет на конец 2010 года в среднем 29,77%.

**Таблица 2. Количество компаний с государственным участием (РФ)**

	янв.06	янв.07	янв.08	янв.09	янв.10
Количество ФГУП	7178	6533	5709	3765	3517
Количество АО с участием государства	3481	3816	3674	3337	2950
100%	1136	1703	1989	1858	1757
от 50% до 100%	398	367	269	200	138
от 25% до 50%	885	814	645	510	358
25% и менее	1062	932	771	769	697
Источник: Росстат					

В 2007 году на компании с государственным участием приходилось около 40% рыночной капитализации всего фондового рынка РФ, что почти в 2 раза больше, чем было в 2004 году (24%). Сектора экономики с наибольшим присутствием государства в капитале компаний, торгуемых на фондовом рынке – это банковский сектор, телекоммуникации, электроэнергетика, нефтегазовая и обрабатывающая промышленность. В 2010 году на 10 крупнейших государственных компаний приходилось 46% совокупной капитализации 200 самых крупных компаний российского рынка. В 2004 году эта доля составляла 31%. На 2011 год самое большое число государственных компаний сосредоточено в машиностроении. Эта отрасль является одной

из основных, представленных на внебиржевом рынке РТС, где торгуются большей частью высокодоходные компании с небольшой капитализацией.

## **2.2. Гипотеза о роли рыночной среды и целей функционирования отрасли**

Основная гипотеза нашего исследования – необходимость учета рыночной среды функционирования сопоставляемых компаний (геополитические задачи, поставленные перед отраслью и компанией государством и обществом, включая национальную и общественную безопасность; степень регулируемости и сложившаяся конкурентная среда в рассматриваемой отрасли; наличие институтов, защищающих собственность и т.п.). Главным фактором, который должен быть учтен при сопоставлении частных компаний и компаний с государственным участием является стратегическая направленность в регулировании отрасли, к которой относятся рассматриваемые компании. Степень регулируемости существенно определяется теми целями и задачами, которые стоят перед отраслью с точки зрения обеспечения национальной безопасности, соблюдения баланса геополитических интересов, решения стратегических задач преодоления кризисных и застойных явлений в экономике.

Степень регулируемости отраслей существенно влияет на различия в деятельности частных и государственных компаний. При прочих равных, чем выше уровень государственного регулирования, тем ниже преимущества частных компаний перед государственными (особенно это проявляется в таком важном секторе экономики, как банковский). Также это касается регулирования цен и объемов выпускаемой продукции и услуг. В качестве примера можно привести энергетическую отрасль, где в качестве одной из причин неэффективности проведенных реформ можно рассматривать зарегулированность отрасли.

При учете конкурентной среды, следует четко осознавать причины такого состояния дел отрасли. В случае естественно-монопольных отраслей высокая концентрация и государственная собственность являются историческим ответом на специфику функционирования компаний в этих условиях. Приватизация в этих отраслях должна проводиться после подробного изучения всех эффектов, которые она окажет на деятельность такого типа компаний.

В остальных случаях при наличии высокой концентрации в рассматриваемой отрасли, процессу приватизации должны сопутствовать мероприятия по снижению монопольных преимуществ определенных компаний. В противном случае приватизация не приведет к ожидаемому повышению эффективности деятельности игроков на рынке.

Уровень конкурентной среды оценивается нами через расчет коэффициентов концентрации CR3, CR4, CR8, различие которых определяется занимаемой долей (в % выручки) крупнейших трех, четырех или восьми компаний в отрасли (рыночная доля компании рассчитывалась по совокупной выручке). Вторым индикатором, выбранным нами, является индекс Херфиндаля-Хиршмана (ННІ), который рассматривается нами как индикатор степени монополизации отрасли, так как показывает, какое место занимают компании с небольшой рыночной долей. Далее при описании рыночной среды по рассматриваемым компаниям учитывались одновременно два показателя: CR3 и ННІ (максимальное значение CR3=100%, а ННІ=10000).

По финансовым компаниям РФ (банки) индекс ННІ составил примерно 600. Положение дел относительно степени концентрации из года в год (с 2005 по 2011) не менялось, происходила только смена лидеров в отрасли.

Высокий уровень монопольной власти в нефтегазовом секторе, и как следствие высокой концентрации на рынке, объясняется наличием подавляющей государственной собственности, с одной стороны, и значимостью отрасли для экономики страны в целом, с другой. Значение ННІ достигает 2300.

Умеренный уровень концентрации в машиностроении сохраняется на протяжении всех рассматриваемых шести лет, и в основном за счет сохранения лидерства четырех крупнейших производителей в этой отрасли. ННІ≈1100.

Несмотря на наличие явного лидера по рыночной доле в пищевой отрасли, объем рынка очень большой, поэтому степень концентрации низкая. Значение ННІ с трудом доходит до 100.

В отрасли телекоммуникаций основную роль играют компании «Большой тройки», что и объясняет уровень концентрации и ее неизменность на рассматриваемом временном промежутке. ННІ≈1100

В области электроэнергетики также есть лидеры отрасли, но большой размер рынка и большое количество компаний снижают степень концентрации рынка до низкой. ННІ≈400.

Отрасль перевозок крайне неоднородна, в авиаперевозках 4 бессменных лидера (ННІ≈1300), в железнодорожных перевозках почти монополия «РЖД» (ННІ≈1700), а в водном транспорте крупные компании занимают значимую долю рынка. Заметим, что анализ динамики изменения доходов компаний, их долей и размеров рынка показал, что за период с 2005 по 2011 годы по всем рассматриваемым отраслям не происходило перехода

с одного типа концентрации на другой (мы не смогли выделить отрасль, которая из низко концентрированной превратилась бы в умеренно концентрированную и наоборот).

Фиксируемые три группы отраслей:

При  $CR3 < 45\%$ ;  $HHI < 1000$  – низко концентрированный рынок;

При  $45\% < CR3 < 70\%$ ;  $1000 < HHI < 1800$  – умеренно концентрированный рынок;

При  $70\% < CR3 < 100\%$ ;  $1800 < HHI < 10000$  – высоко концентрированный рынок.

Как пример ниже приведены оценки по отраслям для 2010 года

**Таблица 2.1. Оценки по отраслям, уровень концентрации**

2010 год №	Отрасли	CR3, %*	HHI*	Уровень концентрации отрасли
1	<b>Финансы (банки)</b>	26	<1000	Низко концентрированный
2	<b>Нефтегазовая</b>	65	>1800	Высоко концентрированный
3	<b>Машиностроение</b>	46	<1800**	Умеренно концентрированный
4	<b>Пищевая</b>	5	<1000	Низко концентрированный
5	<b>Связь и телекоммуникации</b>	49	<1800	Умеренно концентрированный
6	<b>Электроэнергетика</b>	25	<1000	Низко концентрированный
7	<b>Перевозки:</b>			
-	<b>Авиа</b>	52	<1800	Умеренно концентрированный
-	<b>Ж/д</b>	48	<1800	Умеренно концентрированный
-	<b>Водный транспорт</b>	50	≈1800	Умеренно концентрированный

\*везде даны примерные значения коэффициентов

\*\*<1800 означает, что

$1000 < HHI < 1800$

Уровень государственного регулирования оценивался экспертно на базе опроса специалистов компании PwC (Россия). По разработанному опросному листу специалисты PwC (московский офис российского подразделения) ответили на вопросы относительно различных аспектов регулирования в рамках отраслей, нами составлена балльная сопоставительная таблица (таблица 2.2) по отраслям с оценками по 5-ти балльной шкале

(степень государственного регулирования, опросной лист в приложении к отчету). В данном опросе были учтены различные эффекты влияния государства на отрасль – от прямого влияния через установление квот, тарифов и различных административных процедур, до косвенного - через установление специальных налоговых режимов. Чем выше полученный балл по отрасли, тем выше степень ее регулирования. Условно можно выделить следующие качественные уровни:

Больше 4 – высокий уровень

Больше 3, но меньше 4 – умеренный уровень

Меньше 3 – низкий уровень

**Таблица 2.2. Оценки по отраслям, уровень государственного регулирования**

	Машиностроение	Финансовые услуги	Нефть	Пищевая промышленность	Телеком	Электроэнергетика	Авианперевозки	Железнодорожные перевозки	Морские торговые порты
Доля цен в отрасли, частично или полностью определяемых государством	2,00	2,00	3,50	2,33	2,00	4,75	3,00	3,80	3,67
Доля производимой продукции, определяемая государством (квоты или государственный заказ)	3,25	1,57	2,75	1,67	1,80	4,25	2,50	3,00	2,50
Объем административных процедур, связанных с открытием или регистрацией компании в данной отрасли	3,33	4,38	4,50	3,75	3,40	4,75	4,33	3,25	3,50
Объем государственных проверок и контроля в ходе текущей деятельности компании (экология, сан-эпидем, пожарные)	3,50	4,43	4,33	3,75	3,50	4,00	4,33	4,00	4,00
Объем вмешательства государства в процесс закрытия неэффективных производств или ликвидации компаний	2,50	3,33	2,00	2,00	2,00	3,50	4,00	3,00	2,00
Уровень налогового стимулирования (налоговые списания, каникулы и т.д.)	2,67	2,83	2,50	2,00	2,33	3,00	3,00	3,33	3,00
Регулирование экспорта/импорта отрасли	3,00	2,88	4,50	1,67	2,25	4,75	2,50	3,25	3,00

Уровень государственного финансирования (кредиты со льготными условиями, вхождение в капитал компании государства и т.д.)	3,33	3,63	4,50	1,33	1,50	4,25	3,00	4,25	3,33
Объем прямых субсидий предприятиям со стороны государства через целевые программы поддержки, развития и т.д.	3,33	3,14	1,67	1,33	1,75	3,25	2,50	3,50	1,50
	<b>Машиностроение</b>	<b>Финансовые услуги</b>	<b>Нефть</b>	<b>Пищевая промышленность</b>	<b>Телеком</b>	<b>Электроэнергетика</b>	<b>Авиaperевозки</b>	<b>Железнодорожные перевозки</b>	<b>Морские торговые порты</b>
Среднее	2,99	<b>3,13</b>	<b>3,36</b>	2,20	2,28	4,06	3,24	3,49	2,94

Наше исследование показало, что компании в регулируемых отраслях не имеют преимуществ в области повышения эффективности деятельности при увеличении доли частного капитала. Поэтому особое внимание при разработке планов приватизации следует, по нашему мнению, уделить нефтяному и энергетическому секторам экономики, с высоким уровнем концентрации и государственного регулирования, так как формальная передача пакетов в частные руки не решит многих социально-экономических задач, стоящих перед рассматриваемыми отраслями. Специфические задачи, связанные с безопасностью и решением социальных задач (развитие Дальнего Востока, поддержание связей с отдаленными (анклавными) областями, типа Калининградской области) приводят к выводу и о необходимости специфичности схем приватизации в авиаперевозках.

### 2.3 Основные гипотезы и выводы по ним

Наше исследование строится на сопоставлении публичных и непубличных компаний с разной структурой акционерного капитала (присутствие государства в составе акционеров) на временном горизонте 2006-2011 финансовые годы. Основные гипотезы касаются специфичности принятия решений компаниями с государственным участием и восприятием этих компаний рыночными инвесторами. При рассмотрении публичных компаний исходной гипотезой было предположение, что рыночная стоимость компаний с весомой долей государства ниже (при прочих равных финансовых показателях) по

сравнению с полностью частными компаниями<sup>23</sup>. Особое внимание уделено финансовому сектору экономики (банки не вошли в общую выборку сопоставляемых компаний), так как самыми дорогими по капитализации банками в мире являются именно государственные банки (Китай) и по развивающимся рынкам именно госбанки демонстрируют высокие рыночные мультипликаторы (краткое чистым активам и др.). Также в рамках нашего исследования частные и частно-государственные компании нефинансового сектора сопоставлялись по доходности бизнеса (ROC), активов (ROA) и прибыльности продаж (маржа операционной прибыли, ROS), по отдаче по собственному капиталу (ROE), по выполнению компаниями фискальной функции (налоговые выплаты), по показателям ликвидности баланса и по инвестиционной активности. Для банковского сектора экономики были предложены специфические индикаторы сопоставлений. Которые позволили сделать вывод о специфическом положении госбанков в РФ (по ряду традиционно используемых индикаторов эффективности госбанки в РФ более эффективны чем аналогичные по бизнес-моделям частные).

Сопоставления строились на расчете по двум группам компаний (частные и частно-государственные) основных финансовых показателей, характеризующих текущую и долгосрочную эффективность деятельности. Сложность проведения сопоставительного анализа заключалась в относительно небольшой выборке компаний, по которым имеется отчетность в стандартах МСФО. Сопоставление осложнялось также и низкой ликвидностью акций на фондовом рынке, что в ряде случаев ставит под сомнение оценки рыночной стоимости компаний. По ряду отраслей в рамках исследования рыночная стоимость оценивалась аналитически (по модели дисконтированных денежных потоков), что позволило более корректно провести сопоставления компаний с разным уровнем присутствия государства в капитале.

Наши расчеты по публичным компаниям показали различие выводов на докризисном и кризисном отрезках времени. В 2006 году компании без государственного участия в капитале показали более высокие показатели доходности и прибыльности, отличие от компаний с государственным участием статистически значимо на 1% уровне. Также и в 2007 году частные компании выигрывали по сравнению с государственными по всем текущим показателям эффективности (на 1% уровне значимости для доходности активов, маржи прибыли (ROS) и на 10% значимости для ROC). Статистически

---

<sup>23</sup> Такая гипотеза базируется на выводах исследования 2011 года, которое сделали аналитики компании Морган Стенли по компаниям, входящим в глобальный индекс MSCI и в индекс развивающихся рынков (портфель акций компаний с гос. участием проигрывает по мультипликаторам на базе рыночной стоимости частным компаниям).

значимыми также фиксировались различия по показателям текущей ликвидности баланса и инвестиционной активности. Среднее значение и того и другого показателя больше для подвыборки компаний без государственного участия.

Кризисные явления в экономике внесли коррективы в выявленные зависимости по 2006-2007 гг. В 2008 году разница в средних значениях стала значима только для показателя доходности активов и вложенного капитала (ROC), а в 2009 году ни по одной переменной, кроме текущей ликвидности баланса статистически значимых результатов не получено. В посткризисный период (2010 и 2011 годы) компании с государственным участием по сравнению с частными демонстрировали более высокий рост продаж (выручки), причем этот результат статистически значим на 5% уровне. Статистически значимых отличий по другим финансовым показателям не выявлено. Дамми переменная, характеризующая отраслевую принадлежность (а также концентрацию в отрасли), статистически значима в объяснении различий в финансовых показателях как на докризисном отрезке, так и кризисном.

Сопоставление по двум группам публичных компаний позволило сформулировать следующие выводы: 1) о наличии значимых различий в финансовых показателях для компаний с государственным участием и 100% частных, 2) о значимости отраслевой принадлежности, 3) о неоднозначности влияния государственной собственности в разные периоды экономического цикла. В период кризиса компании с государственным участием сравнивались с частными по уровню доходности, текущей ликвидности баланса, и на двухлетнем отрезке 2008-2010гг. по ним наблюдался больший рост выручки по сравнению с частными. Таким образом, нами сделан предварительный вывод о том, что государство в роли собственника оказывает значимое влияние на принятие управленческих решений российских публичных компаний и их инвестиционную привлекательность. Однако такого портфельного сопоставления по группам частных и частно-государственных компаний не достаточно.

Хотя непосредственное тестирование гипотезы об отрицательной зависимости рыночной стоимости компании (капитализации) от доли государства не подтвердилось (в отличие от исследования Морган Стенли по глобальному рынку для публичных компаний российского рынка для временного отрезка 2006-2011 нельзя утверждать, что чем выше доля государства в капитале, тем ниже относительные показатели капитализации), мы можем утверждать, что участие государства в капитале является статистически значимым фактором, который может объяснить по компаниям российского рынка различия в рыночной стоимости и в ряде ключевых финансовых показателей деятельности (уровень

инвестиционной активности, ликвидность баланса, финансовый рычаг и дивидендные выплаты). Это значимое влияние выявляется как по выборке в целом, так и по отдельным отраслям (энергетика, машиностроение). Наше исследование показало, что зависимость рыночной стоимости от доли государства в акционерном капитале не линейна и определяется отраслевой принадлежностью (чем более регулируема отрасль, тем благоприятнее присутствие государства в капитале – выше при прочих равных рыночная капитализация) и структурой акционерного капитала (присутствием других активных собственников). Низкая (менее 10%) и высокая (более 90%) доля государства в капитале характеризуется низкой рыночной стоимостью, измеряемой коэффициентом Q Тобина (при прочих равных условиях). Таким образом, при формировании оптимальной структуры акционерного капитала следует ориентироваться на некое сочетание присутствия государства при наличии других крупных собственников.

Наше исследование показало выгоды именно низкой концентрации акционерного капитала в случае присутствия в капитале государства. Если частные компании выигрывают от увеличения концентрации собственности (это свидетельствует в пользу аргументов, что в российских реалиях высокая концентрация акционерного капитала служит механизмом мониторинга и защиты прав собственности), то компании с государственным участием, наоборот, показывают лучшие результаты по капитализации и ряду других финансовых индикаторов, если концентрация акционерного капитала ниже (влияние на принятие решений более равномерно распределено между собственниками).

Интересные выводы получены также и по инвестиционной деятельности рассматриваемых публичных компаний выборки нефинансового сектора экономики. Так как по многим отраслям наблюдался высокий износ основных фондов, низкие коэффициенты обновления активов, то принципиально важным являлся для нас поиск ответа на вопрос о возможном положительном влиянии государства как собственника на инвестиционную (инновационно-инвестиционную) активность компаний. Наше исследование не позволило выявить положительной роли государства как собственника в реализации процессов активного обновления активов, их модернизации, затрат на НИОКР. Компании с государственным участием не выделяются по уровню инвестиций в обновление и расширение действующих мощностей. По компаниям с государственным участием преобладают финансовые инвестиции (покупка долей в других компаниях через слияния и поглощения). Компании с государственным участием в капитале характеризуются более диверсифицированной структурой бизнес-единиц (не наблюдается сфокусированности деятельности на ключевых, профильных направлениях деятельности,

высок вес непрофильных активов). Можно предположить, что эти компании при принятии инвестиционных решений руководствуются не только экономическими выгодами. Причем внеэкономические соображения могут носить двоякий характер: как спасение (поддержка) градообразующих или стратегически, политически значимых компаний в сложном финансово-экономическом положении, так и приобретение непрофильных активов по нерыночным заниженным ценам с помощью административного ресурса с получением выгод в пользу отдельных лиц. Есть определенная специфика и в поиске источников финансирования для активных сделок слияний и поглощений у компаний с государственным участием. Выявлена статистически значимая зависимость роста краткосрочных заимствований в общем капитале с ростом присутствия государства в акционерном капитале. Требования о направлении 25% чистой прибыли на выплату дивидендов по большинству публичных компаний с государственным участием не выполняется, имеет место перераспределение прибыли между дочерними и зависимыми обществами и превалирование инвестирования над дивидендными выплатами по сравнению с аналогичными частными компаниями.

Отраслевые особенности функционирования компаний, а также их стратегическая и геополитическая значимость для развития экономики страны диктуют различные рекомендации относительно сроков, объемов и схем приватизации. Например, если по компаниям в отрасли железнодорожных грузовых перевозок или портового обслуживания можно однозначно констатировать, что частные компании эффективнее государственных и приватизация данного сектора должна быть проведена относительно быстро и в полном объеме, то аналогичных выводов по авиаперевозчикам или по нефтяному сектору сделать нельзя. Еще более сложным является вопрос о приватизации госпакетов в финансовом секторе (банки).

Наш сопоставительный анализ компаний с государственным участием и без базировался на ряде жестких требований: 1) учет стратегических целей развития отрасли и значимости выполняемых рассматриваемой компанией функций для экономического развития страны (таким образом выводы и рекомендации строились с учетом не только формального сопоставления финансовых и операционных показателей, но и реализуемых целей и задач с позиции общества); 2) сравнение финансовых результатов деятельности по отчетности в стандартах МСФО; 3) сравнение операционных показателей только по компаниям-аналогам как по отраслевой принадлежности, так и по используемым бизнес-моделям (особенно это касается транспортной инфраструктуры и перевозчикам, выделению универсальных, инвестиционных и коммерческих банков); 4) включение в

рассмотрение ранее проведенных приватизационных сделок и их результатов (как по компаниям российского рынка, так и зарубежного).

Полная приватизация компании «РЖД» представляется нам преждевременной. Высокий уровень государственного регулирования отрасли, в частности, в области установки тарифов, не позволит отдельным частным компаниям существенно повысить эффективность деятельности. Также стоит отметить высокую социальную нагрузку компании «РЖД» ( в том числе, как одного из крупнейших работодателей) и реализацию масштабной инвестиционной программы, которая в случае приватизации может быть свернута. Более эффективной стратегией будет реализация первого этапа выхода из многочисленных дочерних компаний (страховых, инвестиционных и т.п.) по аналогии с ПГК. Главным требованием к компаниям с государственным участием должна быть сфокусированность на основном бизнесе (заранее оговоренных функциях) с последующим постепенным устранением нерыночных социальных функций, выравниванием отдачи по капиталу и по другим финансовым и операционным показателям с мировыми аналогами (например, скорость передвижения грузов, которая в РФ в три раза ниже, чем по китайскому рынку) и только последующей продажи частным инвесторам.

После сопоставительного анализа частных и государственных портов нам не удалось выявить положительного влияния государства на эффективность функционирования портов. Основным критерием при выборе схем приватизации должно быть наличие стратегического собственника, готового вкладываться в расширение портовой инфраструктуры. Это могут быть как крупные транспортные компании, так и компании, чей бизнес сильно зависит от экспорта продукции.

Сравнение Ростелекома с компаниями-аналогами не показало существенных различий в эффективности деятельности. Приватизация компании, по нашему мнению, может привести к большей открытости и повышению контроля над издержками, что повысит в итоге рыночную оценку компании.

Реформа энергетической отрасли с приватизацией государственной собственности не решила задачи существенного обновления и наращивания мощностей, не сделала область генерации электроэнергии полностью конкурентной. Присутствие государства в капитале компаний отрасли, даже в неявном виде, отрицательно сказывается на интенсивности обновления основных средств. Мы констатируем, что для частных компаний данный процесс идет быстрее, нежели для государственных. Заметим, что отличия частных и условно подконтрольных государству компаний в энергетике постепенно сглаживаются

как по обновлению мощностей, так и по рыночным показателям. Только для компаний с иностранным участием можно установить более высокую оценку их рыночной стоимости (признание рыночными инвесторами выгод внешнего контроля).

После проведенного анализа компаний машиностроительной отрасли можно утверждать, что частные компании работают эффективнее государственных в этой отрасли с учетом уровня регулирования и конкуренции. Как показал опыт уже проведенных приватизационных сделок, частичная приватизация положительно сказывается на показателях компаний. Можно сделать вывод, что приватизация компаний будет эффективной в случае прихода стратегического инвестора, имеющего новые технологии и готового вкладываться в обновление производственных мощностей.

Проведенный анализ по нефтяной отрасли позволяют сделать вывод, что частные нефтяные компании функционируют более эффективно, эмпирические результаты подтверждают, что компании с меньшей или нулевой долей государства имеют более высокие показатели рыночной стоимости и отдельные финансовые и нефинансовые показатели. Однако, нефтяной сектор является стратегическим для РФ, присутствие на рынке нефтяных компаний с долей государственного участия является целесообразным по причине необходимости обеспечения энергетической безопасности страны (необходимо обеспечить устойчивость топливно-энергетического комплекса страны к внутренним, внешним, природным и техногенным воздействиям), в данном случае одним из гарантов безопасности может рассматриваться участие государства в отрасли.

Наше сопоставление частных и государственных банков, работающих в РФ не позволяет однозначно сделать вывод, что частные банки работают более эффективно. Банки с государственным участием демонстрируют как более высокие рыночные оценки (например, Сбербанк), так и отдачу по капиталу и темпы роста (хотя по 2011 году лидером по доходности стал частный банк Восточный Экспресс<sup>24</sup>). Важный вывод нашего исследования - более дешевая стоимость фондирования для государственных банков ставит в не рыночные условия остальных игроков рынка. Выходом из положения нерыночных условий конкурирования безусловно является приватизация. Однако это займет определенный промежуток времени, одномоментная приватизация, по нашему мнению, не позволит разом изменить ситуацию на рынке, переориентировать большое

---

<sup>24</sup> Восточный экспресс банк занял 7 место в мире по рентабельности капитала с показателем 49,7% (согласно ежегодному рейтингу журнала The Banker «1000 крупнейших банков мира»). По данному показателю банк наиболее удачно выступил среди российских банков – участников рейтинга.

число госкомпаний (оборотного, машиностроительного секторов) на работу с частными банками. Правительству на текущий момент следует сосредоточиться на максимизации доходов от приватизации пакетов государства в крупнейших банках, а не на скорости ее проведения.

Более подробно комментарии по тестируемым гипотезам и полученным результатам даны в разделах 3 и 4.

### **Раздел 3. Эмпирическое исследование по публичным компаниям российского рынка.**

#### **3.1 Выборка публичных компаний и тестируемые гипотезы**

По публичным нефинансовым компаниям российского рынка на первом шаге анализа проведено эконометрическое тестирование влияния присутствия государства в капитале публичных компаний на их рыночную стоимость (оценка по коэффициенту Q Тобина) и на принятие ключевых управленческих решений в области инвестиций, а также обеспечение инвестиционной деятельности источниками финансирования (внутренние источники и дивидендная политика или же привлекаемые заемные краткосрочные и долгосрочные источники).

Анализируемая выборка построена по 168 публичным российским компаниям, котирующим обыкновенные акции на двух российских биржах (РТС и ММВБ) или же на иностранных биржевых площадках за период с 2006 по 2012 годы. Таким образом, исследование строится на 1008 наблюдениях, которые затем через процедуры отброса экстремальных значений были сокращены до 896. Использовались годовые данные стандартной финансовой отчетности компаний по МСФО за 5 лет (в среднем 24 позиции по каждой компании с различными вариантами расчета таких показателей, как отдача по капиталу, оборачиваемость активов, долговая нагрузка), характеристики отрасли и сектора (темпы роста, степень концентрации и регулирования), показатели структуры собственного капитала (доля мажоритарного акционера, доля государственного участия, наличие институционального инвестора (банка), концентрация собственного капитала), а также биржевые данные о рыночной капитализации. В выборку включались компании из всех отраслей нефинансового сектора экономики России. Итоговая выборка включает компании из 9 секторов экономики и 38 отраслей. Наибольшее количество компаний относится к сектору производства материалов, а среди отраслей лидируют

телекоммуникационные услуги. Описательная статистика выборки представлена в приложении 2 (таблица П2.1).

Для тестирования гипотезы о значимости государственного участия на принимаемые менеджментом компаний решения были выделены группы акционеров в структуре собственного капитала. Данные по каждому году по государственной, институциональной, банковской собственности в капитале компаний и собственности других нефинансовых компаний представлены в таблице 3.2. Минимальная доля указана не по всей выборке (по всей выборке она равна 0%), а по компаниям с участием в капитале того или иного типа собственника больше 0%. То же самое касается среднего значения. Как видно из таблицы, количество компаний в выборке с участием в капитале банков очень невелико – в среднем за 5 лет 12% от общего числа, и существенных подвижек в динамике не наблюдалось. Средний показатель концентрации акционерного капитала по публичным компаниям РФ (индекс Херфиндаля) равен 0,3.

**Таблица 3.1. Распределение компаний по типам собственников**

Показатель	Государство как собственник					Компания нефин. сектора как собственник					Институциональный инвестор как собственник				
	2006	2007	2008	2009	2010 и 2011	2006	2007	2008	2009	2010	2006	2007	2008	2009	2010 и 2011
Кол-во компаний	44	42	36	33	33	42	44	48	47	52	24	35	22	22	23
Средняя доля	42%	40%	40%	43%	43%	56%	57%	58%	59%	58%	12%	13%	16%	15%	18%
Макс. доля	88%	87%	87%	94%	94%	96%	96%	96%	96%	96%	50%	78%	78%	78%	69%
Мин. доля	6%	10%	10%	10%	10%	5%	7%	5%	8%	10%	5%	5%	5%	5%	5%

Как видно из таблицы 3.1, структура собственного капитала публичных компаний российского рынка не существенно менялась в течение рассматриваемого периода. Большая часть компаний (46) имела одного крупного собственника с более чем 50% акций. Вторая по величине группа (40 компаний) имеет среднюю концентрацию собственности, то есть от 25% до 50% акций у собственников. Меньше всего компаний с наличием двух крупных акционеров. Изменений за 2010-2011 годы не наблюдалось, поэтому показаны в таблице 3.1 средние показатели по двум годам.

Количество компаний с участием в капитале других нефинансовых компаний за 5 лет выросло на 9%, в то время как количество компаний с государственным участием

снизилось на 10%. Однако, средняя и максимальная доля присутствия государства возросли. Средняя доля государственного участия в тех компаниях, где она вообще имела место, достаточно высокая – более 40%. Максимальная доля также очень высока: за 2009 и 2010 – более 90%. Это свидетельствует об очень малой доли акций в свободном обращении (*free float*), соответственно, о низкой ликвидности акций и условности оценок рыночной стоимости (соответственно, коэффициента Q Тобина). Аналогичная ситуация с присутствием нефинансовых компаний в капитале. Такая характеристика выборки заставляет нас очень аккуратно формулировать выводы, так как из-за низкой ликвидности акций наблюдаемые рыночные оценки могут быть существенно искажены относительно справедливой стоимости рассматриваемых компаний выборки.

Таким образом, хотя эмпирическое исследование позволяет сделать важные и интересные выводы об оптимальном присутствии государства в капитале с точки зрения создания рыночной стоимости (как индикаторе эффективности функционирования компании на рынке), мы вынуждены из-за низкой ликвидности акций рассматриваемых компаний достаточно осторожно формулировать выводы и рекомендации и проверять их обоснованность через качественный кейсовый анализ в рамках выделенных отраслей.

На первом этапе исследования влияния государственной собственности на эффективность деятельности публичных компаний было проведено исследование значимости различий между двумя подвыборками: частных и государственных компаний. Государственная собственность была представлена в виде бинарной переменной, по которой на основе регрессионного анализа проводились два статистических теста: двухвыборочный тест Стьюдента и непараметрический к-выборочный медианный тест<sup>25</sup>. Тестирование проводилось для показателей доходности и маржи прибыли, темпа роста выручки, долговой нагрузки (финансового рычага), уровня инвестиционной активности, ликвидности баланса (как отношение текущих активов к текущим обязательствам) и рыночного мультипликатора EV/EBIT. Результаты представлены в приложении 2 (таблица П2.2). Инвестиционная активность (INV) в общем случае фиксировалась как отношение капитальных вложений (CAPEX) к усредненной по году величине активов по балансу.

---

<sup>25</sup> Т-тест Стьюдента используется для проверки значимости различия средних значений.

Медианный тест относится к непараметрическому дисперсионному анализу и проверяет гипотезу о равенстве медиан (положение наблюдений относительно медианы измеряемой переменной, и учитывает количество наблюдений выше и ниже медианы в каждой группе).

В 2006 году компании без государственного участия в капитале имели более высокие показатели доходности и прибыльности, отличие от компаний с государственным участием статистически значимо на 1% уровне. Также и в 2007 году частные компании выигрывали по сравнению с государственными по всем текущим показателям эффективности (на 1% уровне значимости для доходности активов, маржи прибыли (ROS) и на 10% значимости для ROC). Статистически значимы также различия по показателям текущей ликвидности баланса и инвестиционной активности. Среднее значение и того и другого показателя больше для подвыборки компаний без государственного участия.

Кризисные явления в экономике внесли коррективы в выявленные зависимости по 2006-2007 гг. В 2008 году разница в средних значениях стала значима только для показателя доходности активов и вложенного капитала (ROC), а в 2009 году ни по одной переменной, кроме текущей ликвидности баланса статистически значимых результатов не получено. В послекризисный период (2010, 2011) компании с государственным участием по сравнению с частными демонстрировали выше рост продаж, причем этот результат статистически значим на 5% уровне. Дамми переменная, характеризующая отраслевую принадлежность (а также концентрацию в отрасли), статистически значима в объяснении различий в финансовых показателях.

Таким образом, можно сделать три предварительных вывода: 1) о наличии значимых различий в финансовых показателях для компаний с государственным участием и 100% частных, 2) о значимости отраслевой принадлежности, 3) о неоднозначности влияния государственной собственности в разные периоды экономического цикла. В период кризиса компании с государственным участием сравнивались с частными по уровню доходности, текущей ликвидности баланса, и на двухлетнем отрезке 2008-2010 гг. по ним наблюдался больший рост выручки по сравнению с частными. Таким образом, нами сделан предварительный вывод о том, что государство в роли собственника оказывает значимое влияние на принятие управленческих решений российских публичных компаний и их инвестиционную привлекательность. Однако такого портфельного сопоставления по группам частных и частно-государственных компаний не достаточно.

Чтобы оценить значимость госсобственности были построены однофакторные сквозные регрессии на показатели доходности деятельности (по бизнесу - ROC, по акционерному капиталу - ROE) и на коэффициент Q Тобина (MV/BV). Расчеты показали, что доля государственной собственности значима для показателей доходности (ROC, ROE) с отрицательным знаком, а для MV/BV - с положительным.

На втором этапе исследования строились многофакторные регрессии, объясняемыми переменными в которых выступали последовательно: нормированная капитализация (MV/BV), уровень инвестиционной активности и финансовые решения, поддерживающие инвестиционную деятельность (долговая нагрузка, дивидендные выплаты и обеспеченность свободными денежными средствами).

В многофакторных регрессиях государственное участие фиксировалось как в виде бинарной переменной (dGOV), так и в виде размера доли (доля государственной собственности рассчитывалась как сумма долей акций государственных органов, материнских компаний с основным собственником – государством, компаний, полностью принадлежащих компаниям в 100% федеральной собственности). Вводилась в рассмотрение также объясняющая переменная GOV2, которая фиксировала долю государства в квадрате. Тестировались на панельных данных следующие гипотезы:

***Гипотеза 1. Публичные компании с государственным участием, работающие на российском рынке, демонстрируют более низкую рыночную стоимость (у них наблюдается более низкий коэффициент Q Тобина).***

Эта гипотеза проверялась с рядом оговорок. Первая оговорка касалась отраслевой принадлежности рассматриваемых компаний (не для всех отраслей выявляется такая зависимость). Вторая оговорка касалась нелинейности зависимости Q Тобина от присутствия государства в капитале. Третья важная оговорка касалась необходимости учета состава акционеров рассматриваемых компаний. Наша гипотеза была развита в направлении того, что концентрация акционерного капитала и состав акционеров (кроме государства) оказывают значимую роль в восприятии инвесторами положения дел в компании. В тех компаниях, где государство не имеет противовеса в виде активного профессионального собственника (институционального инвестора), рыночная стоимость, при прочих равных финансовых (контрольных) показателях, ниже.

Для регрессионных построений наша гипотеза трансформировалась таким образом, что значимым влиянием должна обладать гибридная переменная, учитывающая и присутствие государства и степень концентрации акционерного капитала. Нами рассматривалась следующая переменная:  $GOV \times HI$  как «доля собственности в руках государства  $\times$  показатель концентрации акционерного капитала». В качестве показателя концентрации нами использовался индекс Херфиндаля, рассчитанный по трем крупнейшим акционерам компании, а в регрессионной модели - его логарифм. По нашему мнению, такой расчет показателя позволяет учесть не только степень

концентрации собственности, но и то, насколько равномерно распределены доли между крупными собственниками.

В качестве контрольных переменных для тестирования факторов влияния на рыночную стоимость компаний использовались несколько финансовых и рыночных показателей, характеризующих присутствие компании на рынке: показатель размера бизнеса (SIZE), операционной доходности активов (ROA), роста выручки компании (GRsales) и темпа роста отрасли (Grind), ликвидности акций (как доли акций в свободном обращении, FF). В качестве переменной размера (SIZE) использовался часто используемый в подобных исследованиях показатель – логарифм совокупных активов. Его влияние на стоимость предполагается положительным, так как у крупных компаний, при прочих равных, меньше операционные риски, дешевле привлекаемые деньги. Так как российские публичные компании характеризуются невысокой ликвидностью акций (показатель free float, FF), то можно предположить, что риск низкой ликвидности снижает стоимость компании (по сформированной выборке минимум этого показателя составил 4%). В качестве показателя рыночной стоимости по компаниям выборки рассчитывался коэффициент Q Тобина следующим образом:  $Q = \frac{\text{Рыночная капитализация} + \text{STD} + \text{LTD}}{\text{Все активы по балансу}}$ . Соответственно, доходность бизнеса,  $ROC = \text{EBIT} / \text{Assets}$ ;  $ROE = \text{Net Income} / \text{Equity}$ .

***Гипотеза 2. Концентрация акционерного капитала, наличие институциональных собственников и присутствие государства в капитале компании являются значимыми факторами в объяснении различий российских публичных компаний по рыночной стоимости.***

Наше исследование подтвердило выдвинутые выше гипотезы. Хотя непосредственное тестирование гипотезы 1 не подтвердило отрицательную роль государства (нельзя утверждать, что чем выше доля государства в капитале, тем ниже рыночная стоимость компании), высказанные оговорки очень важны. Зависимость рыночной стоимости от доли государства в акционерном капитале не линейна и определяется отраслевой принадлежностью (чем более регулируема отрасль, тем благоприятнее присутствие государства в капитале) и структурой акционерного капитала (присутствием других активных собственников). Низкая (менее 10%) и высокая (более 90%) доля государства в капитале характеризуется низкой рыночной стоимостью, измеряемой коэффициентом Q Тобина (при прочих равных условиях). Таким образом, при формировании оптимальной структуры акционерного капитала следует ориентироваться

на некое сочетание присутствия государства при наличии другого крупного собственника.

Среднее значение  $Q$  Тобина по выборке публичных российских компаний составило 1,71. Заметим, что по выборке американских компаний в работе Fahlenbrach & Stulz (2009) и по выборке компаний Великобритании в работе Davies et al. (2005) среднее  $Q$  составляло 1,95, в то время как по рынку Китая среднее  $Q$  в исследовании Ng et al. (2009) более 3, а в работе Sun & Zou (2009) - 2,82. Все построенные зависимости влияния присутствия государства на рыночную стоимость ( $Q$  Тобина), в целом, значимы, о чем свидетельствуют достаточно высокие  $F$ -статистики (таблица 3.4). Значение коэффициента детерминации within также удовлетворительно для такого рода данных.

Следующие четыре гипотезы касались инвестиционной деятельности рассматриваемых компаний выборки. Так как по многим отраслям наблюдался высокий износ основных фондов, низкие коэффициенты обновления активов, то принципиально важным становится вопрос о возможном положительном влиянии государства как собственника на инвестиционную (инновационно-инвестиционную) активность компаний. Тестируемые гипотезы в многофакторных регрессиях для публичных компаний приняли следующий вид:

1. Компании с государственным участием в капитале больше инвестируют во внеоборотные нефинансовые активы (наращивают капитальные вложения);
2. Компании с государственным участием в капитале более сфокусированы на основную (профильную) деятельность;
3. Компании с государственным участием в капитале демонстрируют больше инвестиций в НИОКР (в процентах от выручки);
4. Компании с государственным участием в капитале имеют преимущества в работе на заемном капитале, более эффективно используют финансовый рычаг и за счет выгод финансовых решений имеют возможность платить более высокие дивиденды.

Ни одна из вышеперечисленных четырех гипотез не подтвердилась. Компании с государственным участием не выделяются в общей выборке по уровню инвестиций в обновление и расширение действующих мощностей. Более того, по ним превалируют финансовые инвестиции (покупка долей в других компаниях через слияния и поглощения). Возможным следствием такой активной политики М&А является выявленный факт, что компании с государственным участием в капитале характеризуются более диверсифицированной структурой деятельности (не наблюдается

сфокусированности деятельности на ключевых, профильных направлениях, высок вес непрофильных активов: спортивных клубов и т.п.). Можно предположить, что эти компании при принятии инвестиционных решений руководствуются не только экономическими выгодами. Причем внеэкономические соображения могут носить двоякий характер: как спасение (поддержка) градообразующих или стратегически, политически значимых компаний в сложном финансово-экономическом положении, так и приобретение непрофильных активов по нерыночным заниженным ценам с помощью административного ресурса с получением выгод в пользу отдельных лиц. Публичные компании с государственным участием в капитале не характеризуются более высокими вложениями в НИОКР.

Публичные компании с государственным участием в капитале не характеризуются устойчивой финансовой политикой, у них выше, чем по частным компаниям, доля краткосрочных заимствований. Нельзя утверждать и о более щедрой политике выплат акционеров по компаниям с преобладанием государства в капитале.

Для анализа инвестиционной активности компаний выборки в качестве зависимой переменной использовались: 1) коэффициент доли капитальных затрат (CAPEX) в инвестированном долгосрочном капитале (собственный капитал плюс долгосрочные обязательства по балансу), 2) доля вложений в НИОКР в общей величине инвестиционных оттоков и в выручке. Мы исходим из того, что CAPEX отражает затраты на обновление, модернизацию и расширение существующих мощностей. В качестве объясняемых переменных, кроме доли государства, рассматривались: наличие долгосрочных обязательств, которые, предположительно линейно влияют на инвестиционную активность; лаговая переменная, характеризующая финансовый рычаг; маржа операционной прибыли и доходность вложенного капитала, темп роста выручки и темп роста экономики (темп роста ВВП), как характеристика делового цикла.

Для анализа финансовых решений по компаниям выборки в качестве зависимых переменных рассматривались четыре коэффициента финансового рычага: доли краткосрочных и долгосрочных обязательств в общей сумме обязательств ( $STD/TD$  и  $LTD/TD$ ), отношение краткосрочного и долгосрочного долга к активам ( $STD/TA$  и  $LTD/TA$ ).

Как показали регрессионные построения, показатели размера и доходности активов значимы на уровне менее 1% (Приложение, таблица П2.3). Неожиданный результат получен для размера компании, так как исходная гипотеза исходила из того, что больший размер позволяет наращивать рыночную стоимость. Регрессионный анализ по всем

тестируемым моделям показал отрицательный результат (коэффициент при переменной SIZE в модели 1 равен -1,02). Оба индикатора, отражающие рост компании, значимы на 5% уровне. Таким образом, чем выше темпы роста выручки, тем больший коэффициент Q Тобина (при прочих равных) показывает компания. Отметим, что показатель темпа роста отрасли более значим, чем рост выручки по включаемой в выборку компании. В дальнейшем при добавлении в регрессию переменных структуры собственности значимость темпа роста компании падает, в то время как значимость отраслевого роста остается на прежнем уровне. Можно сделать вывод, что макроэкономические индикаторы имеют больший вес, чем индивидуальные особенности роста компаний. Подтвердилось также предположение о линейной зависимости рыночной стоимости от ликвидности акций (показателя free float).

Модель 1 в рамках тестирования зависимости рыночной стоимости от присутствия государства в капитале ориентирована на тестирование гипотезы 1 (без учета структуры акционерного капитала, его концентрации). В моделях 2 и 3 (оценки приведены в приложении, в таблице П2.3) в качестве объясняющих переменных добавлены индикаторы структуры акционерного капитала. Фиксация государства в виде дамми-переменной, позволила сделать вывод о положительном и статистически значимом влиянии на 1% уровне. Переменная GOV (размер доли государства) также значима на менее чем 1% уровне и показывает в регрессии положительный коэффициент. Так как исследование затрагивает кризисный период развития страны, то, видимо, присутствие государства положительно воспринималось рыночными инвесторами. Кроме того, в последние годы в РФ государство как акционер предпринимало активные попытки улучшить систему корпоративного управления в крупных публичных компаниях, которые и сформировали выборку для панельных расчетов.

При тестировании нелинейного влияния присутствия государства на рыночную стоимость получено, что переменная GOV2 значима на уровне менее 1%, и коэффициент отрицателен. Таким образом, зависимость Q Тобина от доли государственной собственности имеет выпуклую вверх нелинейную форму. Схожий вывод получен в работах Sun et al. (2002) и Gunasekarage et al. (2007).

На содержательном уровне этот результат означает, что компании со смешанным контролем – и частным, и государственным – показывают лучшие результаты, чем полностью частные или полностью государственные. До определенного уровня увеличение государственного участия положительно влияет на стоимость, после этого уровня зависимость становится обратной. При этом мы не можем сказать, есть ли

преимущества у частных компаний по сравнению с полностью государственными, или наоборот (в выборке слишком мало компаний с долей государственного участия, превышающей контрольный пакет (менее 10% от общего количества наблюдений, средняя доля государственного участия по каждому году в компаниях выборки около 40%)).

Разбив выборку на несколько групп в зависимости от размера доли государственной собственности в каждом периоде и определив средние значения по выделенным группам, вывод, полученный из множественной регрессии, подтвердился. Оценки показывают, что компании под контролем государства (более 50% акций) имеют меньшее значение  $Q$  Тобина, чем частные компании.

Добавив показатель концентрации в регрессионную модель как отдельную независимую переменную, получен ожидаемый результат - отсутствие значимой взаимосвязи, что означает, что влияние различных типов собственников на стоимость разнонаправлено. Совместное влияние на стоимость государственной собственности и концентрации, учитываемое через гибридные переменные  $GOV \times HI$  и  $GOV2 \times HI$  показало схожий результат с работами Ng et al. (2009) и Thomsen & Pedersen (2000). Переменная  $GOV \times HI$  имеет в регрессии положительный коэффициент,  $GOV2 \times HI$  – отрицательный. Обе переменные значимы на менее чем 1% уровне. Поскольку получена выпуклая вверх форма зависимости, то нами делается вывод, что, во-первых, частные компании выигрывают от увеличения концентрации собственности (это свидетельствует в пользу аргументов, что в российских реалиях высокая концентрация акционерного капитала служит механизмом мониторинга и защиты прав собственности); во-вторых, компании с государственным участием, наоборот, показывают лучшие результаты, если концентрация ниже и сила принятия решений более равномерно распределена между собственниками. Государственное участие в капитале может давать определенные преимущества компании в виде государственной и политической поддержки, доступа к заемному капиталу, получения гос. заказов и т.д., но там где, государство не может реализовать функции эффективного собственника, необходим противовес – другой крупный акционер. Так как государственные представители не имеют экономической мотивации для мониторинга, улучшения показателей деятельности компании и максимизации ее стоимости, должны быть другие собственники с не меньшими правами контроля, заинтересованные в том, чтобы осуществлять эти функции. Это объясняет полученную нелинейную зависимость. Наш результат не уникален – аналогичный вывод сделан в работе Gunasekarage et al. (2007).

Дальнейшие расчеты с введением других групп собственников, позволили сделать вывод, что на 5% уровне значимости доля собственности у других нефинансовых организаций, а также присутствие банка среди акционеров отрицательно влияет на  $Q$  Тобина. Можно предположить, что данные типы собственников преследуют в большей степени свои собственные интересы, а не интересы компании, которой они владеют. Переменная доли собственности у институциональных инвесторов оказалась не значима. Однако отсутствие взаимосвязи рыночной стоимости компании и институциональных инвесторов не может быть нашим окончательным выводом. Такой результат может объясняться тем, что оказываемый этой группой эффект в целом может быть небольшим и краткосрочным, и его перекрывает влияние общих макроэкономических изменений, произошедших за рассматриваемый период времени. Также влияние институциональных собственников может быть разным в годы подъема рынка и в годы кризиса. В терминах регрессии это означает разный по годам коэффициент наклона при переменной  $inst$ . Поэтому мы включили в модель дополнительные переменные, учитывающие временной эффект в коэффициенте наклона. Такой способ выяснить реальное влияние оказавшегося незначимым фактора в условиях изменений экономической ситуации при работе с панельными данными описан в работе Ратниковой (2006). Наши предположения подтвердились.

Присутствие институциональных инвесторов в капитале компании положительно влияло на стоимость в 2006 и 2007 годах (об этом свидетельствуют значимые и положительные коэффициенты при переменных  $dinst2006$  и  $dinst2007$ ). В последующих годах влияние становится незначимым. Анализ инвестиционной активности компаний показал, что институциональные инвесторы оказывают положительное влияние на рост реальных инвестиций.

Исходя из всех полученных нами результатов, мы делаем вывод о том, что совокупность таких характеристик компаний российского рынка, как концентрация собственности и типы акционеров, оказывает существенное и неоднозначное влияние на наблюдаемую рыночную стоимость. Государственное участие играло положительную роль в рассматриваемый период времени в случае, если компания находилась не под полным государственным контролем.

В качестве прокси переменной уровня инвестиционной активности использовался показатель отношения  $CAPEX$  к величине инвестированного (долгосрочного) капитала. В качестве показателей источников финансирования использовались коэффициенты уровня долга к активам ( $TD/TA$ ) и маржи прибыли как доли прибыли в выручке ( $PROF/REV$ ).

Коэффициенты рассчитывались как для текущего периода  $t$  (когда осуществляются инвестиции), так и для  $(t-1)$  периода (т.е. с лагом). В качестве показателя доходности реализованных инвестиций использовался коэффициент отношения операционной прибыли к инвестированному капиталу, рассчитанный для  $t-1$  периода (ROC). Для показателя роста компании использовался темп роста выручки за 2 года (GRsales).

На первом этапе анализа выбиралась спецификация модели: сквозная регрессия, регрессия по панельным данным (с фиксированными или случайными эффектами: FE или RE). При этом тестировались переменные, рассчитанные по трем видам прибыли: 1) операционная прибыль, 2) чистая прибыль (отражает результат всей деятельности компании в целом), 3) доналоговая прибыль. Выявлялся наилучший показатель для диагностирования финансового результата по компании. На втором этапе переменные текущего периода заменялись на лаговые (относящиеся к предыдущему  $(t-1)$  периоду), и тестировалась их значимость.

Анализ строился на 562 наблюдениях (111 компаний за период 2006-2011). Отметим, что анализируемая выборка не сбалансирована, имелись пропуски данных. Результаты тестов на спецификацию свидетельствовали как в пользу выбора регрессии с детерминированными индивидуальными эффектами, так и в пользу RE регрессии в зависимости от модели и набора регрессоров. В целом и та и другая спецификация давала схожие результаты и выбор регрессии не влиял на выводы о значимости факторов и последующие рекомендации.

Основные результаты представлены в Приложении (таблица П2.4), где показаны коэффициенты при регрессионных объясняющих переменных, оценки  $t$ -статистики и  $p$ -value для регрессоров, статистики по общей совокупности и результаты тестов на спецификацию (в последних 3-х строках). Расчеты показывают, что, во-первых, из трех видов прибыли лучшие статистики в регрессиях были получены с использованием показателя доналоговой прибыли. Во-вторых, уровень инвестиционной активности (реальных инвестиций) значимо и положительно зависит от привлекаемых источников финансирования в текущем периоде (на 1% уровне значимости). Наилучшей спецификацией с этой переменной оказалась модель с фиксированными эффектами. В-третьих, инвестиционная активность (переменная CAPEX/CE) значимо и положительно зависит от доходности инвестиций, осуществленных в период  $t-1$  (на менее чем 1% уровне значимости). Лаговая переменная долга оказалась не значима в объяснении различий размера реальных инвестиций по компаниям. То есть размер привлекаемых заемных средств в предыдущие периоды не влияет на осуществление реальных инвестиций в

текущем. Маржа прибыли в текущем периоде оказалась незначима, но ее лаговая переменная значима на 1% уровне и положительно влияет на инвестиционную активность.

Итоговое оценивание проводилось с помощью регрессии со случайными эффектами и позволило сделать вывод, что по российским публичным компаниям прибыль прошлых лет является основным источником финансирования CAPEX. Более того, результаты регрессии свидетельствуют о том, что полученная в предыдущие периоды прибыль играет большую роль для реальных инвестиций, чем долговое финансирование. Коэффициент при переменной PROF/REV(t-1) больше коэффициента при TD/TA(t) (в регрессии с постоянными эффектами больше в полтора раза). Переменная роста выручки оказалась незначима во всех спецификациях. Наше предположение о том, что предшествующее развитие компании положительно сказывается на текущей инвестиционной активности не подтвердилось.

Характеристики структуры собственного капитала (в том числе присутствие государства) позволяют объяснить различия в принятии компаниями выборки инвестиционных решений. Во всех тестируемых спецификациях высоко значимым (на менее 1% уровне) оказался показатель концентрации собственности, представленный индексом Херфиндаля (коэффициент при нем положительный). Чем более концентрирована структура акционерного капитала, тем больше (при прочих равных) компании направляют на реальные инвестиции. Можно утверждать, что компании демонстрируют больший объем инвестиций, если ими владеют институциональные инвесторы (результат верен на 5% уровне значимости и противоречит широко распространенному мнению, что институциональные инвесторы заинтересованы только в повышении краткосрочных результатов деятельности).

Государственное участие в капитале может объяснить различия в уровне реальных инвестиций по компаниям выборки. Дамми переменная, отвечающая за наличие контроля со стороны государства в регрессии, значима на 10% уровне и показывает отрицательный коэффициент. Таким образом, компании с государственным контролем меньше инвестируют в расширение, модернизацию и обновление существующих мощностей. Сопоставляя величины реальных и финансовых инвестиций, можно предположить, что компании с госучастием больше инвестируют в покупку контроля в других компаниях (финансовые инвестиции преобладают).

Наши результаты демонстрируют отрицательную роль банка в качестве акционера в инвестиционной деятельности. Бинарная переменная bank значима на 5% уровне во всех

моделях и имеет отрицательный коэффициент. Ранее мы получили, что банковское присутствие отрицательно связано с показателем Q Тобина компаний российского рынка. Таким образом, мы еще раз подтверждаем наш вывод, что банки, участвуя в принятии решений контролируемых ими фирм, могут преследовать в большей степени свои собственные интересы, чем повышение инвестиционной привлекательности компаний и их операционной эффективности. Таким образом:

- 1) Уровень реальных инвестиций определяется размером привлеченных заимствований в текущем периоде, маржи прибыли прошлых лет и ранее фиксируемой отдачей по вкладываемому капиталу;
- 2) Компании с институциональными инвесторами в капитале инвестируют в развитие, расширение и модернизацию мощностей больше по сравнению с компаниями с преобладанием других типов собственников, в то время как компании с государственным участием и банком в составе акционеров инвестируют меньше;
- 3) Компании с государственным участием демонстрируют большую инвестиционную активность в области финансовых инвестиций, направление которых более разнообразно, чем у частных компаний; утверждать, что эти компании более активно ведут инновационную деятельность (по индикатору инвестиций в НИОКР) нельзя;
- 4) Концентрация собственного капитала стимулирует инвестиционную активность компаний.

При анализе финансовых решений в тестируемых моделях использовалась бинарная переменная, отвечающая за наличие контроля у государства (более 50%). Эта переменная для большинства компаний за весь рассматриваемый период (2006-2011) практически не менялась. Поэтому, если RE-регрессия отвергалась, то модели на эти переменные строились с помощью сквозной регрессии методом наименьших квадратов (МНК). Почти для всех тестируемых моделей получены удовлетворительные статистические оценки. Результаты представлены в Таблице 3.5. Для моделей, построенных для сквозной регрессией, указан  $R^2$  и F статистика, а для RE-регрессией указана статистика Вальда (т.к.  $R^2$  в случае обобщенного МНК не имеет смысла).

Из анализа решений российских публичных компаний по финансовому рычагу (таблица П2.5) следует, что более прибыльные (по показателю маржи прибыли) и доходные компании российского рынка показывают меньший уровень долга. Заметим, что в рамках нашего исследования показатели доходности (ROC, ROA, ROE) и структуры капитала рассчитывались несколькими способами для проверки устойчивости результата тестирования. В каждой модели включались те переменные, которые 1) имели большее

влияние на результирующий показатель (меньше  $p$ -value, больше коэффициент при переменной), 2) обеспечивают между регрессорами наименьшую корреляцию, чтобы не возникало проблемы мультиколлинеарности. В каждом случае корреляция не превышала 10%. Отметим, что в большинстве случаев большую значимость показывали финансовые коэффициенты с использованием операционной прибыли (ЕВИТ). Наиболее значимые переменные во всех моделях – показатели структуры активов. Показатель доли внеоборотных активов значим на менее чем 1% уровне и имеет положительный коэффициент для уровня долгосрочного долга компании. Для краткосрочного финансового рычага более значимо отношение текущих активов к внеоборотным или доля текущих активов в совокупных. Доля денежных средств и их эквивалентов как самых ликвидных активов компании значимого влияния не оказывает. Таким образом, можно отметить, что публичные компании выборки при разработке долговой политики стараются поддерживать соответствие срочности своих активов и обязательств.

У компаний с большим темпом роста наблюдается большая доля долгосрочного долга в совокупных обязательствах и меньше краткосрочных заимствований, также меньше отношение краткосрочных обязательств к активам (это верно на 5% уровне значимости). Большие темпы роста, с одной стороны, позволяют компании при выборе уровня краткосрочных обязательств в большей степени рассчитывать на возросшие внутренние источники финансирования, а с другой – делают ее более привлекательной для кредиторов и облегчают получение долгосрочного заимствования.

Компании с присутствием банков в капитале имеют большую долю долгосрочных заимствований в общей сумме обязательств, имеет место и положительное влияние на объем долгосрочных долгов по отношению к активам (на 5% уровне значимости). Государственное участие в капитале оказывает прямо противоположный эффект (таблица 3.6). Бинарная переменная, отвечающая за государственную собственность, значима на 5% с положительным коэффициентом в регрессии на  $STD/TA$ , то есть государственное участие в капитале положительно влияет на объемы именно краткосрочных обязательств. При этом компании под контролем государства, согласно результатам наших расчетов, имеют большую долю в совокупных обязательствах краткосрочной задолженности, и меньшую – долгосрочной (10%-я значимость результата). Для уровня долгосрочного долга по отношению к активам эта переменная не значима.

При анализе дивидендных выплат выборка публичных компаний была сокращена до 101 наблюдения, так как по части компаний выборки не фиксировались дивиденды за анализируемые годы. Кроме того, часть наблюдений была отброшена из-за нетипичных

дивидендных выплат (например, когда денежные дивиденды по году превышали и чистую прибыль отчетного года, и свободный денежный поток). Так как наше исследование показало, что значимыми детерминантами дивидендных выплат являются маржа прибыли и инвестиционная активность (т.е. по сути отраслевые факторы), а выборка не очень велика, то акцент при рассмотрении дивидендных решений сделан на внутриотраслевых сопоставлениях. Представление о дивидендном выходе крупнейших публичных компаний РФ дает таблица 3.3. Фильтры по индикаторам дивидендных выплат, которые сокращали число наблюдений, показаны во втором столбце таблицы П2.6 Приложения.

**Таблица 3.3. Сопоставление частных и государственных компаний по дивидендному выходу в нефтегазовой отрасли**

Дивидендный выход как доля денежных дивидендов в чистой прибыли, фиксируемой по российским (РСБУ) или международным (МСФО) стандартам (прибыль по РСБУ и по международной отчетности или по ПБУ США (US GAAP) может очень сильно различаться, в первую очередь из-за того, что на текущий момент российская отчетность не является консолидированной. В итоге появляется возможность перевода средств в зависимые компании, располагающиеся в оффшоре, а из них уже к конечным бенефициарам).			
Компании с гос. участием		Частные публичные компании, МСФО	
Газпром	РСБУ 25%	Лукойл	18%
	МСФО 9,4%		
Роснефть	РСБУ 15%	Татнефть	25%
	МСФО 9,3%		
Дивиденды по итогам 2010 года			

При исследовании зависимости коэффициента дивидендных выплат (доля объявленных денежных дивидендов в прибыли отчетного финансового года) значимыми факторами кроме отраслевых детерминант были выявлены доля основных средств в активах и доля государства в акционерном капитале компании (оценки на 1% уровне значимости). Оба фактора негативно влияют на величину дивидендов. Макроэкономические условия безусловно, также оказывают влияние на дивидендную политику. Так, в рамках исследования было выявлено, что при очень высокой ставке рефинансирования ЦБ компании снижают дивидендные выплаты. При колебаниях этой ставки в районе 8%-16% влияние на дивидендную политику отсутствует.

Результаты регрессионного анализа при фиксации разных индикаторов дивидендной политики (дивидендный выход –  $div/RE$  или доля денежных дивидендов в

свободном денежном потоке-  $div/FCF$ ) показаны в таблице П2.6<sup>26</sup> (\*\*\*- 1% уровень значимости, \*\* - 5% уровень значимости).

#### **Раздел 4. Кейсовое сопоставление частных и частно-государственных компаний по отраслям, учет отраслевых особенностей.**

Так как в разрезе отраслей конкурентная среда крайне не однородна, уровень регулирования также отличается, то следующим этапом нашего исследования стали кейсовые рассмотрения отдельных компаний: частных и той или иной долей государственного участия. Ключевым фактором отбора сравнительных пар или небольших выборок было наличие финансовой отчетности по МСФО за ряд лет, а также близость применяемых в компаниях бизнес-моделей.

##### **4.1. Машиностроение.**

Для отрасли машиностроение акцент при принятии решений о приватизации делается на следующие основные цели: привлечение средств в федеральный бюджет, улучшение корпоративного управления, стимулирование инвестиций и инновационного развития (с связи с изношенностью мощностей).

Государство регулирует отрасль автомобилестроения ограничением ввоза иностранной продукции, что стимулирует локализацию производства как по конечному продукту, так и по ряду некоторых комплектующих внутри страны. Таким образом, отечественные производители приобретают преимущество в издержках, так как не должны платить высокие пошлины. Кроме того, в 2010 году запущена государственная программа по утилизации старых автомобилей, в рамках которой владельцы старых автомобилей могли получить скидку 50 тыс. руб. на покупку нового автомобиля, произведенного в РФ (в рамках данной программы наибольшим спросом пользовались автомобили концерна «АвтоВАЗ»).

**Таблица 4.1.1. Машиностроительные компании выборки (с отчетностью по МСФО)**

<b>Компания</b>	<b>Вид деятельности</b>
Силовые машины	Производство оборудования для тепловых, атомных,

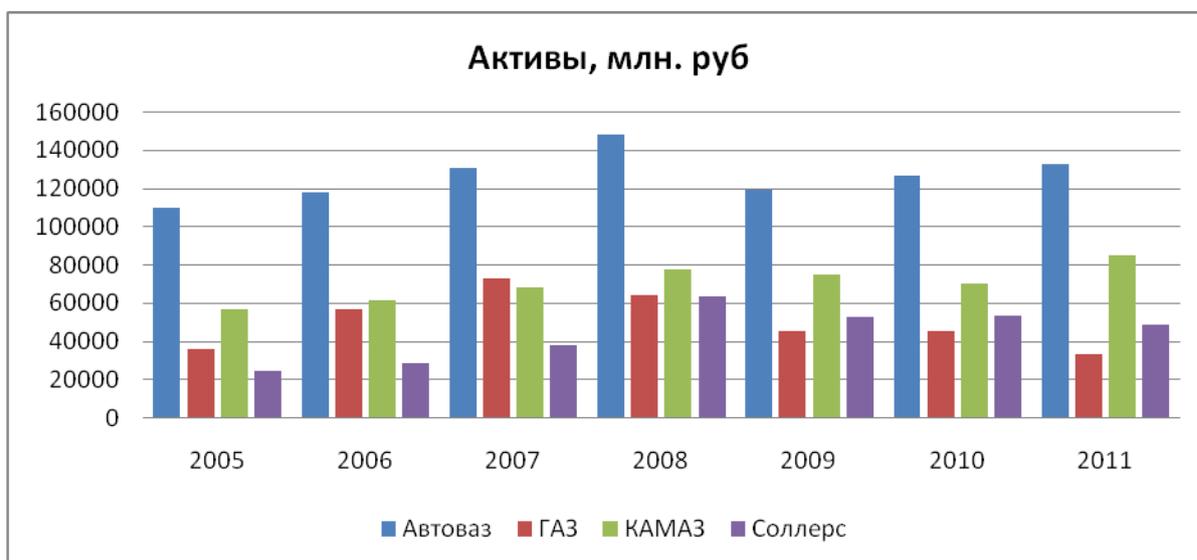
<sup>26</sup> Расчеты представлены А. Зальцманом, аналитиком лаборатории Анализа финансовых рынков НИУ ВШЭ.

	гидравлических и газотурбинных электростанций
Автоваз	Производство легковых автомобилей
ГАЗ	Производство легких и среднетоннажных коммерческих автомобили, тяжелых грузовиков, автобусов легковых автомобилей, строительно-дорожной техники
КАМАЗ	Производство грузовых автомобилей
Соллерс	Производство легковых автомобилей
ОАК	Разработка, производство, реализация, сервисное обслуживание, модернизация, и утилизация авиационной техники гражданского и военного назначения.
ОМЗ	Горное оборудования, оборудование для атомной энергетики и нефтегазохимического комплекса
ТВЭЛ	Разработка, производство и реализация (включая экспорт) ядерного топлива и сопутствующей неядерной продукции.
Корпорация Иркут	Авиационная техника гражданского и военного назначения

Компании, относимые к отрасли машиностроения, крайне разнородны по своему составу, используемым бизнес-моделям и условиям конкурентного рынка. В этот список входят как автомобилестроительные компании, оперирующие на сильно конкурентном рынке (Автоваз, Соллерс, ГАЗ, КАМАЗ), так и узкоспециализированные и стратегически важные компании, относимые к военно-промышленному комплексу, по которым проводить сопоставления с производителями авто или даже авиа-транспорта не корректно. Не только размеры, но и структуры бизнесов у вышеперечисленных компаний различаются, что затрудняет сопоставление, проведение регрессионного или кластерного анализа по всей выборке. Таким образом, для кейсового анализа отобраны 4 компании, производящие грузовые и легковые автомобили: КАМАЗ, Соллерс, Автоваз и ГАЗ.

**Таблица 4.1.2. Участие государства в капитале анализируемых компаний**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Автоваз	24%	24%	24%	19,1%	19,1%	19,1%
КАМАЗ	38,9%	37,8%	37,8%	37,8%	49,9%	49,9%
Соллерс	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ГАЗ	0%	0%	0%	0%	0%	0%

**Рисунок 4.1.1. Сравнение анализируемых автопроизводителей по размеру**

Как видно из таблицы 4.1.2., среди отобранных компаний присутствуют как частные, так и государственные компании, а доля государственного участия варьируется. Планируется приватизация Автоваза, в частности, компания «Рено» выражает намерение увеличить свой пакет в капитале компании. Также планируется приватизация КАМАЗ, однако этот вопрос остается сложным, так как компания была включена в план приватизации еще на 2007 год, но с того момента доля государства лишь возросла. Стоит отметить, что в капитале обеих государственных компаний присутствуют стратегические иностранные инвесторы: Renault-Nissan и Daimler AG в Автовазе и КАМАЗе, соответственно.

По мнению экспертов PwC, государство оказывает среднюю степень влияния на отрасль, в большей степени контроль затрагивает согласование инвестиционной программы, объемов производимой продукции, а так же предоставление государственного финансирования и прямых субсидий. Средний уровень государственного вмешательства в

деятельность отрасли оценивается в 3 балла из 5 возможных. Как видно из графика 4.1.2, не прослеживается четкой зависимости между Q Тобина и долей государства, но можно отметить, что максимальные значения Q Тобина для государственных компаний были достигнуты в период минимального участия государства.

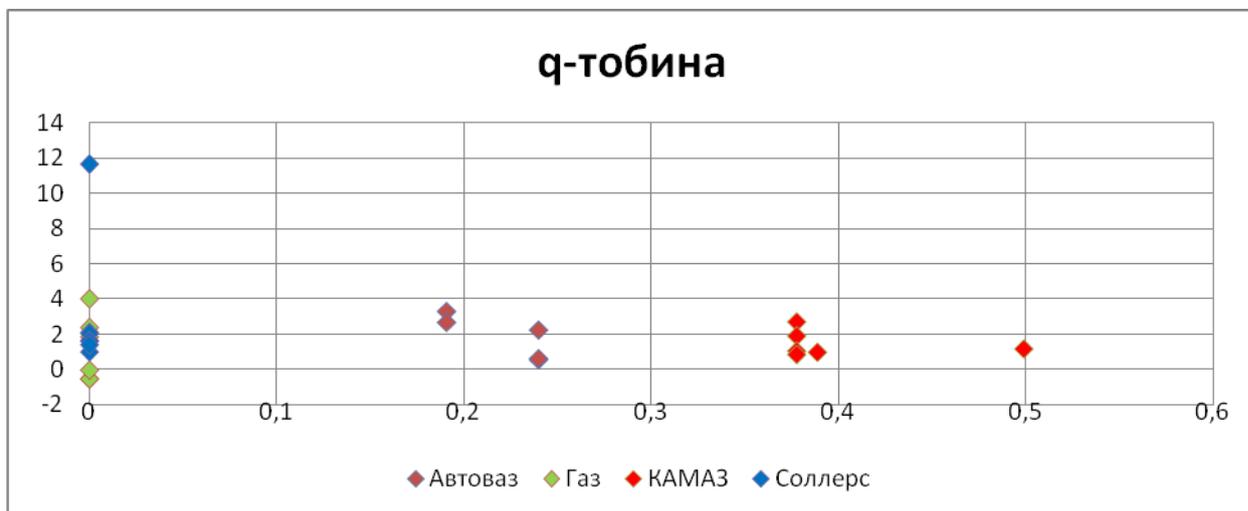


Рисунок 4.1.2. Связь Q Тобина и доли государства в капитале

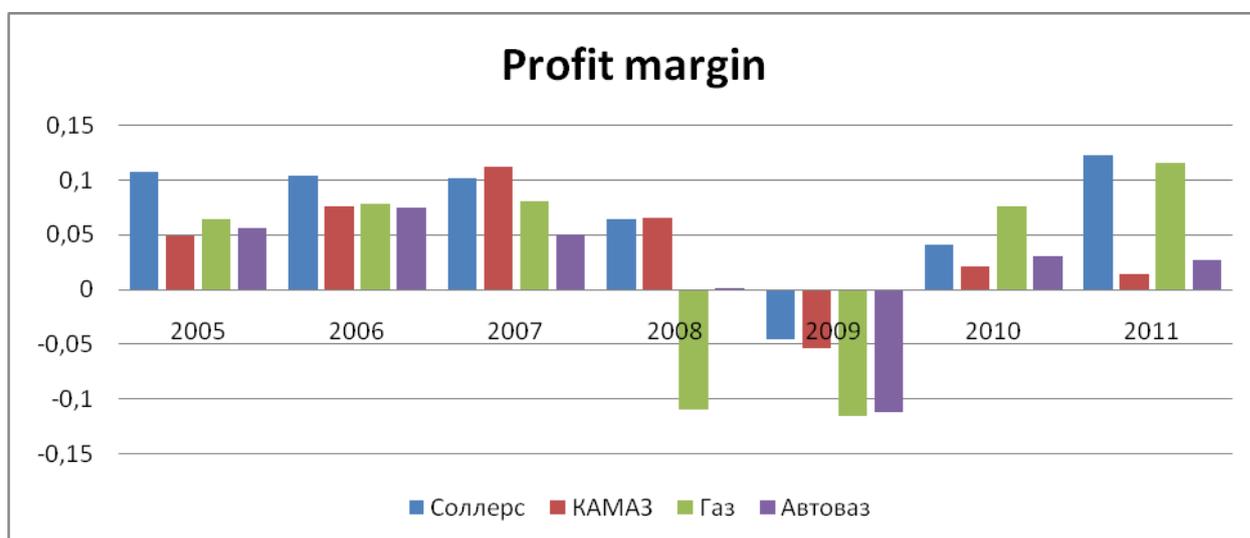
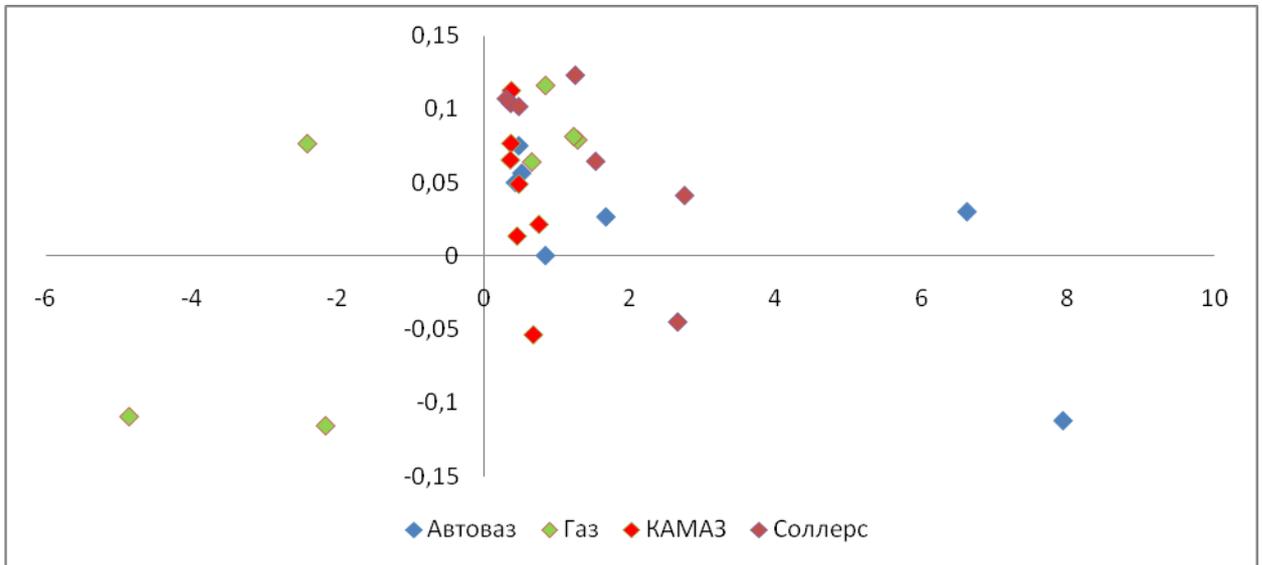


Рисунок 4.1.3. Profit Margin (рентабельность продаж) по 4 компаниям отрасли

Нельзя выявить четкую зависимость между участием государства в собственности и способностью компании противостоять кризисным явлениям, так как меньшие потери во время кризиса произошли и у КАМАЗа, и у частной компании Соллерс. Преимуществом для компаний, принадлежащих государству, является возможность привлечения дополнительного финансирования, которой и КАМАЗ и АвтоВАЗ воспользовались в ситуациях высокого долга. Кроме того, государственные компании

быстрее привлекают внимание регуляторов и первых лиц государства к своим проблемам: как результат, - введение более высоких пошлин на продукцию, аналогичную производимой КАМАЗом или, например, программы стимулирования покупок отечественных автомобилей.



**Рисунок 4.1.4. Зависимость financial leverage и profit margin**

Приход нового собственника (в 2008 году доля акций компаний КАМАЗ и АвтоВАЗ была приобретена компаниями Daimler AG и Renault-Nissan, которые являются производителями автомобилей соответствующих классов) благотворно сказался на показателях: после тяжелых для отрасли 2008 и 2009, характеризовавшихся падением всех основных показателей, уже в 2010 мультипликатор EV/EBIT почти в 2 раза превысил аналогичный показатель за период с 2005 года и составил 25,6 для АвтоВАЗ и 33,1 для КАМАЗ, долговой рычаг снижается к докризисному минимуму, price-to-book ratio для Автоваза достигло своего максимума.

И государственные, и частные компании автопрома были едины в своих решениях относительно выплаты дивидендов в кризисный и посткризисный период. С 2008 до 2011 года ни одна компания российского автопрома не выплачивала дивиденды в связи с упавшим спросом на продукцию и падением прибыли (вплоть до отрицательных значений). Первые выплаты дивидендов после кризиса ожидалось рыночными инвесторами от группы «ГАЗ» в 2012 году, однако совет директоров рекомендовал воздержаться от этих выплат.

Таким образом, сопоставляя частные и государственные компании автопрома, можно констатировать, что государственная помощь эффективна в случае нестабильной

финансовой ситуации на рынке, высокой долговой нагрузки в компании. Привлечение государственного финансирования позволяет компании выйти на конкурентоспособный уровень производства, однако в дальнейшем эта поддержка ведет к наращиванию избыточного долга, неэффективному управлению и низкому уровню инвестиций в обновление производственных мощностей. Как видно из анализа, появление эффективного иностранного собственника положительно сказывается на результатах государственных компаний. Мы бы рекомендовали приватизацию АвтоВАЗ и КАМАЗ, так как иностранные собственники готовы увеличить свою долю в капитале компаний и инвестировать в модернизацию производственных мощностей.

#### **4.2. Нефтяная отрасль.**

Нефтяная отрасль для Российской Федерации является стратегической, поступления в бюджет во многом зависят от добычи нефти, уровня цен на нефть, доходов от экспорта нефти. Нефть является одной из главных статей российского экспорта: удельный вес экспорта нефти в общем объеме российского экспорта в январе-июле 2012г. составил 35,0%<sup>27</sup>. По итогам 2011 года Россия находится на втором месте по производству нефти (добыче) после Саудовской Аравии, занимает восьмое место по уровню доказанных резервов, седьмое место в мире по потреблению. Один из важных показателей, характеризующих нефтяной сектор страны, - объем иностранных инвестиций. По данным Федеральной Службы Государственной Статистики объем иностранных инвестиций в добычу полезных ископаемых по итогам первого полугодия 2012 года в целом составил 18,6% от итоговой суммы по России (второе место по объему иностранных инвестиций после обрабатывающих производств), это говорит о том, что отрасль не является наиболее привлекательной для иностранных инвесторов<sup>28</sup>. При этом добычу топливно-энергетических ресурсов направлено 80,4% от общего объема иностранных инвестиций в добычу полезных ископаемых.

Исходя из значимости нефтяной промышленности для экономики РФ, необходимо повысить эффективность функционирования нефтедобывающих компаний. Одним из путей решения проблемы повышения эффективности является приватизация государственных пакетов в нефтедобывающих компаниях.

Обратимся к рассмотрению опыта приватизации нефтяных компаний, относящимся к топ-15 странам по добыче нефти (см. Таблица 4.2.1).

---

<sup>27</sup> Источник: [www.gks.ru](http://www.gks.ru)

<sup>28</sup> [http://www.gks.ru/bgd/free/B04\\_03/lssWWW.exe/Stg/d04/184inv22.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/B04_03/lssWWW.exe/Stg/d04/184inv22.htm)

Таблица 4.2.1 Топ-15 стран по добыче нефти

Топ-15 стран по добыче нефти, 2011		
	Страна	Тысяч баррелей в день
1	Саудовская Аравия	11153
2	Россия	10229
3	США	10142
4	Китай	4299
5	Иран	4234
6	Канада	3600
7	ОАЭ	3096
8	Мексика	2959
9	Бразилия	2687
10	Кувейт	2682
11	Ирак	2635
12	Нигерия	2528
13	Венесуэла	2470
14	Норвегия	2007
15	Алжир	1884

Исследования по Саудовской Аравии, занимающей первое место по добыче нефти в мире, несколько противоречивы. Согласно данным (Eljelly, 2009), относящимся к более раннему периоду (2000-2003 гг.), компании с государственным участием имеют либо лучшие, либо равные показатели эффективности, выраженные через доходность собственного капитала (*Return on Equity*), рентабельность по чистой прибыли (*Net Profit Margin*), доходность активов (*Return on Assets*). Исследования, покрывающие более поздний период, когда в институциональной среде и законодательстве Саудовской Аравии произошли значительные изменения (2003-2009 гг.), показывают положительное влияние приватизации и сделок IPO на текущую эффективность компаний. Например, в работе Alanazi, Liu, Forster (2011) на выборке из 21 компании, которые прошли через первичное размещение в период с 2003 по 2009 год, показано увеличение доходности активов после IPO (показатель ROA вырос на 7,54%, Return on Sales на 19,22%). На данный момент (2012) в Саудовской Аравии обсуждается приватизация крупных компаний в разных секторах, разрабатывается стратегия, предусматривающая например, к 2014 г. приватизировать электроэнергетику). Что касается нефтяного сектора, наиболее крупная

компания в мире по объему добычи Saudi Aramco<sup>29</sup> по-прежнему остается государственной.

В Китае с 1998 года идет реструктуризация нефтяного сектора экономики, но в настоящий момент крупные нефтедобывающие компании по-прежнему находятся под контролем государства. Среди крупнейших нефтяных компаний Китая можно перечислить: Petrochina (доля государства - 86%), Sinopec (доля государства – 76%), CNNOOC (доля государства - 64%), в 2000 и 2001 году эти компании провели IPO, сократив долю государственного участия по сравнению с первоначальными 100%. В своем исследовании Huang и Wang (2011) на примере 127 китайских компаний показали, что после приватизации и сокращения контроля со стороны государства, финансовые показатели значительно улучшились (по ROA, росту EBIT): так, скорректированный на отраслевой показатель ROA увеличился после приватизации с -0,03 до -0,01. При этом наибольший рост прибыльности и эффективности демонстрируют те компании, в которых контроль перешел к аутсайдеру после приватизации (к тому, кто не являлся ранее акционером).

В Иране приватизация нефтяной отрасли не последовательна. Самая крупная Иранская нефтяная компания по-прежнему остается государственной (National Iranian Oil Company (NIOC)). Среди компаний, работающих с нефтью, правительство планирует приватизировать только те, которые занимаются переработкой (downstream oil companies), но не те, которые занимаются добычей и разведкой.

Если рассмотреть опыт Канады, занимающую шестое место по добыче нефти (по итогам 2011 года), то приватизация главной нефтяной канадской компании Petro-Canada произошла гораздо раньше по сравнению со многими другими нефтяными компаниями мира. Компания Petro-Canada до приватизации признавалась неэффективной, с большим долгом и чрезмерными активами. Приватизация Petro-Canada началась в июне 1991 года и закончилась в 2004 году, доход от приватизации составил более 5,7 миллиардов долларов, после приватизации компания сократила активы, операционные расходы, количество работников, стала более эффективной.

Мексика занимает восьмое место по производству нефти по итогам 2011 года. Исследования показали положительное влияние приватизации на показатели мексиканских компаний, принадлежащих различным секторам. R. La Porta, F. López-de-Silanes (1997) изучая выборку из 218 компаний, прошедших приватизацию до 1992 года,

---

<sup>29</sup> <http://www.saudiaramco.com>

показали, что после приватизации увеличилась прибыльность компаний на 40%, издержки на единицу продукции снизились на 18%, выпуск вырос на 42%, при этом сократилось число занятых в приватизированных компаниях на 20% и увеличилась заработная плата работников. Осуществленная приватизация крупных компаний, не принадлежащих нефтяному или энергетическому сектору, открыла возможности для инвесторов, однако приватизация нефтяных компаний при этом постоянно отвергается. Тогда как приватизационные процессы в Мексике начались в 1983 году, крупная нефтяная мексиканская компания Pemex (Petróleos Mexicanos или Mexican Petroleum), по-прежнему, находится под контролем государства, вопрос приватизации Pemex остается спорным.

Исследования по Нигерии, занимающей двенадцатое место по добыче нефти (2011), показали, что в пост-приватизационный период значительно улучшились финансовые показатели компаний (прибыльность, производительность) (Jerome, 2008). Например, после приватизации компании Unipetrol средняя рентабельность продаж увеличилась с 2,6% до приватизации до 9,17% после приватизации, рентабельность активов увеличилась на 54,88 процентных пунктов, производительность труда по чистой прибыли (чистая прибыль на количество работников) увеличилась на 0,64 процентных пункта; сократилось отношение долга к активам на 86,66 п.п, дивидендный выход вырос с 5,18% до 30,04%. С другой стороны, в исследовании (Jerome, 2008) отмечалось, что в случае Нигерии, приватизация крупной компании зачастую значительно влияет на рынок труда, сокращается количество работников в компаниях, как следствие, усиливается социальная напряженность, например, в компании Unipetrol количество сотрудников сократилось на 11,9%, что вызвало ряд волнений.

Пример удачной трансформации собственности в Нигерии – компания Oando PLC<sup>30</sup>, крупнейшая в настоящее время негосударственная компания, занимающаяся разведкой, добычей, переработкой нефти и др (upstream, midstream, downstream). Она образовалась в результате слияния компаний Unipetrol Nigeria PLC, находившейся под контролем Ocean and Oil, и Agip Nigeria PLC, и дальнейшего ребрендинга в Oando PLC. В свою очередь, компания Unipetrol была приватизирована в 1991 путем публичного размещения на фондовой бирже Нигерии (Nigerian Stock Exchange), был продан пакет акций, составляющий 60% компании. Далее в 2000 году в процессе второй фазы приватизации в Нигерии, компания Ocean & Oil Services Limited приобрела 30%, оставшиеся 10% акций были проданы на бирже, а в 2001 году компания Ocean & Oil

---

<sup>30</sup> <http://www.oandopl.com/about-oando/history-of-oando/>

Services Limited увеличила свою долю до 42%. После чего уже в 2002 году компания Unipetrol PLC приобрела 60% акций Agip Nigeria PLC. После приватизации и успешных инвестиционных решений образовалась компания Oando PLC, которая в настоящее время является прибыльной. В Нигерии существуют также государственная нефтедобывающая компания – Nigerian National Petroleum Corporation (NNPC), занимающая лидирующее положение в добыче, производстве нефти, нефтепродуктов (upstream, downstream).

До 1960 года участие государства в нефтяном секторе Нигерии сводилось только к фискальной политике. В 1971 году Нигерия присоединилась к ОПЕК, была основана Nigerian National Oil Corporation (NNOC), которая трансформировалась в NNPC в 1977 году. Государство контролировало всю отрасль через компанию NNPC (upstream и downstream) и контролирует по сей день. Компания NNPC критикуется за неэффективность менеджмента, нерациональность в найме персонала, политизацию, регионально нацеленные инвестиции, коррупцию, что не позволяет использовать ресурсы на полную мощность. Так, например, в 2008 году был зафиксирован один из крупных фактов коррупции, когда выяснилось, американская компания Willbros Group Inc в 2003 – 2005 году выплатила в сумме более 6 миллионов долларов, чтобы получить проект<sup>31</sup>. В настоящее время сокращение политически мотивированного распределения ресурсов – одна из целей приватизации в Нигерии. Государство нацелено трансформировать NNPC открытую, ориентированную на повышение эффективности, прибыльности компанию. Предполагается, что приватизация позволит улучшить качество управления компанией и расширит инвестиционные возможности.

В Норвегии, занимающей четырнадцатое место по добыче нефти, крупнейшая компания Statoil по-прежнему также находится под контролем государства. Норвегия избрала путь частичной приватизации Statoil (с 2001 компания листингуется на Oslo Stock Exchange и New York Stock Exchange, в 2001 было продано 19,2%), в настоящее время доля государственного участия в собственности составляет 67%<sup>32</sup>. По оценкам аналитиков частичная приватизация Statoil в 2001 году была успешной и принесла чистые приведенные выгоды в размере 18,4 миллиардов долларов (или 166 миллиардов норвежских крон, что составило 11% от ВВП страны в 2001 году)<sup>33</sup>. После приватизации, не смотря на то, что компания стала получать меньше льгот и привилегий от норвежских

<sup>31</sup> <http://www.justice.gov/opa/pr/2008/May/08-crm-417.html>

<sup>32</sup> <http://www.statoil.com/annualreport2011/en/shareholderinformation/pages/majorshareholders.aspx>;  
<http://www.statoil.com/AnnualReport2011/en/ShareholderInformation/Pages/MajorShareholders.aspx>

<sup>33</sup> Wolf, C., Pollitt, M «The Welfare Implications of Oil Privatisation: A Cost-Benefit Analysis of Norway's Statoil». Cambridge Working Papers in Economics, CWPE 912, Mar-2009.

регуляторов, отмечено повышение эффективности в результате реструктуризации бизнеса и большему вниманию менеджмента инвестиционному планированию, планированию закупок, перехода к конкурентному отбору закупок на тендерах, увеличению количества международных контрактов.

Вопрос приватизации компаний российского нефтяного сектора является одним из наиболее актуальных, здесь присутствие государства экспертами и представителями власти считается избыточным, необходимо его снижение с целью создания конкурентных условий и возможностей для привлечения инвестиций. Согласно данным Европейского Банка Реконструкции и Развития<sup>34</sup> по показателям переходного процесса по секторам, Россия в секции природные ресурсы имеет значение 2, что означает слабые перемены по сравнению с полностью регулируемой экономикой, недостаточную либерализацию сектора, что говорит о необходимости принятия мер, либерализации отрасли и улучшении инвестиционного климата. Минимальный показатель, равный 1, фиксируется у таких стран как Беларусь, Таджикистан, Туркмения и Узбекистан, максимальный показатель, равный 4 (близость к передовым промышленно развитым экономикам), демонстрируют Венгрия, Эстония, Хорватия, Румыния. В настоящее время приватизации российских компаний рассматривается как одна из мер на пути к либерализации отраслей, повышению конкурентоспособности, улучшению инвестиционного климата, а также повышению эффективности компаний.

Среди нефтедобывающих компаний особенно спорным в настоящее время является вопрос приватизации компании «Роснефть» (государству принадлежит 75,16% акций), ее приватизация постоянно откладывалась, ставилась под сомнение. В настоящий момент поставлен крайний срок – 2016 год, а часть пакета акций, принадлежащих государству, планируется приватизировать к 2013 году. Менее активно обсуждается возможность приватизации компании «Татнефть» (доля государства – 32,5%). Если говорить об иных нефтяных компаниях, то, например, приватизация Лукойла прошла в 2004 году и доля государства сократилась до нуля.

В данном разделе показаны различия в эффективности компаний на примере таких крупных игроков рынка, как «Роснефть», «Татнефть», «Башнефть», «Лукойл» и «ТНК-ВР».

ОАО «Нефтяная Компания «ЛУКОЙЛ»», занимающаяся добычей, разведкой, переработкой нефти, природного газа, а также реализацией нефти и нефтепродуктов, была

---

<sup>34</sup> <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr11r.pdf>

создана в 1991 году результате объединения трех нефтедобывающих предприятий: «Лангепаснефтегаз», «Урайнефтегаз», «Когалымнефтегаз», а также перерабатывающих компаний: «Пермнефтеоргсинтез», Волгоградского и Новоуфимского завода. Приватизационный процесс «Лукойл» начался в 1994 году, состоялись первые приватизационные, далее в 1995 году небольшой пакет акций, принадлежащий государству (5%) был продан на приватизационном залоговом аукционе, а уже в 2004 году были проданы оставшиеся у государства акции (7,59%) и «Лукойл» стал полностью частной компанией. «Лукойл» является второй по объемам реализации компанией в России (согласно рейтингу «РА Эксперт», 2011 г.), имеет высокие стандарты корпоративного управления и раскрытия информации, публикует отчеты о корпоративном управлении в компании, информацию о совете директоров, вознаграждениях, а также осуществляет экологический мониторинг. Согласно рейтингу газеты «Труд» и Агентства политических и экономических коммуникаций ОАО «Лукойл» заняло первое место по уровню социальной ответственности на начало 2011 года.

ОАО «Нефтяная компания «Роснефть»» является российской государственной нефтяной компанией, занимается разведкой, добычей, переработкой, сбытом нефти и нефтепродуктов, занимает третье место по объемам реализации в 2011 году, входит в список Fortune Global 500 (топ-500 компаний по доходам) и занимает 179 место по итогам 2011 года. Попытки приватизировать государственную «Роснефть» начались в 1997 году, но сделка не состоялась, до момента проведения IPO в 2006 году 100% акций принадлежало государству в лице компании ОАО «Роснефтегаз», в результате проведения IPO доля государства в акционерном капитале НК «Роснефть» снизилась до 75,2%, в настоящее время обсуждается возможность дальнейшей приватизации. Если сравнивать с доступностью информации по корпоративному управлению и социальной ответственности, у компании «Роснефть» очевидно менее открытая политика, по сравнению с «Лукойл» (3-е место по социальной ответственности).

ОАО «Татнефть» - одна из крупнейших российских государственных компаний, по объему реализации занимает 10 место в 2011 году, на долю компании приходится около 8% всей добываемой нефти в РФ. Доля государства в компании составляет 32,5% и в ближайшее время не планируется к приватизации. Компания уделяет внимание корпоративному управлению и социальной ответственности, заявляя, что осуществляет социально-ориентированную политику, вносит вклад в развитие программ по здравоохранению, образованию, спорту, поддерживает малый и средний бизнес.

ОАО «Нефтяная компания «Башнефть»», главным акционером которой является АФК «Система», ведет добычу нефти на территории Башкортостана, Татарстана и Оренбургской области, Ханты-Мансийского автономного округа, качество месторождений невелико. Компания проводит активную социальную политику (9-ое место по социальной ответственности), выделяет средства на развитие Башкирии, осуществляет спонсорскую деятельность, благотворительность, выделяет средства на здравоохранение. «Башнефть» заявляет, что строго следует нормам природоохранного законодательства, однако в процессе деятельности нефтяной компании неминуемо возникают проблемы с нанесением вреда окружающей среде (например, в апреле 2012 года произошла авария на месторождении и происходило фонтанирование нефти из скважины).

ТНК-ВР - одна из крупнейших нефтяных компаний, занимающая третье место по объему добычи нефти в России, а также 235 место по доходам в списке Fortune Global 500. Компания была создана в 2003 году при участии британской ВР и «Тюменской Нефтяной Компании», отделившейся от «Роснефть», компания ТНК-ВР является полностью частной и демонстрирует высокие показатели эффективности, занимает 4-ое место по уровню социальной ответственности (2011 год). Однако в компании на протяжении ее существования присутствовал конфликт интересов (между британскими и российскими акционерами), который обострился в 2008 году. Британская сторона подала иски в суд, а также обвинила российское руководство и власть в бездействии против попыток захватить контроль над компанией. Компания интересна для сопоставления, поскольку имеет совершенно отличную от других рассматриваемых компаний структуру и историю возникновения.

Таким образом, перечисленные компании имеют различную структуру, доля государственного участия отличается. Перейдем к сравнению эффективности обозначенных компаний на основе финансовых показателей.

**Таблица 4.2.2 Финансовые показатели нефтедобывающих компаний (2011 год)**

Показатели, 2011	Роснефть	Татнефть	Башнефть	Лукойл	ТНК-ВР
Revenue growth	41,10%	31,6%	20,1%	50,3%	26,5%
Net Income	7,80%	31,6%	14,90%	11,3%	36,3%

growth					
Dividend Payout Ratio	8,50%	18,6%	56,0%	16,5%	42,2%
Price/EBITDA	3,18	3,28	1,96	2,34	3,31
P/E	6,49	5,49	4,03	3,99	4,89
ROA	9,89%	10,28%	11,88%	11,82%	27,9%

Исходя из балансовых показателей, можно сделать вывод, что нефтяные компании с меньшей или нулевой долей государственного участия (из обозначенных выше) имеют более высокие показатели доходности активов (*Return on Assets*), что формально говорит о более эффективном использовании ресурсов. Также компании без государственного участия выплачивают более высокие дивиденды (в процентах от чистой прибыли).

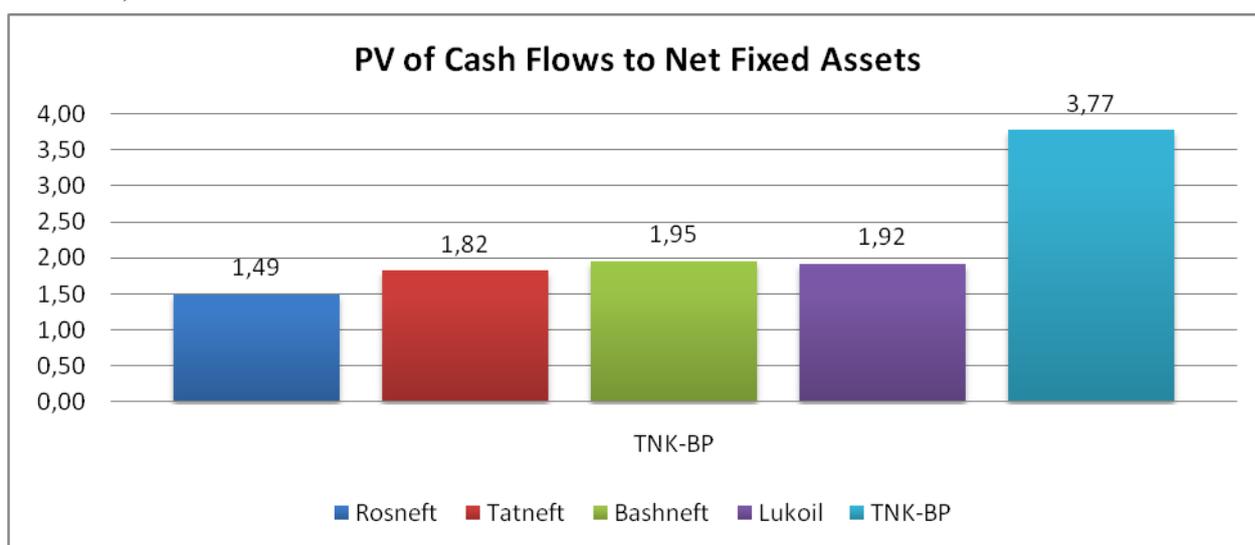
Для дальнейшего сопоставления выбранных компаний воспользуемся набором иных показателей и построением DCF модели. Итоговый мультипликатор - показатель стоимости выглядит, как: Present Value денежных потоков, деленный на Net Fixed Assets. При построении модели учитывался такой важный фактор, как среднесуточная добыча. Использованные данные при построении прогноза указаны в таблице 4.2.3 ниже.

**Таблица 4.2.3 Показатели, используемые для построения модели**

Company	Govern ment Share	WACC, %	Net Fixed Assets (2011), mln. rub.	Reserves/ Production Ratio	EV/Average Daily Production (2011)	Production forecast (2017), thousands of barrels (daily average)	EBIT (2016) Forecast, mln.rub.
Роснефть	75,16%	10,31	2231000,00	16,45	1035,44	3555,00	306818,63
Татнефть	32,50%	9,82	430781,00	23,20	827,12	793,11	84185,00
Башнефть	0,00%	7,81	253209,25	18,44	1173,07	491,38	79427,84

Лукойл	0,00	9,70	1824796,38	19,97	685,10	3411,88	360631,03
ТНК-BP	0,00	11,28	669838,38	14,02	855,94	2652,86	268583,25

Итогом проделанных вычислений и построения модели DCF является сравнение коэффициента PV/Net Fixed Assets по выбранным компаниям (показатель экономического износа).



#### Рисунок 4.2.1 Показатель PV of Cash Flows to Net Fixed Assets для рассматриваемых компаний нефтяного сектора

Из рисунка 4.2.1 видно, что у компаний без государственного участия выше относительный стоимостной показатель. Например, самая крупная по активам компания «Роснефть», в которой наиболее высокая доля государства, по сравнению с остальными отобранными компаниями, работает менее эффективно.

Ниже представлен инвестиционный рейтинг агентства Блумберг по 2011 году (мнения аналитиков и брокеров относительно покупки-продажи акций, где 5 – максимальная оценка (рекомендуется к покупке), 1 – минимальная оценка (рекомендация – продавать)).

**Таблица 4.2.4 Рейтинг инвестиционной привлекательности нефтяных компаний**  
(Источник – База данных Блумберг)

Компания	Bloomberg Analysts' Rating (2011)
Роснефть	4,58
Татнефть	3,89
Башнефть	4,25
Лукойл	4,33
TNK-BP	4,65

Итак, результаты построенной модели и проведенный сопоставительный анализ позволяют сделать вывод, что частные нефтяные компании функционируют более эффективно. Эмпирические результаты подтверждают, что компании с меньшей или нулевой долей государства имеют более высокие показатели стоимости. Можно сделать вывод, что продажа государственных пакетов окажет скорее положительно влияние на эффективность нефтяных предприятий.

### 4.3. Энергетика

1 июля 2012 года исполнилось четыре года с момента ликвидации РАО ЕЭС РФ и формальному завершению реформы энергетической отрасли, целью которой декларировалось повышение эффективности предприятий отрасли, создание условий для динамичного развития отрасли на основе стимулирования инвестиций, обеспечение надежного и бесперебойного энергоснабжения потребителей.<sup>35</sup> В рамках реформы также предполагался полный выход государства из капитала генерирующих, сбытовых, ремонтных и сервисных компаний.

Хотя государство на текущий момент не владеет напрямую значительными долями в энергетических компаниях, но доли косвенного владения через государственные компании (через ИнтерРао, Газпром) достаточно велики. В связи с этим возникает вопрос о достижении указанных выше целей реформ, а в особенности стратегической цели

<sup>35</sup> Сайт РАО ЕЭС. Цели и задачи реформы <http://www.rao-ees.ru/ru/reforming/reason/show.cgi?content.htm#3>

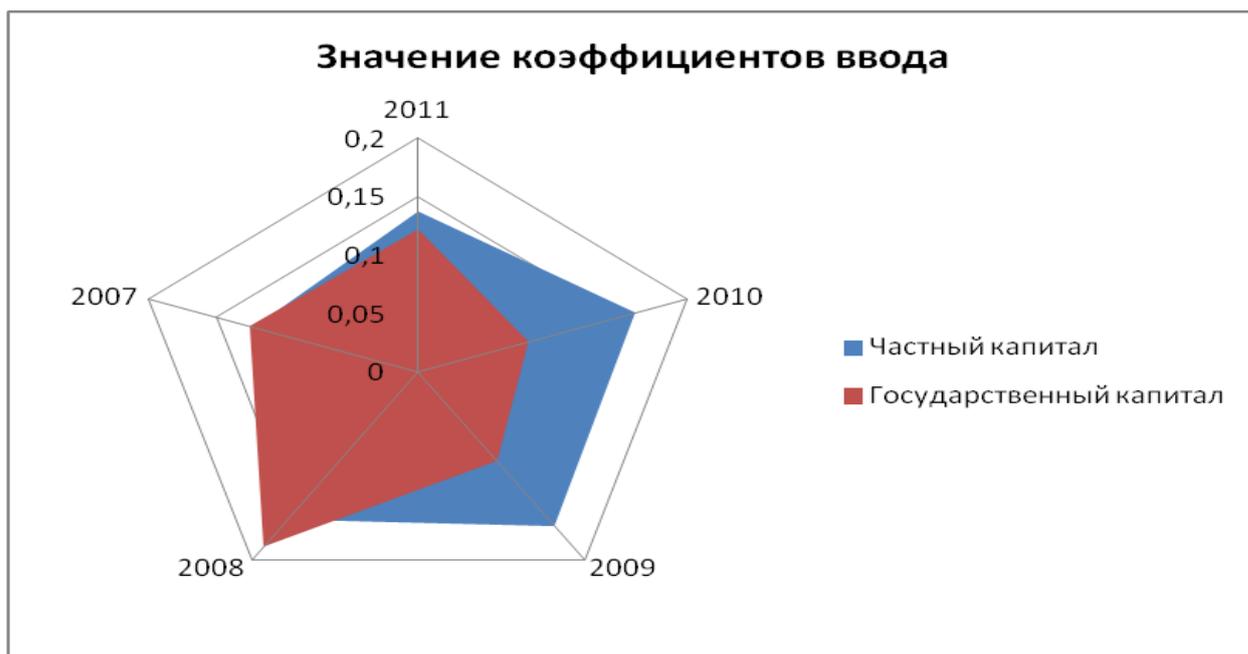
модернизации генерирующих мощностей. В рамках данного исследования акцент сделан на оценке влияния присутствия государства в капитале энергетических компаний на их инвестиционную активность и инвестиционную привлекательность.

Для проведения исследования были выбраны ОГК и ТГК, имеющие отчетность по МСФО с 2007 года и торгующиеся на фондовой бирже. В итоговую выборку попали 10 компаний, которые условно можно поделить на две равные части по признаку наличия неявной контролирующей доли государства.

**Таблица 4.3.1 Компании, попавшие в выборку по энергетической отрасли.**

Косвенная доля государства выше 50%	Косвенная доля государства ниже 50%
ОГК-1	ОГК-3
ОГК-2	Э.ОН Россия
ТГК-1	Энел ОГК-5
Мосэнерго	Квадра
ТГК-11	Волжская ТГК

В качестве меры измерения инвестиционной активности компаний были подсчитаны коэффициенты ввода мощностей. Коэффициент ввода характеризует степень обновления основных средств. В отличие от показателей объема запланированных инвестиционных программ он показывает уже понесенные расходы на модернизацию. Чем выше коэффициент, тем интенсивнее идет процесс замены старого оборудования на новое. Коэффициент был рассчитан как отношение стоимости введенных основных средств за год к стоимости основных средств на конец года.



**Рисунок 4.3.1. Среднее значение коэффициента ввода по годам**

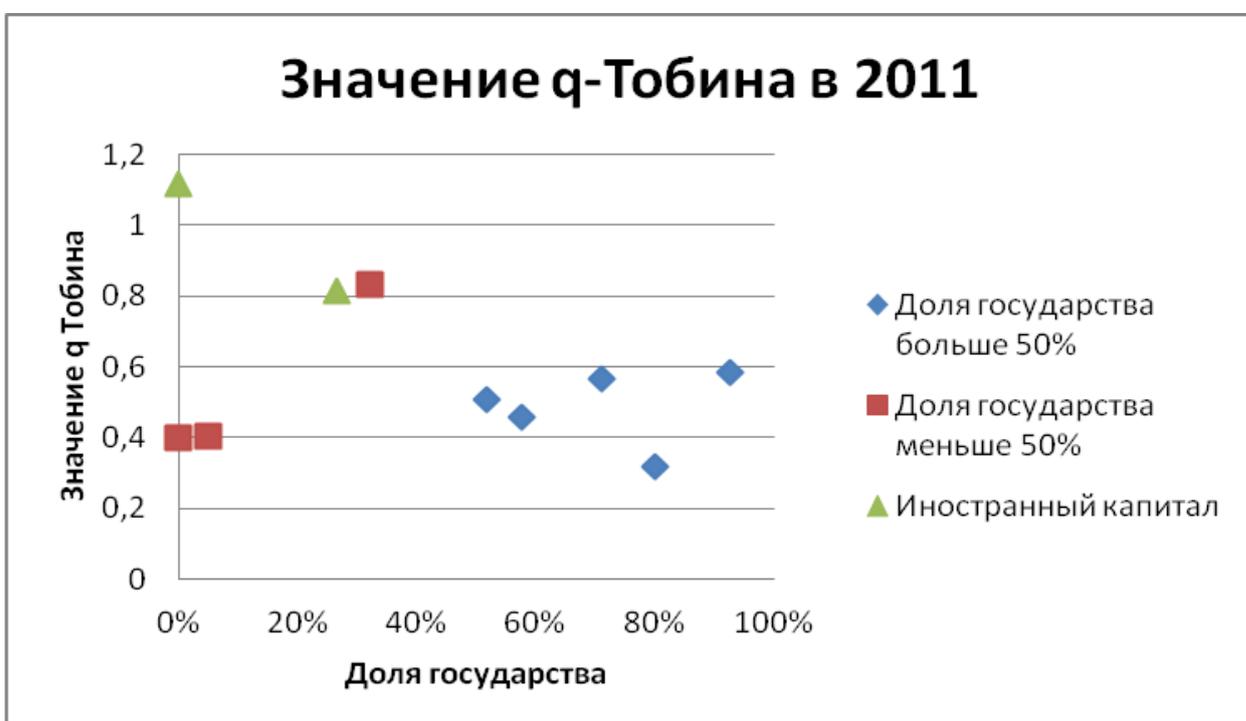
**Таблица 4.3.2 Значения коэффициентов ввода мощностей для компаний выборки по годам**

Год	Квадра	Волжская территориальная генерирующая компания	ОГК-3	Э.ОН Россия	Энел ОГК-5	Среднее значение по частным компаниям
2011	0,16	0,08	0,19	0,11	0,15	0,14
2010	0,20	0,15	0,16	0,16	0,14	0,16
2009	0,18	0,10	0,14	0,22	0,18	0,16
2008	0,12	0,12	0,14	0,24	0,17	0,16
2007	0,14	0,07	0,07	0,19	0,13	0,12

Год	ТГК-1	Мосэнерго	ОГК-1	ОГК-2	ТГК-11	Среднее значение по государственным компаниям
2011	0,15	0,10	0,13	0,12	0,10	0,12
2010	0,09	0,03	0,11	0,09	0,08	0,08
2009	0,14	0,04	0,12	0,01	0,17	0,09
2008	0,19	0,14	0,14	0,38	0,09	0,19
2007	0,15	0,24	0,11	0,06	0,07	0,12

Как видно из графика 4.3.1 в 2009-2011 годах значение коэффициента ввода оказалось выше для компаний с неявной долей участия государства ниже 50%. Можно констатировать, что в среднем интенсивность обновления основных средств у частных компаний выше. То есть замена государственного участия на частный капитал действительно смогла стимулировать инвестиции в основные средства. Однако, стоит отметить, что в динамике коэффициенты ввода по двум группам сближаются, в 2011 году государственные компании вплотную приблизились к тем же значениям коэффициента, что и у частных.

Второй этап анализа – оценка влияния явной или неявной доли государства на рыночную стоимость компании. Для этого для компаний выборки рассчитаны показатели Q Тобина, которые затем соотношены с долей государства в капитале. Как видно из рисунка 4.3.2, четкую закономерность по зависимости рыночной стоимости от присутствия государства выявить нельзя. Однако, если принять во внимание долю иностранного капитала в акционерном, то можно сделать вывод, что частные компании с присутствием иностранного инвестора в капитале демонстрируют большую инвестиционную привлекательность.



**Рисунок 4.3.2. Значение коэффициента Q Тобина для 10 компаний энергетической отрасли в 2011 году**

В процессе реформы энергетической отрасли не удалось достичь всех декларируемых целей, основная стратегическая задача полной модернизации генерирующих мощностей по-прежнему не решена. Хотя обновление средств постепенно идет, но его объемы и скорость на данный момент недостаточны для обеспечения роста экономики. Для компаний с государственным участием можно констатировать в среднем более низкую интенсивность обновления мощностей, чем для частных. Однако это не сказывается на рыночной стоимости рассматриваемых компаний. Только для компаний с иностранным участием в капитале можно зафиксировать более высокую оценку их рыночной стоимости.

#### **4.4. Телекоммуникации**

Как кейсовый анализ нами представлено сопоставление телекоммуникационных компаний разных стран, которых затронули приватизационные процессы: Ростелеком (Россия), Укртелеком (Украина), France Telecom (Франция), Telefonica (Испания). Все эти компании за период своего существования имели значительные изменения и в настоящий момент имеют различную долю государственной собственности.

«Ростелеком» является крупнейшей национальной российской телекоммуникационной компанией, предоставляющей широкий спектр услуги связи и интернет-услуг, обеспечивает связью и интернетом государственные учреждения. Из рассматриваемых в данной главе телекоммуникационных компаний «Ростелеком» имеет наиболее высокую долю государства. В настоящий момент (июнь 2012 г.) основной акционер ОАО «Ростелеком» - государство, которое владеет 53,2% обыкновенных акций<sup>36</sup> (через ОАО «Связьинвест», Росимущество и Внешэкономбанк). В свободном обращении находится 43,9% акций, ценные бумаги ОАО «Ростелеком» торгуются на биржах ММВБ-РТС, а также в США. Международным агентством компании присвоен рейтинг «BB+»<sup>37</sup> и обозначен стабильный прогноз. В текущий момент (2012 г.) компания находится на стадии реформирования, изменения структуры владения, а приватизации компании находится в стадии активного обсуждения. Изначально «Ростелеком» был включен в приватизационные планы до 2013 года включительно, далее сроки переносились до 2017 года. Трудности с полной или значительной приватизацией компании возникают по причине того, что компания относится к стратегической отрасли, совместно с компанией

---

<sup>36</sup> <http://www.rostelecom.ru/about/governance/>

<sup>37</sup> <http://www.rostelecom.ru/ir/ratings/credit/>

«Связьинвест» «Ростелеком» предоставляет услуги связи органам исполнительной и законодательной власти, военным, МВД, Федеральной службе безопасности, Федеральной службе охраны, таким образом, непременно возникают вопросы дальнейшей безопасности, каким образом будут осуществляться эти услуги далее и не будет ли сбоев в работе. В связи с этим даже в случае продажи крупного пакета акций, государство планирует сохранить механизмы контроля над компанией в виде «золотой акции», таким образом, сохранится возможность назначать своих представителей в совет директоров, созывать внеочередные собрания акционеров, а также накладывать вето по важным вопросам. Помимо этого в настоящее время происходит реструктуризация и решаются вопросы, связанные с перекрестным владением («Ростелеком» и «Связьинвест»), приватизация «Ростелеком» откладывается как минимум до 2014 года.

Оператор связи «Укртелеком» образован в Украине после провозглашения ее независимости, приватизационные процессы начались с 1998 года и завершение было объявлено в 2011 году. «Укртелеком» является универсальным телекоммуникационным оператором в Украине, лидером по услугам фиксированной связи (более 70% доли рынка), предоставляющим услуги передачи данных, интернета, телефонной связи. Приватизационный процесс в отношении «Укртелеком» характеризовался хаотичностью, в 1999 году были предприняты первые шаги на пути к приватизации компании, заключающиеся в принятии закона «Об особенностях приватизации «Укртелеком», далее приватизация затянулась, сроки постоянно переносились, только к 2004 году Фонд госимущества Украины запланировал конкурс по продаже государственных акций компании, однако на фоне нестабильной политической ситуации приватизация так и не осуществилась. В 2005 году было приостановлено действие ранее принятого закона, но компания была включена в список объектов, подлежащих приватизации, далее в 2007 году была предпринята попытка продажи 1% акций, но продажа была остановлена постановлением суда. Впоследствии возобновлялись попытки приватизировать Укртелеком, властями Украины назывались различные суммы и размеры пакетов, планируемых к приватизации (67,79% или 92,79%), накладывались различные ограничения, касающиеся характеристик инвестора, например, что в приватизации не смогут принять участие компании, в которых доля государства или иностранного государства превышает 25% уставного капитала или доля рынка по доходам превышает 25%. Среди потенциальных инвесторов были названы украинские и зарубежные компании, такие как, «Киевстар», «Deutsche Telecom», «СКМ», «АФК «Система», «EPIC Services Ukraine». В 2011 году после многочисленных согласований и дооценок пакет

акций (92,79%) был оценен в 10 миллиардов 575,1 миллиона гривен и успешно продан дочерней компании «Eric Telecom Invest Ltd.», принадлежащей австрийскому концерну «ERIC»: ООО «ЕСУ». Фонд Госимущества Украины полностью передал право собственности на «Укртелеком» покупателю и больше не является акционером компании. В последнее время компания демонстрировала убыточность, итоговое влияние приватизации на деятельность компании пока точно не определено, однако уже заметны первые изменения: с целью повышения эффективности и рентабельности происходит сокращение численности работников, а также постепенно повышаются тарифы на связь. После публикации отчетности стало очевидно, что показатели компании улучшились, чистый убыток сократился с 260,43 миллионов гривен в 2010 до 136,59 миллионов гривен в 2011 году (на 47,5%), дивиденды в 2011 и 2010 году компания не выплачивала. Уже в первом квартале 2012 года «Укртелеком» демонстрирует прибыль (по сравнению с первым кварталом 2011 года). При дальнейшей оптимизации расходов (в том числе на персонал), сокращении амортизационных расходов «Укртелеком» сможет повысить прибыльность. Таким образом, приватизация положительно отразилась на финансовых показателях компании, повысилась эффективность управления.

«France Telecom» - французская мультинациональная телекоммуникационная компания с главным офисом в Париже, в настоящее время предоставляет услуги фиксированной связи, мобильной связи, интернета, цифрового телевидения и др. До 1988 года была известна как Direction Générale des Télécommunications, компания стала автономной на фоне общеевропейских преобразований на пути к конкуренции в отраслях. Приватизация компаний во Франции началась в 1986 году после долгого периода, когда большинство французских компаний принадлежали государству, «France Telecom» приватизационный процесс затронул в 1997 году, компания успешно осуществила IPO в 1997 году и SPO в 1998 году, в 2004 году был продан крупный пакет, а в 2007 ещё 5%, принадлежащих государству. IPO компании вызвало сильный интерес у населения, помимо этого сотрудники компании активно покупали акции по более привлекательным ценам. В настоящее время прямая доля государства в «France Telecom» составляет 13,45% (а с учетом Фонда Стратегических Инвестиций - 26,95%).

На момент подготовки к приватизации France Telecom имел один из худших рейтингов среди европейских телекоммуникационных компаний, «ВВВ» по сравнению с испанской Telefonica, которой присваивался рейтинг «А» уровня<sup>38</sup> (январь 2004 года). В

---

<sup>38</sup>[http://www.redorbit.com/news/technology/40115/france\\_telecom\\_poised\\_for\\_privatization/](http://www.redorbit.com/news/technology/40115/france_telecom_poised_for_privatization/)

приватизационном процессе France Telecom возникало множество проблем: затягивались поиски инвесторов, работники компании проводили забастовки. Одной из проблем на пути приватизации, помимо того, что компания являлась стратегической, было то, что персонал компании состоял, в основном, из государственных служащих, после проведенного IPO компания перестала нанимать сотрудников в качестве государственных служащих.

После приватизации компании произошел ряд изменений. Во-первых, с появлением большей свободы в принятии решений, компания заняла более активную инвестиционную позицию, после 2004 года осуществила ряд приобретений и поглощений, в настоящее время владеет оператором «Orange», который оказывает услуги связи в таких странах, как Франция, Польша, Великобритания, Испания, Армения, Австрия, Бельгия, Люксембург, Молдова, Румыния, Словакия, Доминикана, африканских странах. После приватизации пакета акций в 2004 году компания обозначила стратегию по повышению эффективности (на 2006-2008 годы), в связи с этим задачами были сокращение расходов, прежде всего, на заработную плату сотрудников, вслед за этим последовали многочисленные волнения и забастовки среди сотрудников компании. Помимо этого «France Telecom» изменил брендовую политику, под наименованием «France Telecom» предоставляются услуги фиксированной связи, а мобильная связь сгруппирована под брендом «Orange», некоторые бренды исчезли, множество сотрудников были уволены. В целом, после приватизации менеджмент компании стал более «агрессивным» при проведении политики по улучшению эффективности и в отношении инвестиций.

Компания «Telefonica, S.A.» интересна для сопоставления в рамках нашего анализа тем, что она была окончательно приватизирована уже в 1997 году - самая ранняя полная приватизация среди рассматриваемых в этой главе компаний, в настоящее время доля государства в компании отсутствует, эффекты от приватизации компании могут быть оценены и сопоставлены. «Telefonica, S.A.» является испанской компанией (главный офис находится в Мадриде), предоставляющей телекоммуникационные услуги в Европе, США и Латинской Америке, включает в себя такие известные бренды как: «Telefonica», «Movistar», «O2», «Vivo». Будучи шестой в мире компанией по величине поставок услуг мобильной связи, также предоставляет услуги фиксированной связи и интернет. Telefonica является бывшей государственной монополией в области телекоммуникаций в Испании, основана в 1924 году (известна как Compañía Telefónica Nacional de España), ее также затронули приватизационные процессы. После гражданской войны в Испании и при режиме Франко государству принадлежало не более 50% компании, однако при этом

контролировались все решения компании, в том числе и стратегические. В 1980-х была объявлена программа по реорганизации компании, в 1987 году государство продало 6% акций через публичное размещение, были получены доходы в эквиваленте 283,7 миллионов евро<sup>39</sup>, доля государства сократилась до 32%, однако контроль со стороны государства продолжался. Далее активная реструктуризация компании последовала в 1994 году и далее в 1995 было приватизировано ещё 11% акций (доход составил 1000,2 миллиона евро при помощи публичного размещения), и в 1997 году приватизированы оставшиеся 21%, принадлежащий государству (доход: 3888,5 миллионов евро), государство постепенно прекращало контроль за действиями компании, за исключением значимых стратегических (некоторое время сохранялось правило «золотой акции»).

После завершения реорганизации и приватизационных процессов «Telefonica, S.A.» предприняла ряд стратегических решений, возникла необходимость быстрой адаптации к изменяющейся среде, к расширению мобильной и интернет-связи. Компания приобрела свободу решений в отношении инвестиций, купила и получила контроль над несколькими операторами в Латинской Америке, значительно увеличила свою долю на рынке телекоммуникационных услуг, в 2005 приобрела ранее принадлежащий государству Český Telecom, в 2006 году поглотила компанию O2, предоставляющую услуги связи в Великобритании, Ирландии, Германии, также в 2006 году вышла на рынок Словакии, в настоящее время компания имеет рейтинг «ВВВ», ее акции торгуются на различных биржах по всему миру (в США, Лондоне, Франции, Испании, Германии, в странах Латинской Америки).

Рассматривая опыт приватизации «Telefonica, S.A.», стоит отметить следующие выгоды: активизировалась инвестиционная активность, зарубежное партнерство. Либерализация телекоммуникационной отрасли в целом позволила сократить давление государства при принятии многих управленческих решений. Однако в течении ряда лет существовали агентские проблемы между менеджментом компании и представителями государства (при наличии «золотой акции»), аналитики отмечали скрытое влияние и давление через сговор с политиками.

Из перечисленных выше телекоммуникационных компаний наименее финансово успешной является «Укртелеком» (при наличии убытков компания демонстрирует низкие показатели доходности, рентабельности). «Укртелеком» менее

---

<sup>39</sup> Статья: Germa Bel, Francesc Trillas, «Privatization, corporate control and regulatory reform: the case of Telefonica», Telecommunications Policy, 29 (2005), 25–51

стабильна по сравнению с рассматриваемыми крупными компаниями и российским аналогом «Ростелекомом». Стоит отметить, что «Ростелеком» демонстрирует лучшие показатели по сравнению с некоторыми выделенными компаниями-аналогами.

Ниже представлена таблица сравнения «Ростелеком», «France Telecom» и «Telefonica».

**Таблица 4.4.1 Финансовые и нефинансовые показатели для компаний «Ростелеком», «France Telecom», «Telefonica».**

Company	State Ownership (Including indirect)	Net Income Growth (2011)	Q-Tobin's (2011)	ROA (2011)	ROE (2011)	P/E (2011)	Price/Ebitda
Rostelecom	53,20%	44,86%	1,37	9,86%	19,54%	9,64	3,79
France Telecom	26,95%	-20,18%	1,05	4,09%	13,75%	8,26	2,14
Telefonica	0	-46,85%	1,3	4,17%	23,45%	11,18	3,11

Из таблицы 4.4.1. видно, что российский «Ростелеком», имея наиболее высокую долю государственной собственности и наибольший контроль со стороны государства, демонстрирует показатели рентабельности не худшие, чем зарубежные более крупные аналоги. Например, «Ростелеком» имеет более высокую отдачу по активам (Return on Assets), выше у «Ростелекома» и мультипликатор рыночной оценки (Tobin's Q), который отражает соотношение рыночной и балансовой стоимости. Отметим, что зарубежные компании-аналоги «France Telecom» и «Telefonica» гораздо сильнее подверглись влиянию кризиса, падение прибыли наблюдается и в 2011 году на фоне общеевропейского спада.

Для сопоставления компаний с позиции собственников интересен инвестиционный рейтинг агентства Блумберг для рассматриваемых компаний в 2011 году (мнения аналитиков и брокеров относительно покупки-продажи акций, где 5 – максимальная оценка (рекомендуется к покупке), 1 – минимальная оценка (рекомендация – продавать)).

**Таблица 4.4.2 Инвестиционный рейтинг рассматриваемых компаний**

Company	Analysts' Rating (2011)
Rostelecom	2,89
France Telecom	3,37
Telefonica	3,71
Ukrtelecom	3,33

«France Telecom», по мнению аналитиков Блумберг, является наиболее привлекательной компаний с точки зрения инвестирования. Однако стоит отметить, что по «Ростелеком» прогноз положительный, уже по результатам первого квартала 2012 года оценка поднялась до 3,29 и ожидается сохранение этого значения до конца 2012 года. У компании «France Telecom» значение рейтинга осталось на том же уровне, а у «Telefonica» снизилось до 3,44.

Не смотря на то, что инвестиционная привлекательность компании «Ростелеком», контролируемой государством, выросла по результатам начала 2012 года, ситуация в отрасли остается прежней. По оценкам Европейского Банка Реконструкции и Развития, уровень контроля в отрасли «связь» остался на прежнем уровне по сравнению с 2011 годом (3+ из максимальных 4+), отрасль далека от полной либерализации, необходимо принять ряд мер для того, чтобы достигнуть уровня промышленно развитых стран. Одной из мер на пути улучшения конкурентной среды и либерализации является приватизация. Согласно проведенным исследованиям по влиянию приватизации в телекоммуникационном секторе, например Li & Xu (2004), на основе панельных данных по 177 странам показали на периоде с 1990 по 2001 значимое влияние полной приватизации телекоммуникационных компаний. Полная приватизация дала собственникам право контроля, способствовала улучшению в распределении ресурсов (труда и капитала), расширению поля деятельности приватизированных компаний, усиление конкуренции в секторе способствовало увеличению производительности. При этом частичная приватизация не показала значимого эффекта. Эксперты из международных организаций Gasmi, Maingard, Noumba & Recuero Virto (2011) на примере панельных данных за период с 1985 по 2008 показали, что в большинстве стран влияние приватизации на телекоммуникационный сектор положительно, но в африканских

странах негативно (африканские телефонные сети во время начала приватизации были довольно небольшими по размеру, менее эффективными и значительно уступали конкурентам).

Основываясь на проведенном анализе опыта приватизации зарубежных компаний, в заключение можно сделать вывод, что частичная приватизация «Ростелеком» и ослабление контроля со стороны государства, может положительно сказаться на управлении компании, а также на повышении эффективности через более тщательное управление издержками. Можно ожидать повышение инвестиционной активности компании, поглощения более мелких операторов, выход на зарубежные рынки. Однако, телекоммуникационная отрасль является для России стратегической и необходимо решить ряд проблем, связанных с безопасностью связи государственных учреждений, а также найти соответствующего инвестора, продумав ограничения (например, на участие иностранного государства).

#### **4. 5. Транспорт и транспортная инфраструктура**

##### **А. Авиа перевозки**

Данная глава посвящена изучению российских авиакомпаний, имеющих различную структуру собственности. В кейсе не рассматриваются изначально частные перевозчики, такие, как, например, NetJet, нас, прежде всего, интересуют процессы смены ключевых собственников и влияние структуры акционерного капитала на операционные и финансовые показатели.

Рассмотрим несколько примеров смены собственников с участием государства. Приватизация венгерской авиакомпании Malev началась в 1992 году и завершилась в 2007, когда 99,95% акций перешло к частной компании AirBridge Zrt<sup>40</sup>. За период существования Malev как частной компании ее долг неуклонно рос и к 2012 году составлял уже более \$500 млн<sup>41</sup> (160 млрд. венгерских форинтов). Даже ренационализация путем приобретения правительством 95% акций компании<sup>42</sup> в 2010 не смогла улучшить финансовое положение компании, и в 2012 году компания была объявлена банкротом.

Но есть и положительные примеры прихода государства в капитал авиаперевозчиков. Компания Qantas, крупнейший австралийский авиаперевозчик, которому принадлежит 65% рынка, был приватизирован в 1993 году после нескольких лет

<sup>40</sup> <http://web.archive.org/web/20090211051554/http://www.malev.com/companyinformation/introduction/ownership>

<sup>41</sup> <http://blogs.wsj.com/emergingurope/2012/02/03/hungarian-national-airline-calls-it-quits/>

<sup>42</sup> <http://web.archive.org/web/20110526003548/http://www.malev.com/companyinformation/introduction/ownership>

тяжелого финансового положения с целью увеличения эффективности и конкурентоспособности на международных рынках. Несмотря на высокую конкуренцию со стороны иностранных авиаперевозчиков («Singapore Airlines», «Emirates» и «Air New Zealand»), компания продолжает работать и демонстрирует приемлемые финансовые и операционные показатели.

Многие частные китайские авиакомпании не смогли пережить кризисный период (2008-2009 гг.) без государственной помощи. ОК Airways Co была вынуждена приостановить полеты на 2 месяца из-за тяжелого финансового положения<sup>43</sup>. Компания East Star Airlines отказалась от сделки с национальным государственным перевозчиком Air China, чтобы сохранить независимый статус, однако уже 15 марта 2009 год рейсы авиакомпании были отменены, и в этом же году компания была объявлена банкротом<sup>44</sup>. Государственный авиаперевозчик Sichuan Airlines Co приобрел первую частную китайскую авиакомпанию United Eagle Airlines Co, чтобы избежать ее банкротства.

До 2010 года в России государству принадлежали доли в 3 из 5 крупнейших авиакомпаний: Аэрофлот (51%), S7 (25,5%) и ГТК «Россия» (100%). После присоединения авиакомпании «Россия» к Аэрофлоту государственный капитал остается в 2-х компаниях – Аэрофлот и S7.

По итогам 2011 года крупнейшими компаниями отрасли по суммарному пассажиропотоку являются Аэрофлот (26%), Трансаэро (13%), S7 (10,3%) и ЮТэйр (9,9%) (структура представлена на графике 4.5.1).



**Рисунок 4.5.1 Структура российского рынка авиаперевозок (2011 г.)**

<sup>43</sup> [http://www.atcavia.com/Airlines\\_face\\_nationalization.html](http://www.atcavia.com/Airlines_face_nationalization.html)

<sup>44</sup> <http://www.internationallawoffice.com/newsletters/Detail.aspx?g=3740aa83-be42-415c-8ab8-65e36b8cb492>

По пассажирообороту доли распределены следующим образом: Аэрофлот (28%), Трансаэро (20%), Группа S7 (8%), Группа ЮТэйр (7%), Уральские авиалинии (4%), Другие авиакомпании (33%)<sup>45</sup>.

Как и во всем мире, в России отрасль авиаперевозок в значительной мере регулируется государством. В частности, Росавиация осуществляет выдачу лицензий на перевозку пассажиров и грузов, сертифицирует аэропортовое обслуживание самолетов, осуществляет допуск перевозчиков к международным рейсам, такое регулирование можно считать одной из составляющих отраслевого риска. Кроме того, государство предоставляет субсидии перевозчикам на покупку самолетов, с 2009 года Росавиация начала программу субсидирования социально значимых перевозок на Дальний Восток, по которой молодые люди до 23 лет и пенсионеры могут получить возмещение 50% стоимости билета, однако, эта программа не касается перевозок внутри дальневосточных регионов.

Данный кейс-анализ основан на сравнении компаний «Аэрофлот», как примера государственной компании, и «ЮТэйр», как пример прошедшей приватизацию компании – приватизирована в 2004 году, частному собственнику перешли 26,9%, принадлежавшие департаменту государственной собственности Ханты-Мансийского АО и 18,8%, принадлежавшие департаменту имущественных и земельных отношений администрации г. Сургута.

**Таблица 4.5.1 Структура бизнес-операций двух игроков на рынке авиаперевозок**

<b>Аэрофлот</b>	<b>ЮТэйр</b>
<i>Направления авиаперевозок</i>	
74 зарубежных и 27 российских	34 зарубежных и 64 российских
Грузовые и пассажирские	Грузовые и пассажирские
<i>Дополнительные виды перевозок</i>	
	Вертолетные перевозки в России и за рубежом (в сотрудничестве с ООН)
<i>Авиационные сервисы</i>	
Аэропортовая деятельность	Аэропортовая деятельность
Ремонт	Ремонт
Обеспечение бортовым питанием	Обеспечение бортовым питанием

<sup>45</sup> Источник: годовой отчет компании «Аэрофлот» за 2011 год.

Продажа перевозок	Продажа перевозок
Лизинг и финансовые услуги	Лизинг и финансовые услуги

Учредителем ОАО «Аэрофлот – российские авиалинии» является правительство Российской Федерации, ему принадлежит 51,17% акций авиакомпании, оставшиеся 48,83% распределены между физическими и юридическими лицами.



**Рисунок 4.5.2 Структура уставного капитала компании «Аэрофлот» (2011 г.)**

В настоящее время государство не предоставляет прямых гарантий по обязательствам Аэрофлота, в то же время, тесные связи обусловлены следующими факторами:

*Стратегический фактор:* Аэрофлот является официальным российским авиаперевозчиком. Государство способствует консолидации в российском авиационном секторе и созданию надежной авиакомпании для обеспечения внутреннего экономического роста.

*Юридический фактор:* государство напрямую владеет 51-процентной долей в Аэрофлоте.

*Операционный фактор:* хотя Аэрофлот является независимым в плане текущей деятельности, государство (через своих представителей в совете директоров) контролирует его бизнес-показатели и утверждает стратегию менеджмента. Аэрофлот получает значительное финансирование (свыше 47% консолидированного долга в 2009 г.)

от связанных с государством банков. Аэрофлот также указан в качестве авиаперевозчика в более чем 70 соглашениях о воздушных перевозках между Россией и другими странами.

В июле 2011 г руководством Аэрофлота рассматривались 2 варианта стратегии компании - инерционный и агрессивный. По первому из них «Аэрофлот» должен был расти вместе с рынком и остаться локальным перевозчиком. Этот вариант предусматривал рост пассажиропотока компании за 14 лет втрое - до 42 млн человек (таблица 4.5.2). Совет директоров проголосовал за агрессивный вариант, по которому компания должна превратиться в глобального перевозчика, а ее пассажиропоток - вырасти в 5 раз до 74 млн человек.

**Таблица 4.5.2. Планы по развитию Аэрофлота**

<b>Сценарии развития</b>			
<b>ХАРАКТЕРИСТИКА</b>	<b>2011 г.</b>	<b>ИНЕРЦИОННЫЙ СЦЕНАРИЙ</b>	<b>АГРЕССИВНЫЙ СЦЕНАРИЙ</b>
Выручка**	\$181 млн	\$18 млрд (Топ-100)	~\$32 млрд (Топ-20)
Капитализация / EV***	\$543 млн	\$8 млрд (Топ-100)	~\$13 млрд (Топ-20)***
пассажиропоток	14 млн	~42 млн (Топ-100)	~74 млн (Топ-20)
Флот	128	400	550
доля на рынке	21%	< 40% рынка ВВЛ < 27% рынка МВЛ	> 60% рынка ВВЛ > 40% рынка МВЛ
Рынки присутствия	локальный	локальный	глобальный

ИСТОЧНИК: ГРУППА «АЭРОФЛОТ»

До 2005 года 45,7% акций ОАО «Авиакомпания ЮТэйр» принадлежало государству в лице Департамента имущества Югры и департамента имущественных и земельных отношений г. Сургута. В 2005 году доля государства была выкуплена компаниями, предположительно аффилированными с «Сургутнефтегаз», а в 2010 75,64% выкуплены НПФ «Сургутнефтегаз».

В таблицах 4.5.3а и 4.5.3б представлена информация о членах правления, их сменяемости и председателях правления выбранных авиакомпаний.

**Таблица 4.5.3а Структура совета директоров "Аэрофлот" и сменяемость членов СД**

	<b>Председатель</b>	<b>Находящиеся на государственной службе</b>	<b>Косвенно связанные с государством</b>	<b>Сменяемость</b>
2004	Помощник Президента Российской Федерации	7	2	
2005		5	3	0,2
2006		5	3	0,4

2007		6	3	0,1
2008	министр транспорта РФ	3	2	0,4
2009		3	2	0,3
2010		2	2	0,2
2011	До 2008 Заместитель министра экономического развития и торговли	4	2	0,3

**ЮТэйр.** С 2004 по 2010 в совете директоров присутствовал лишь один член аффилированный с государством - Первый Заместитель Председателя Правительства Ханты-Мансийского Автономного Округа-Югры. После 2010 в совете директоров не осталось аффилированных с государством лиц.

**Таблица 4.5.36** Сменяемость членов совета директоров «ЮТэйр»

	Всего членов совета	Сменяемость
2004	6	
2005	6	0,67
2006	6	0
2007	6	0,17
2008	6	0,17
2009	6	0
2010	6	0
2011	6	0,17

Наиболее высокий коэффициент сменяемости у компании ЮТэйр достигается в 2005 году, как отмечалось ранее, именно в 2005 году произошла была осуществлена приватизация компании.

Основным инвестиционным вложением для авиаперевозчика являются самолеты. По нашему мнению, инвестиционную активность компаний и операционную деятельность можно сопоставлять через изменение самолетного парка (таблица 4.5.4) и пассажирооборот.

**Таблица 4.5.4 Сравнение авиапарка Аэрофлот и ЮТэйр**

	Аэрофлот		ЮТэйр	
	Российские	Иностранные	Российские	Иностранные
2004	83	31	106	0
2005	87	31	110	3*
2006	83	45	142	9
2007	80	63	128	7
2008	64	84		
2009	55	111	82	53
2010 <sup>46</sup>	27	109	88	78
2011	11	109	113	99

На рисунках 4.5.3 приведены сопоставления по операционной деятельности.

<sup>46</sup> Уменьшение общего количества судов у «Аэрофлот» связано с продажей некоторых дочерних авиакомпаний.



**Рисунок 4.5.3а. Пассажиروоборот в динамике по двум компаниям**

У компании ЮТэйр рост пассажирооборота<sup>47</sup> заметно выше, чем у компании Аэрофлот. ЮТэйр, являясь более молодой компанией (основана в 1991 году) в последние годы, после реструктуризации (2002 г.), ведет более активную политику по привлечению пассажиров (ценовая политика по российским направлениям, распродажи), по расширению маршрутов. Если сравнить выполненный пассажирооборот рассматриваемых компаний, то пассажирооборот Аэрофлота в 2011 году в 3,4 раза превышает ЮТэйр (42,02 миллиарда пассажирокилометров против 12,42 миллиардов пассажирокилометров). Число работников по компаниям не значительно отличается. В 2007 году в компании Аэрофлот, согласно годовым отчетам, было занято 15 303 сотрудников, в 2008 году их численность увеличилась до 15 641, а уже в 2009 году значительно сократилась до 13 306 человек, однако в 2011 составила 15 500 человек. Если рассмотреть количество сотрудников компании ЮТэйр, данный показатель не снижался на протяжении периода 2007-2011 гг., в конце 2007 году в компании работали 9197 человек, а в 2011 число сотрудников достигло 13 500 человек. Производительность труда (рассчитанная как отношение выручки к числу сотрудников) у компании Аэрофлот значительно выше.

Доходность пассажирооборота – показатель, рассчитанный при помощи деления доходов от пассажирских перевозок (регулярных и чартерных) на выполненный пассажирооборот.

**Рисунок 4.5.3б. Сопоставление производительности труда по компаниям**

<sup>47</sup> Пассажируоборот, измеряемый в пассажирокилометрах, - единица измерения пассажирских перевозок, которая получается путем умножением числа перевезенных пассажиров на расстояние в километрах.



Из рисунка 4.5.3в видно, что доходность пассажирооборота в 2011 году выше у компании Аэрофлот. Однако исходя из анализа динамики, невозможно однозначно сказать, какая компания эффективнее по этому параметру.

Аэрофлот на протяжении длительного периода совершал значительные инвестиции в увеличение парка иностранных самолетов, в то время как ЮТэйр стал активно инвестировать только после кризиса (2008 года). В результате, средний возраст самолетов Аэрофлота составляет менее пяти лет, и запланировано дальнейшее улучшение состояния парка самолетов. Такая структура воздушного парка выглядит благоприятно в сравнении как с сопоставимыми европейскими компаниями (Lufthansa – 13 лет, Air France – 10 лет, British Airways – 12 лет), так и с другими российскими компаниями, которые используют, в основном, старые воздушные суда советского периода, потребляющие в два раза больше горючего, чем самолеты западного производства.

## Финансовый анализ

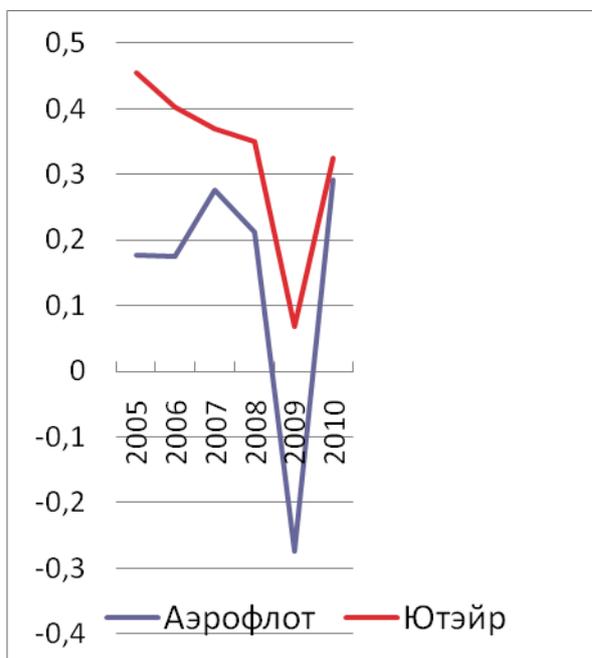


Рисунок 4.5.3 Динамика выручки

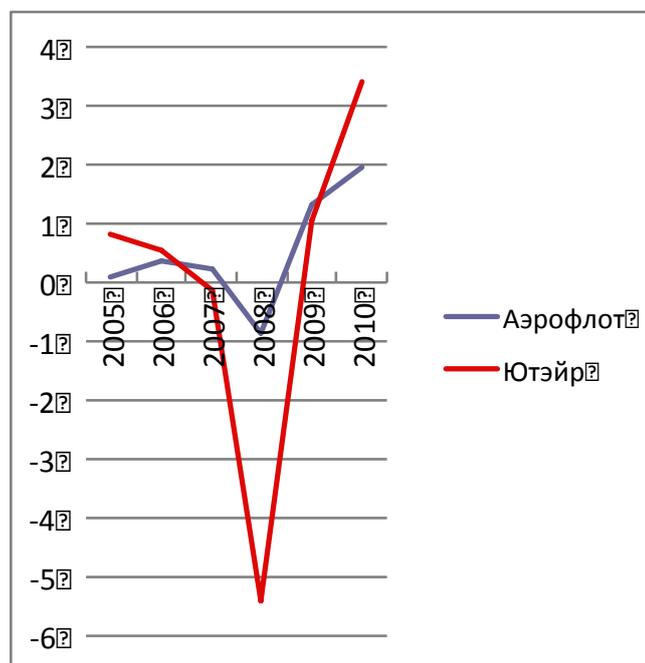
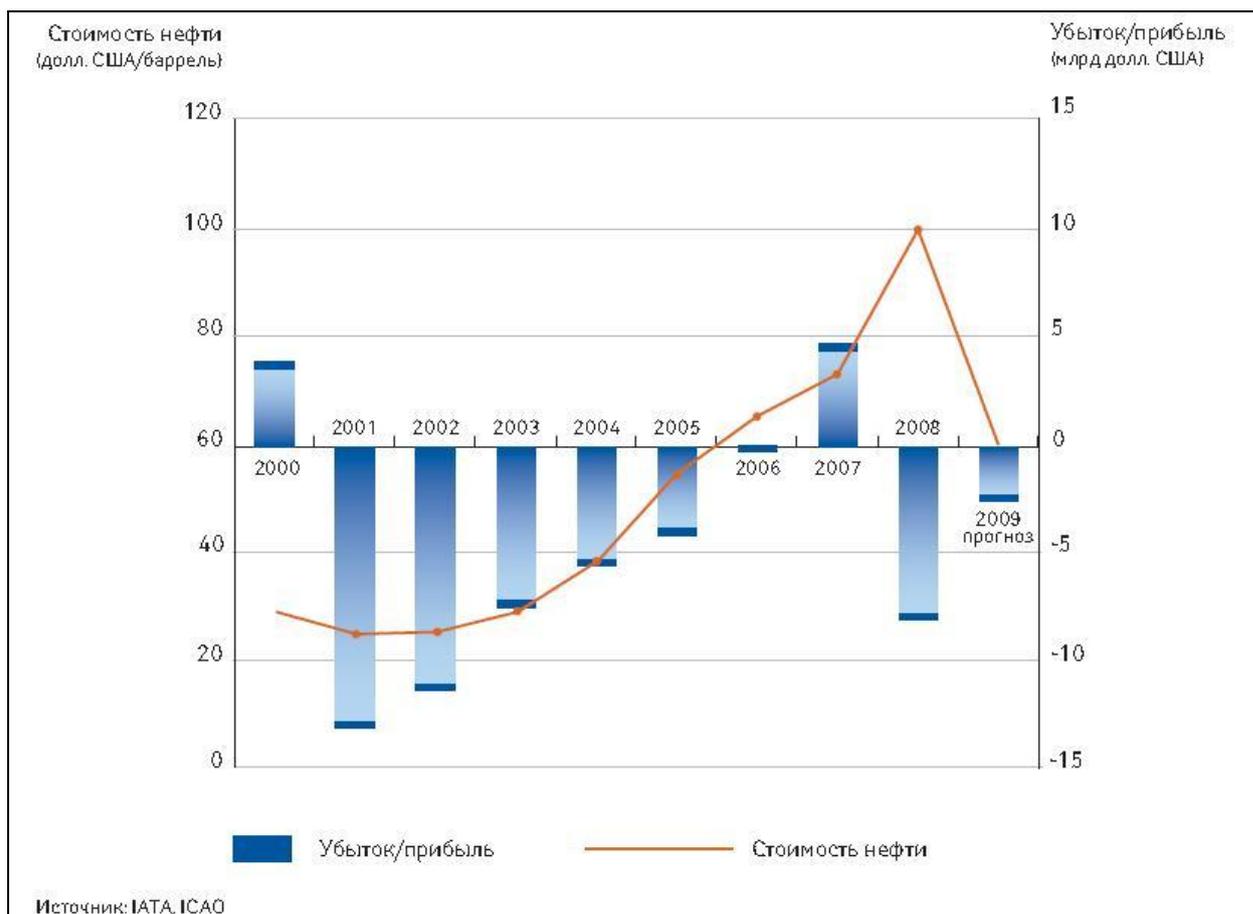


Рисунок 4.5.4 Динамика чистой прибыли

Существенное падение прибыли в 2008 году и выручки в 2009 связано с кризисом в мировой экономике и в отрасли в целом.



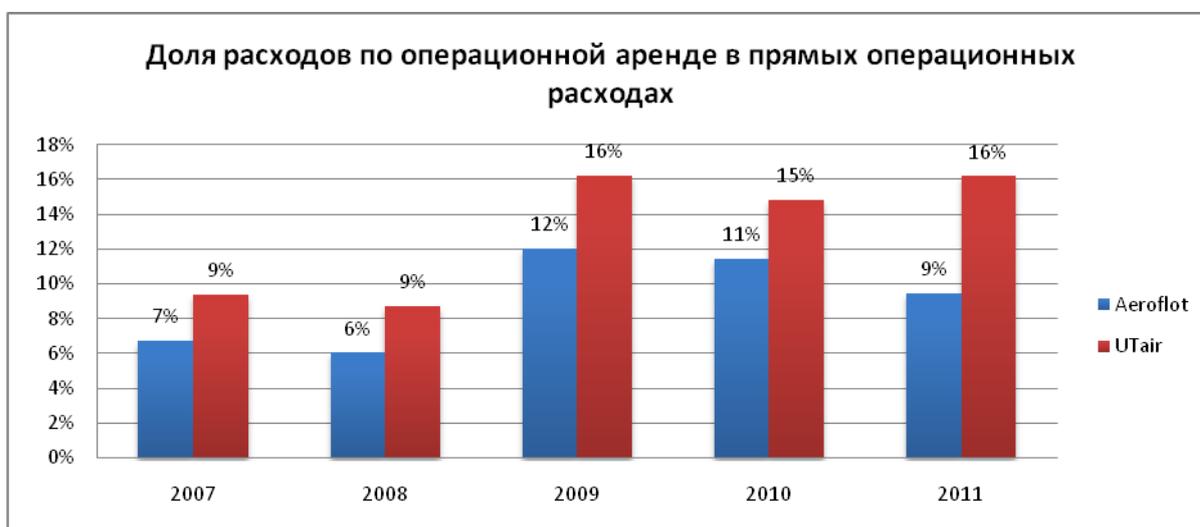
**Рисунок 4.5.5а Зависимость положения компаний отрасли авиаперевозок от цены нефти (2000-2009)**

Компании оказались не готовы к повышению цен на топливо более чем на 50%, произошедшему в 2008 году из-за увеличения цен на нефть, что привело к резкому увеличению издержек (рисунка 4.5.5а и 4.5.5б). В результате выиграли компании, парк самолетов которых состоял из более экономичных иностранных судов (как у Аэрофлота). Кроме того, произошедшее уменьшение пассажиропотока привело к сокращению прибыли в 2008-2009. Результатом тяжелой ситуации в 2008 году стало увеличение краткосрочного долга ЮТэйр и долговой нагрузки в целом. Несмотря на то, компания ЮТэйр владеет вертолетами, которые потребляют больше топлива на километр, доля расходов на топливо в операционных затратах ниже. Это может объясняться наличием у компании Аэрофлот дальнемагистральных (широкофюзеляжных) самолетов, которые осуществляют полеты на дальние расстояния, таким образом, общий налет часов и километраж у компании Аэрофлот больше (у

компании ЮТэйр отсутствуют в авиапарке дальнемагистральные самолеты, компания не выполняет сопоставимые маршруты)<sup>48</sup>.



**Рисунок 4.5.5б. Сопоставление затрат на топливо по двум компаниям в динамике**



**Рисунок 4.5.5в Сопоставление расходов по операционной аренде**

<sup>48</sup> Количество дальнемагистральных самолетов у Аэрофлота в 2011 году – 32, среднемагистральных – 76, ближнемагистральных – 4, у компании ЮТэйр среднемагистральных 53, ближнемагистральных – 15, региональных - 57, транспортных 17, бизнес-самолетов – 3, тяжелых вертолетов – 30, вертолетов средней грузоподъемности – 290, легких вертолетов – 30.

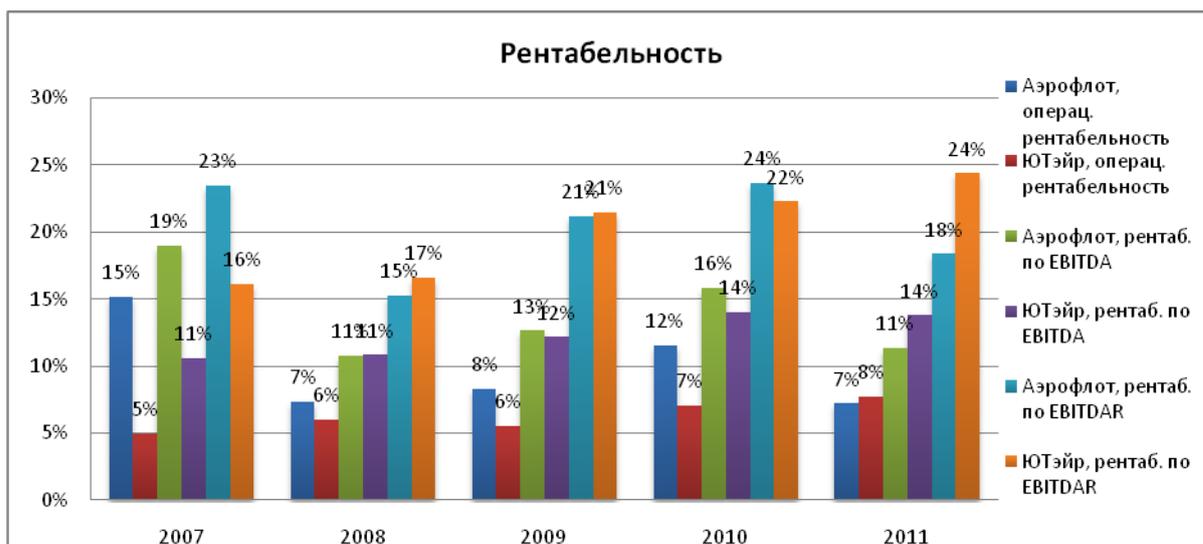
Доля расходов на операционную аренду в операционных расходах у компании ЮТэйр выше, чем у Аэрофлот. В операционные расходы включаются характерные для отрасли расходы - обслуживание судов, расходы по операционной аренде, техническое обслуживание, расходы по обслуживанию пассажиров, себестоимость товаров беспошлинной торговли, бортовое питание, таможенные, а также иные расходы, присущие всем компаниям (коммерческие, административные и др.). Одна из причин такого различия в доле расходов на аренду – стоимость лизинга. У компании Аэрофлот ниже стоимость заимствования (основана на ставке LIBOR+%), премия составляет 1,5% (конец 2010 года), когда у компании ЮТэйр существенно выше - 8-10%<sup>49</sup> и превышает среднемировой уровень (порядка 5% премия). Один из примеров низкой стоимости лизинга для Аэрофлот- получение воздушного судна А330 в рамках финансового лизинга при помощи Экспортных Кредитных Агентств (а также нескольких аналогичных сделок), что позволило привлечь финансирование на особенно выгодных для компании условиях: LIBOR+0,8% годовых сроком до 12 лет<sup>50</sup> (данные на июнь 2011 года). ОАО Аэрофлот планирует продолжение сотрудничества с Экспортными Кредитными Агентствами, такими как COFACE, HERME, ECGD и др., поэтому можно и далее ожидать невысокие ставки.

Учет затрат на аренду (лизинг) позволяет более корректно сопоставить рентабельность по компаниям (мы рассматриваем как наиболее адекватный показатель прибыли – EBITDAR). Кризис изменил расстановку сил по рентабельности (деление прибыли на выручку). С 2011 года лидирует ЮТэйр (рис. 4.5.6). В 2011 году рентабельность у ЮТэйр стала выше, у компании Аэрофлот операционная прибыль (ЕВИТ) в 2011 году сократилась на 22% (у компании ЮТэйр – увеличилась на 41%), EBITDA у компании Аэрофлот сократилась на 26,6% (у компании ЮТэйр увеличилась на 37,15%), EBITDAR у компании Аэрофлот сократилась на 14% (у компании ЮТэйр повысилась на 48%).

---

<sup>49</sup> Источник: отчет компании Тройка Диалог

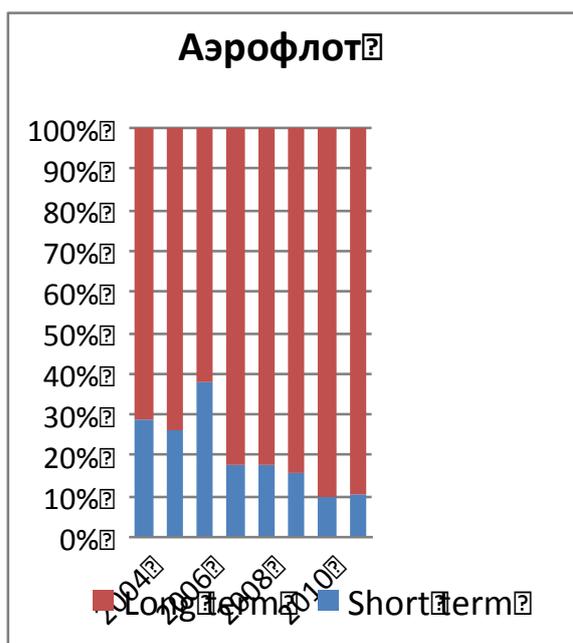
<sup>50</sup> Источник: [www.aeroflot.ru](http://www.aeroflot.ru)



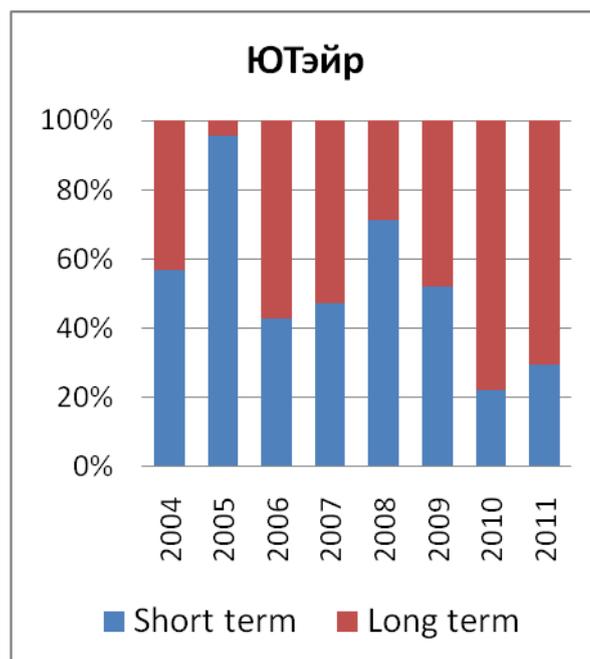
**Рисунок 4.5.6. Сопоставление различных показателей рентабельности в динамике**

Показатель “прямые операционные расходы на пассажирокилометр” выше у компании ЮТэйр на протяжении всего периода (2007-2011), это объясняется более высокой долей расходов на аренду и более высокой стоимостью аренды.





**Рисунок 4.5.7а Структура долга. Аэрофлот**



**Рисунок 4.5.7б Структура долга. ЮТэйр**



**Рисунок 4.5.8 Сравнение долговой нагрузки**



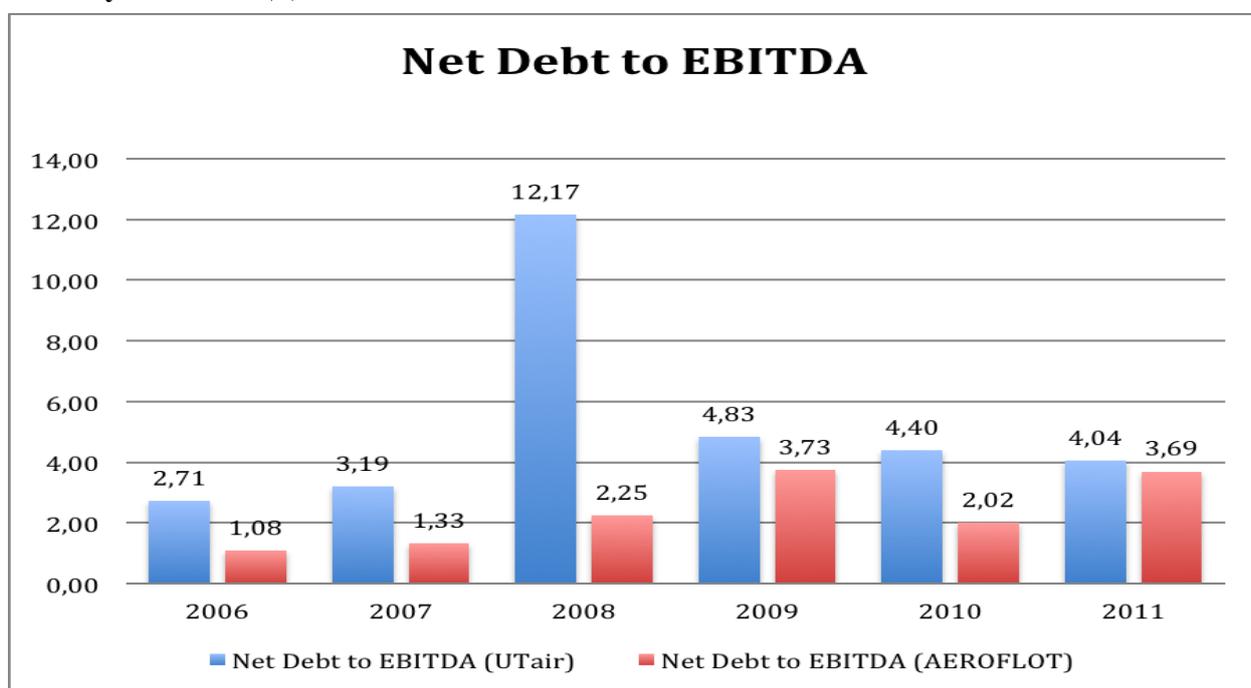
**Рисунок 4.5.9 Сравнение маржи прибыли**

Кризис 2008 года сказался на долговой нагрузке компаний (из-за увеличения обязательств и снижения выручки – рис 4.5.7 и 4.5.8), а так же на марже операционной

прибыли (рентабельности). Из рисунка 4.5.8. видно резкое увеличение долговой нагрузки ЮТэйр в 2011, которое связано с модернизацией парка воздушных судов, осуществленной благодаря долговому финансированию. Как видно из Таблицы 4.5.4, парк самолетов ЮТэйр был увеличен на 46 ед. по сравнению с 2010 годом.

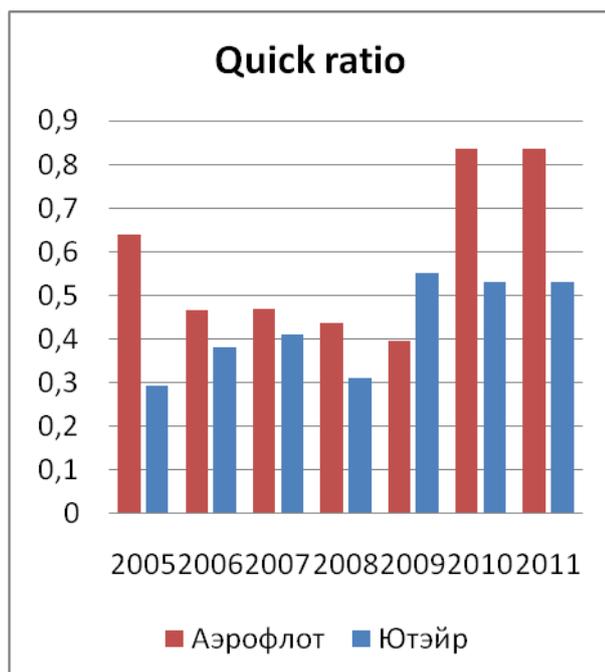
Ключевой, анализируемый нами показатель, - *Net Debt to EBITDA* (отношение чистого долга к прибыли до вычета налога, процентов и амортизации), который показывает способность компании погашать долгосрочные и краткосрочные обязательства.

**Рисунок 4.5.10** Динамика показателя *Net Debt to EBITDA*



Из рисунка 4.5.10. видно, что компания ЮТэйр имеет большую долговую нагрузку, особенно это заметно в кризисный 2008 год, далее коэффициент чистого долга выравнивается к 2011 году.

Рассмотрим и сравним ликвидность компаний – коэффициент быстрой ликвидности (*Quick Ratio*) - способность компании погашать текущие (краткосрочные) обязательства за счёт оборотных активов.



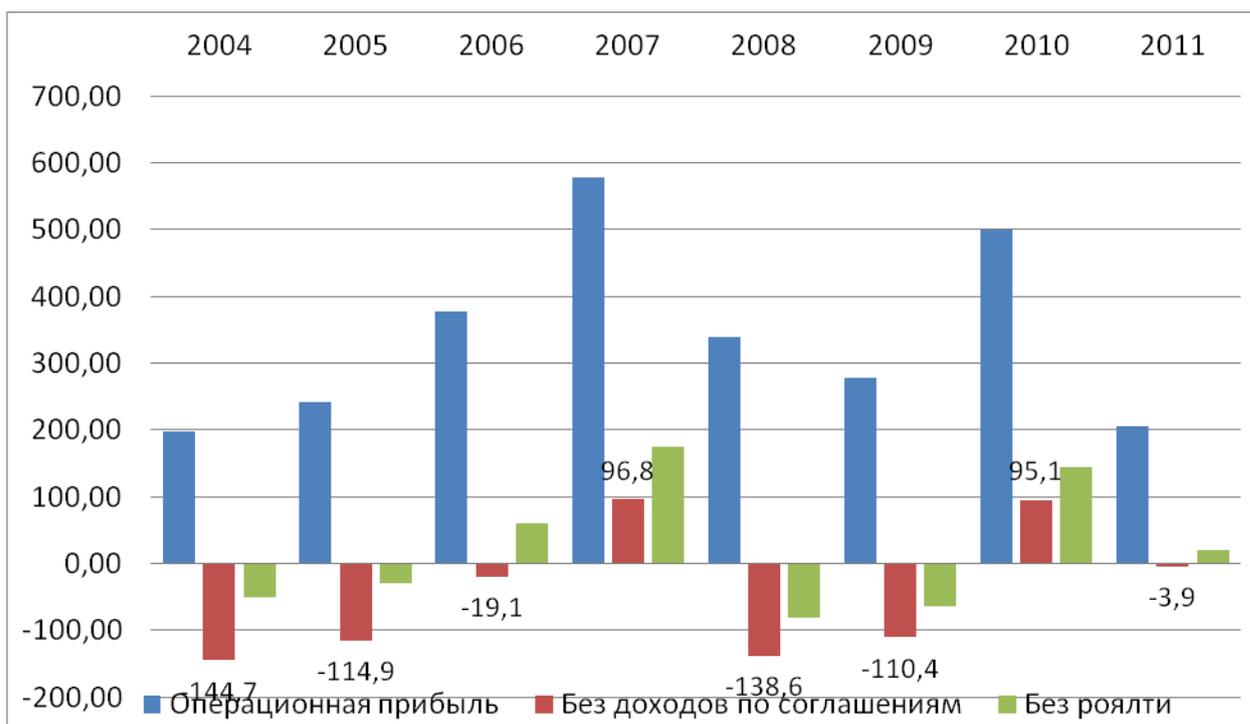
**Рисунок 4.5.11 Быстрая ликвидность по двум компаниям**

Стоит отметить, что Аэрофлот на протяжении всего исследуемого периода обладает лучшей способностью выплачивать свои обязательства. Учитывая наличие государственного контроля, кредитоспособность Аэрофлота может ослабнуть в случае давления со стороны государства в вопросах осуществлении консолидации или приобретения непрофильных/финансово слабых активов в рамках процесса консолидации.

Для корректности проведения сопоставительного анализа следует отметить, что Аэрофлот получает выручку не только от своей непосредственной операционной деятельности по перевозке пассажиров и грузов, но также и по межгосударственным двухсторонним соглашениям, т.е. является прямым выгодополучателем доходов государства. Аэрофлот является получателем значительной части выплат, осуществляемых иностранными компаниями за перелеты над территорией России. Эти доходы напрямую связаны с долей государства в авиакомпании, и при приватизации, можно предположить, Аэрофлот их потеряет. Поэтому целесообразно оценить показатели авиакомпании без учета выплат по двухсторонним соглашениям и по ним делать прогнозы положения компании после приватизации госпакета.

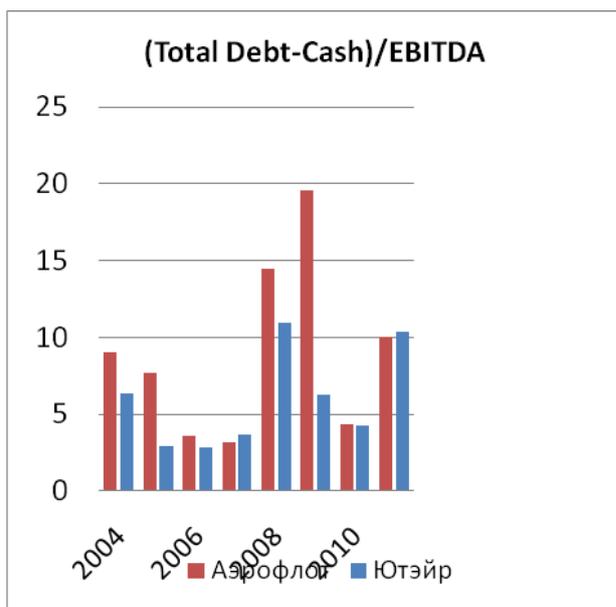
Проблемой для такого анализа является отсутствие полных данных в отчетности компании (несмотря на то, что отчетность формируется по МСФО). В финансовой отчетности компании и в годовом отчете предоставляются только данные по выручке в

рамках соглашений, в которую входит выручка по код-шеринговым соглашениям, выручка пулов и доходы по двухсторонним межгосударственным соглашениям. Для дальнейших сопоставлений и анализа размера полученных выплат в работе использованы данные с сайта Еврокомиссии за 2004 и 2008 год, использовано предположение о постепенном росте доли доходов от двухсторонних соглашений в показателе «выручка по соглашениям» в период 2004-2008, и постоянной доле после 2008 года.

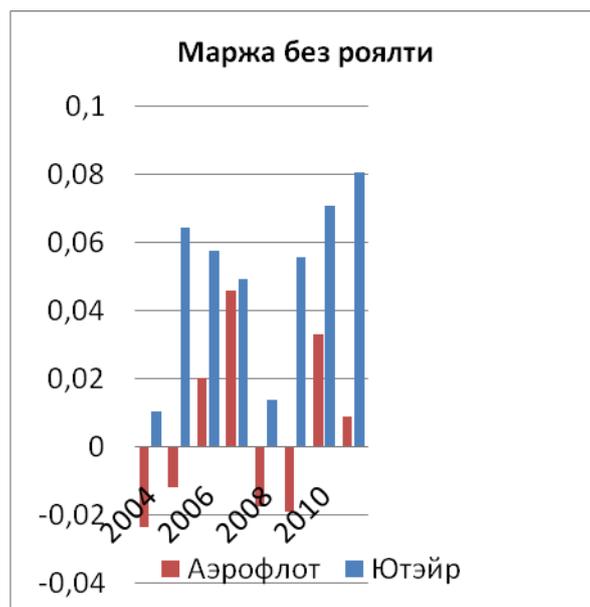


**Рисунок 4.5.12** Операционная прибыль Аэрофлота до и после коррекции выручки

Нами проведен пересчет основных финансовых показателей (4.5.12 и 4.5.14), учитывая коррекцию выручки при вышеназванных предположениях.



**Рисунок 4.5.13 Долговая нагрузка, скорректированная**

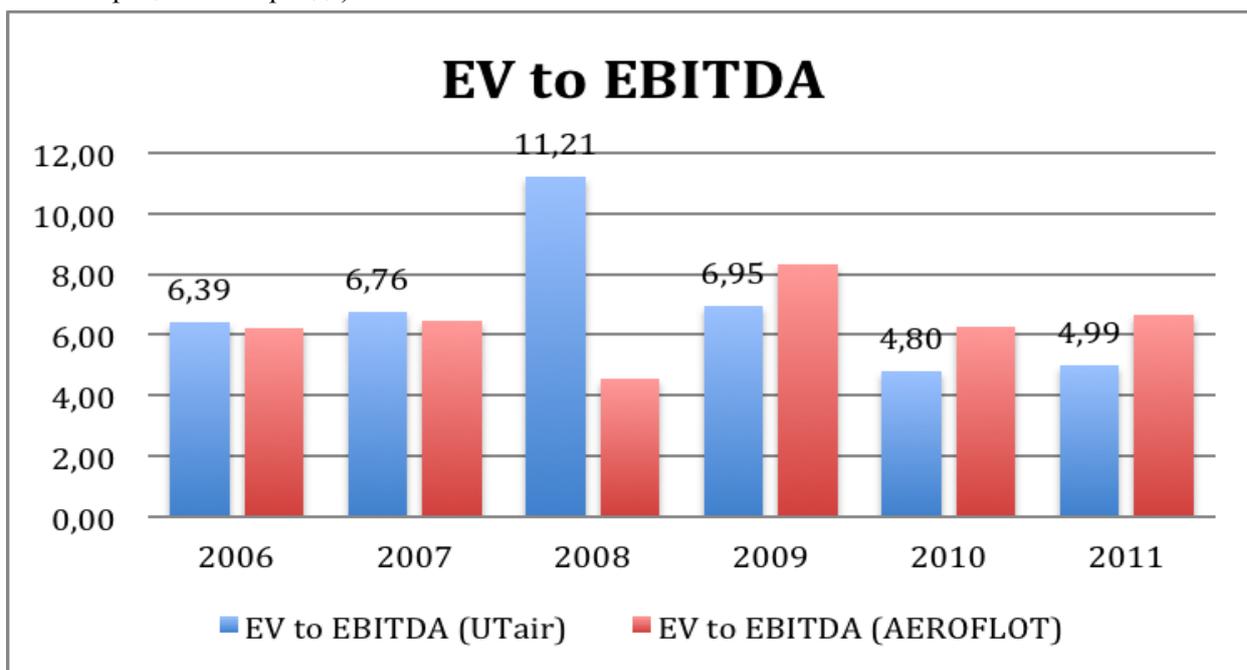


**Рисунок 4.5.14 Маржа прибыли, скорректированная**

Из представленных расчетов видно, что после коррекции на часть выручки, получаемой благодаря значительной аффилированности с государством, эффективность операционной деятельности Аэрофлота сближается по показателям с ЮТэйр. Более интересные сопоставления могут быть сделаны по нефинансовым показателям.

Перейдем к рассмотрению стоимостных показателей: «*EV to EBITDA*» и *Tobin's Q*.

*EV to EBITDA* – отношение общей рыночной стоимости компании (*Enterprise value*) к прибыли до вычета налогов, процентов и амортизации (преимуществом его использования является то, что можно сравнивать компании с различным уровнем долга). Мы также используем скорректированный показатель - *EVR/EBITDAR*, как более отражающий специфику работы компаний на арендованных самолетах (в случае *EVR* – прибавляется расходы по операционной аренде)<sup>51</sup>.

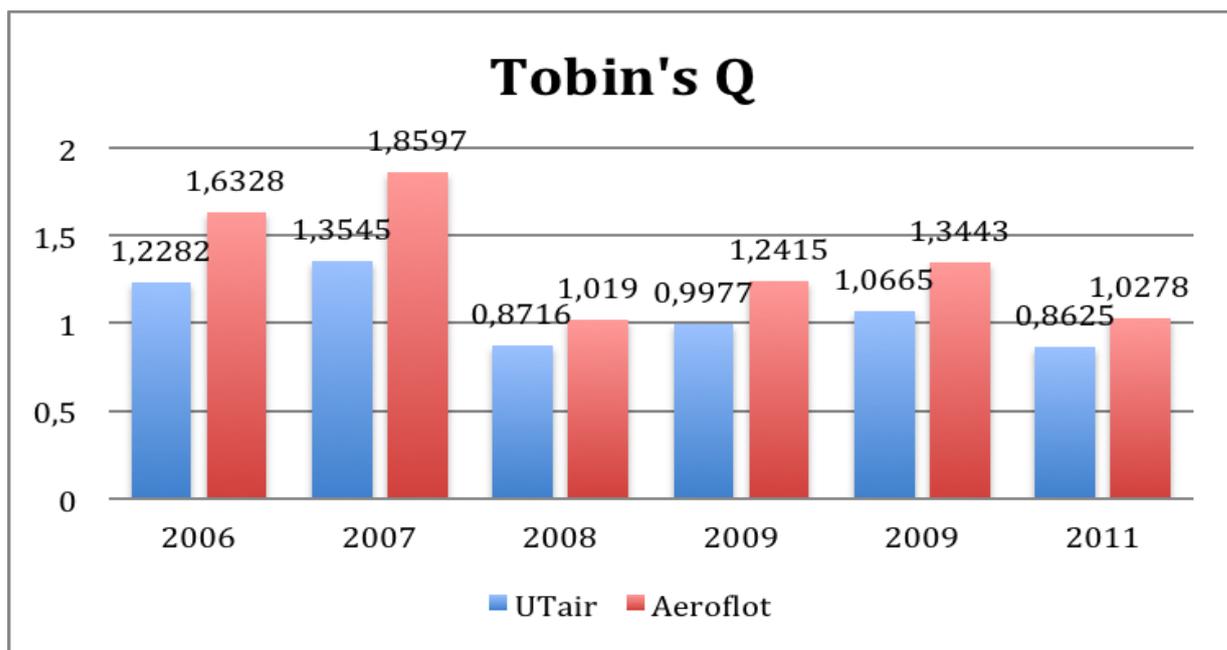


**Рисунок 4.5.15а** Динамика показателя «*EV to EBITDA*»

Согласно данным, значение отношения стоимости к прибыли (*EBITDA*) с 2006 по 2007 год было практически равным для рассматриваемых компаний, однако в кризисный 2008 год значение для компании ЮТэйр заметно превысило Аэрофлот. Это произошло по причине того, что стоимость компании (*Enterprise value*) ЮТэйр повысилась на 18%, а Аэрофлот понизилась на 51%, при этом прибыль (*EBITDA*) сократилась практически в равных пропорциях (ЮТэйр: -29%, Аэрофлот: -31%). Тем не менее, после кризиса относительная стоимость компании Аэрофлот выше, компания более привлекательна для инвесторов.

Эти выводы подкрепляются значениями коэффициента *Tobin's Q*:

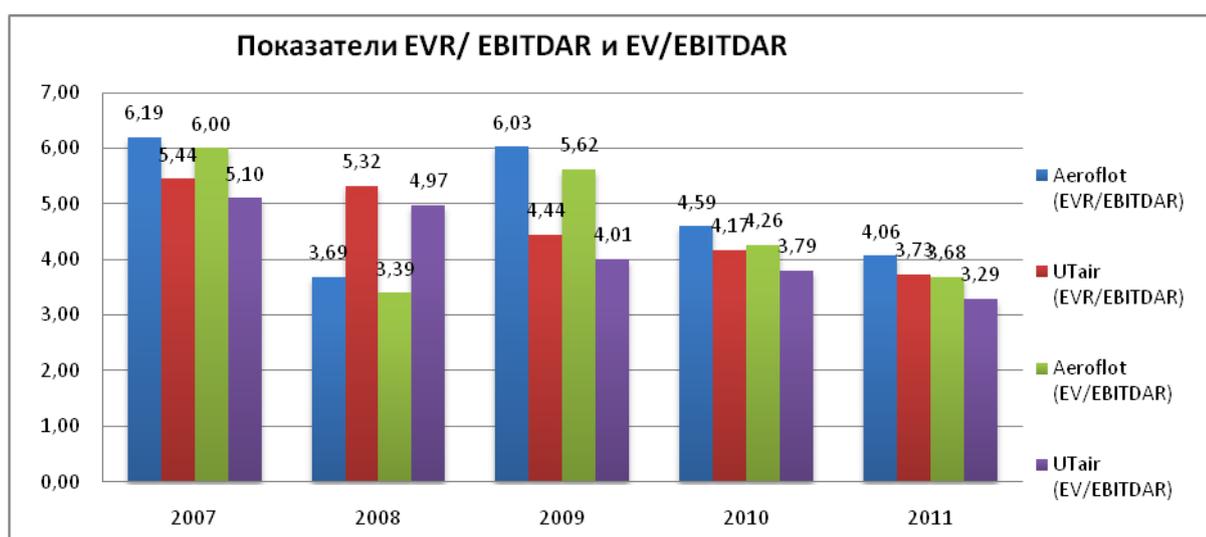
<sup>51</sup> Согласно отчетности в соответствии со стандартами МСФО, расходы по операционной аренде у компании Аэрофлот составили 337,7 миллионов долларов в 2010 году, в 2011 году – 378,4 миллионов долларов, у компании ЮТэйр – 120,611 миллионов долларов в 2010, в 2011 году – 199,372 миллионов долларов.



**Рисунок 4.5.16** Динамика показателя Tobin's Q

Согласно динамике коэффициента *Tobin's Q* (отражающего рыночную и балансовую стоимость, рисунок 4.5.16), стоимость компании Аэрофлот выше ЮТэйр на всем рассматриваемом временном промежутке (2006 – 2011).

Рассмотрим и сравним стоимостные показатели EVR/ЕБИТДАР и EV/ЕБИТДАР (стоимость компании к прибыли до процентов, налогов, амортизации и аренды). Стоимость компании рассчитывается как сумма рыночной капитализации, привилегированных акций, краткосрочной и долгосрочной задолженности, прочих долговых обязательств, аренды и доли меньшинства за вычетом денежных средств и их эквивалентов.



**Рисунок 4.5.15б** Динамика стоимостных оценок компаний

Сравнивая рейтинги, представленные в базе данных Bloomberg для рассматриваемых авиакомпаний, видно, что по итогам 2011 года компания Аэрофлот имеет более высокий рейтинг, однако до кризиса компания значительно уступала ЮТэйр.

**Таблица 4.5.5 Сравнение рейтингов, представленных в базе Bloomberg по компаниям Аэрофлот и ЮТэйр**

Bloomberg Analysts rating	2006	2007	2008	2009	2009	2011	Dynamics
Utair	5	5	2,333	4,333	4	3,667	
Aeroflot	3,667	4,5	3,75	4,667	4,647	4	

В соответствии с прогнозами на 2012-2014 годы, рейтинг Аэрофлот останется на уровне 4,43, а рейтинг компании ЮТэйр понизится до значения 3,0

Основными нефинансовыми показателями, характеризующими эффективность использования имеющихся мощностей для отрасли авиаперевозок, по нашему мнению, являются показатели коммерческой загрузки (отношение массы грузов и пассажиров к максимально возможной) и занятости пассажирских кресел. По таким показателям Аэрофлот и ЮТэйр практически идентичны, но, в то же время, значительно уступают такой частной авиакомпании, как Трансаэро.



**Рисунок 4.5.17 Сравнение коммерческой загрузки (Аэрофлот, ЮТэйр, Трансаэро)**



**Рисунок 4.5.18 Сравнение занятости кресел (Аэрофлот, ЮТэйр, Трансаэро)**

Из проведенного сопоставительного анализа следует, что компания Аэрофлот менее эффективна с точки зрения управления текущими издержками и генерирования прибыли. Инвесторам и регуляторам не следует при анализе результатов деятельности компании полагаться на фиксируемую в отчетности выручку, так как она включает не только результат от основной деятельности, а также доходы, связанные с межправительственными соглашениями. По нашему мнению, подобный бонус от государства позволяет компании уделять меньше внимания эффективности операционной деятельности. В то же время Аэрофлот пополняет свой парк самолетов быстрее и с меньшим увеличением долговой нагрузки, что говорит о его относительной

эффективности в плане инвестиционной активности. Мы бы не рекомендовали быструю одномоментную приватизацию Аэрофлота, так как существующая неэффективность, во-первых, приведет к уменьшению рыночной стоимости (капитализации) из-за потери части выручки и фиксации убытков, а также к падению доходов государства от налоговых поступлений, а во-вторых, потеря выгод, связанных с государственным участием в собственности, приведет к значительным финансовым проблемам в компании, что может породить искажение инвестиционного поведения и ослабить вопросы качества обслуживания и безопасности.

## **Б. Железнодорожные грузовые перевозки.**

Программа реформирования в железнодорожной отрасли РФ началась более 10 лет назад. Основной ее целью было привлечение частного капитала и дальнейшие инвестиции в новое оборудование. Реформа должна была проходить посредством постепенной либерализации отрасли, и, как результат, должен был наблюдаться рост конкуренции и снижение цен на железнодорожные перевозки.

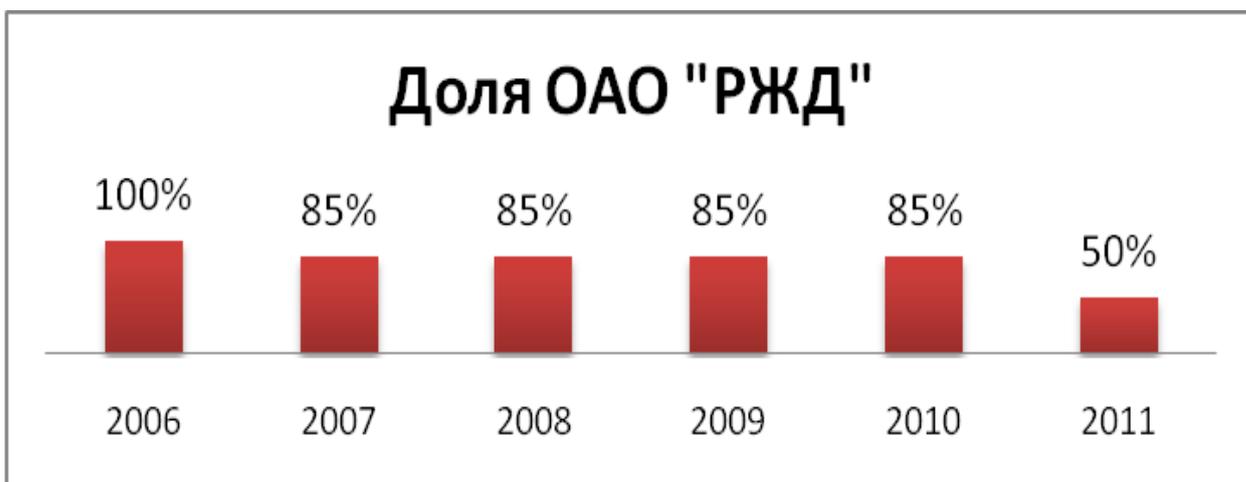
По объемам железнодорожного грузооборота Россия находится на третьем месте после США и Китая, наземный транспорт играет доминирующую роль в удовлетворении потребностей промышленности и торговли России. По данным Росстата в 2009 году на долю железных дорог пришлось 42% грузооборота, а на долю трубопроводов – 51%, что объясняется сырьевой ориентацией экономики России. Если же не брать в расчет грузооборот по трубопроводам, то на железные дороги придется 85% всех перевозок России.

В ходе реформы в октябре 2003 года был создан монополист – ОАО «РЖД» – единственный оператор железнодорожных перевозок в России, затем до 2005 года его разделили на региональные филиалы, далее следующим шагом было разделение бизнеса на сегменты, которыми управляли уже независимые дочерние компании. Приватизация проходила уже через продажу долей в ключевых дочерних компаниях частным инвесторам. В сегменте грузоперевозок такими дочерними компаниями являются, к примеру, ОАО «ПГК» и ОАО «ВГК» (Первая и Вторая грузовая компании соответственно). В октябре 2011 года за счет продажи 75% минус 2 акции было привлечено 125,5 миллиарда рублей. Сейчас железнодорожная отрасль находится на последнем этапе реформы, обозначен курс на построение новой модели грузовых

перевозок, это сетевые контракты между РЖД и Правительством РФ и либерализация рынка локомотивной тяги, и выход РЖД из ключевых операционных дочерних компаний.

Ситуация обстоит таким образом, что не смотря на программу реформирования, РЖД, которая на 100% принадлежит государству и поэтому не торгуется на рынке, все же играет существенную роль оператора на рынке грузовых перевозок. Вторым по размеру оператором грузовых перевозок является «ПГК». На 2009 год именно РЖД и ПГК были крупнейшими операторами подвижного состава, имея в наличии по 344 и 205 тыс. ед. подвижного состава соответственно. Значительно отставая, но, тем не менее, ближе всего по этому показателю были Globaltrans и ТрансКонтейнер, 37 и 25 тыс. ед. подвижного состава соответственно. Однако в целом по отрасли состояние парка подвижного состава устаревшее, в основном, за счет парков РЖД и ПГК, срок использования в ближайшие несколько лет подходит к концу и потребуются значительное обновление парка подвижного состава. Структура перевозимого груза на рынке такова, что частные операторы занимают преобладающее положение в перевозке нефти и нефтепродуктов и железной руды. По остальным видам грузов (металлолом, черные металлы, уголь), – доля РЖД больше. Модель грузовых перевозок для частных операторов подразумевает неконтролируемые со стороны государства и конкурентные тарифы, в отличие от услуг РЖД. Однако частные операторы должны перечислять оплату в пользу РЖД за пользование инфраструктурой железных дорог и локомотивной тяги, и в дальнейшем в рамках реформы отрасли подразумевается либерализация рынка локомотивной тяги.

Сравнительный анализ компании, являющейся целиком частной, и государственной компании был бы предпочтителен, если бы мы смогли сопоставить показатели РЖД и частной компании. Однако, консолидированная финансовая отчетность ОАО «РЖД» включает в себя финансовые результаты всех ее дочерних компаний, поэтому они не пригодны для сравнения. Следующий крупнейший перевозчик это «ПГК», но у компании нет финансовой отчетности по МСФО за необходимый нам промежуток времени. В качестве альтернативы был выбран еще один ключевой дочерний оператор грузовых перевозок РЖД – ОАО «ТрансКонтейнер». В данном случае доля владения и влияния государства носит косвенный характер, через РЖД. ТрансКонтейнер будет сравниваться с крупнейшей частной группой на российском рынке грузовых железнодорожных перевозок – Группа «Globaltrans». Результатом сравнения компаний должно быть решение о большей или меньшей эффективности той или иной компании.

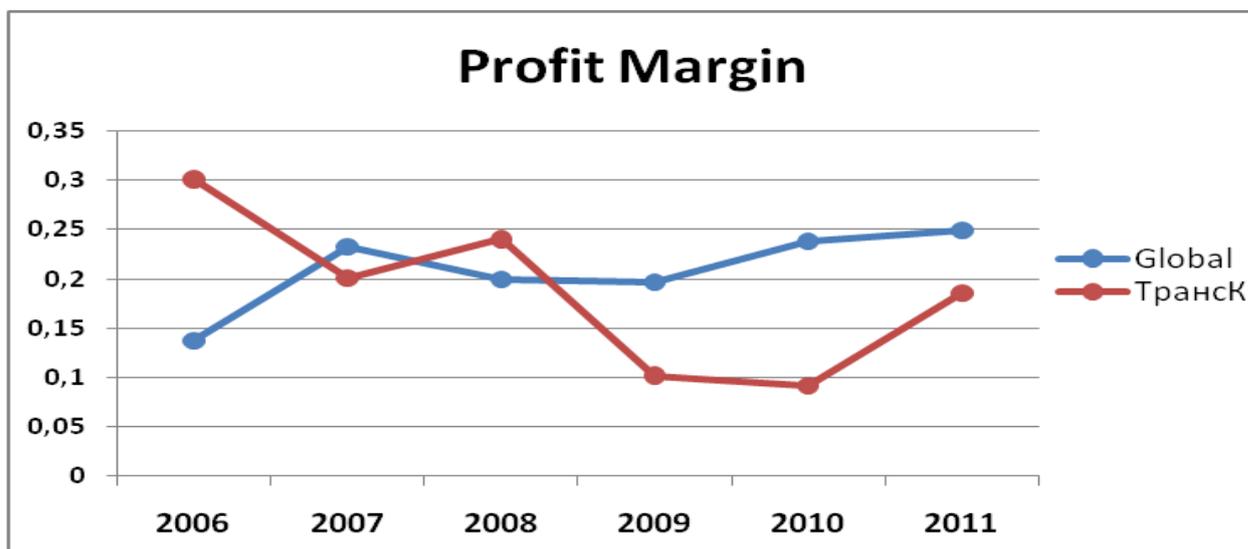


**Рисунок 4.5.14. Доля РЖД в уставном капитале ОАО «ТрансКонтейнер»**

ОАО «ТрансКонтейнер», чье основное направление деятельности это железнодорожные контейнерные перевозки, также находится на стадии приватизации, доля РЖД, косвенное владение государством, в уставном капитале компании за период с 2006 года менялась дважды.

Группа «Globaltrans» – частная компания, как мы уже и говорили. Ее основные направления деятельности это контейнерные перевозки, со специализацией на металлургии, нефти и нефтепродуктах, и предоставление вагонов в лизинг.

Так как компании Globaltrans и ТрансКонтейнер котируются на рынке с 2008 и 2010 года соответственно, то использовать в динамике коэффициент q-Tobin как адекватный показатель эффективности всей компании с точки зрения рынка представляется невозможным, поэтому для сравнения используем маржу операционной прибыли, как отношение операционной прибыли к выручке. Этот показатель может отражать эффективность ведения компанией основной деятельности, профильной, но не способен отразить многие другие аспекты финансовой деятельности компании, такие как долговая нагрузка, ликвидность и платежеспособность, поэтому они будут рассмотрены дополнительно.

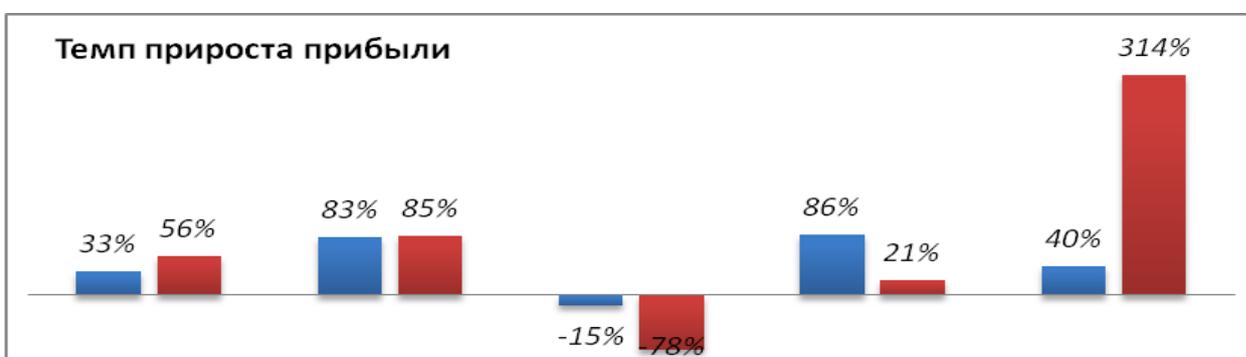
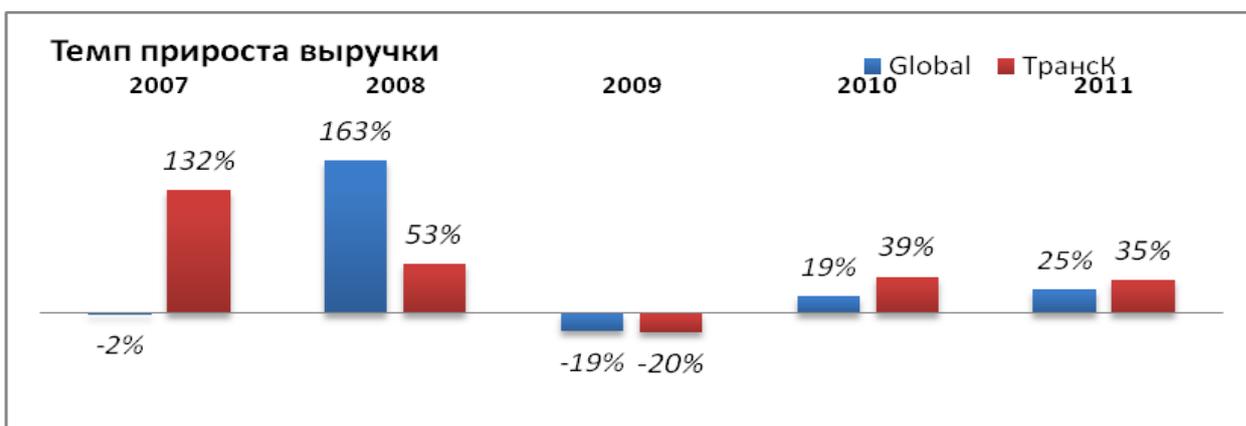


**Рисунок 4.5.15. Динамика маржи операционной прибыли компаний Globaltrans и ТрансКонтейнер**

График показывает, что деятельность Globaltrans имеет более стабильный характер после роста в 2007 году, что выражается в меньшей волатильности даже в период кризиса. А маржа прибыли<sup>52</sup> ТрансКонтейнера сильно колеблется за указанный промежуток с заметным падением в 2009 году и восстановлением лишь в 2011 году. По графику очевидна более эффективная операционная деятельность компании Globaltrans. Однако в рамках политики приватизации требуется объяснить причины данной эффективности и попытаться выяснить, насколько меньшая эффективность компании-аналога (ТрансКонтейнера) связана с тем, что контрольный пакет акций принадлежит РЖД.

Если сопоставить графики изменения динамики прироста выручки и прибыли компаний, мы увидим, что в 2009 году выручка обеих компаний на фоне снижения железнодорожных перевозок на 15 % снизилась примерно на 20%, при этом у ТрансКонтейнера отмечается падение прибыли на 78% (по сравнению с падением прибыли Globaltrans, равным 19%).

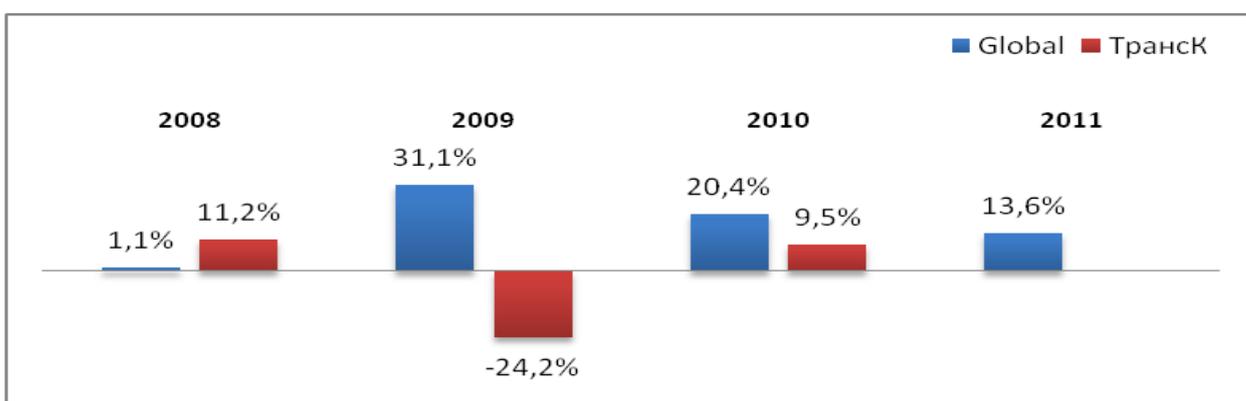
<sup>52</sup> Отношение прибыли к выручке



**Рисунок 4.5.16. Динамика темпов прироста прибыли и выручки компаний Globaltrans и ТрансКонтейнер**

Как указывает ТрансКонтейнер в годовых отчетах, падение выручки в 2009 году было обусловлено падением объемов железнодорожных контейнерных перевозок: для компании на 18,7% и в целом по сети РЖД - на 21,6%. Также причиной стала «ценовая политика компании в первой половине 2009 года, нацеленная на сохранение клиентской базы в условиях снижения спроса и жесткой ценовой конкуренции. Globaltrans, в свою очередь, выделял, что помимо снижения спроса на свои услуги, причиной падения выручки стало резкое понижение валютного курса рубля, функциональной валюты компании. Также аномальным выглядит четырехкратный рост прибыли ТрансКонтейнера в 2011 году, однако в отчете компании объясняется, что такое повышение возникло благодаря увеличению объемов операций и благоприятной экономической конъюнктуре, а также успешной реализации мероприятий, направленных на повышение рентабельности, то есть данный рост не является сверхъестественным и, по словам специалистов, происходил в соответствии с их ожиданиями.

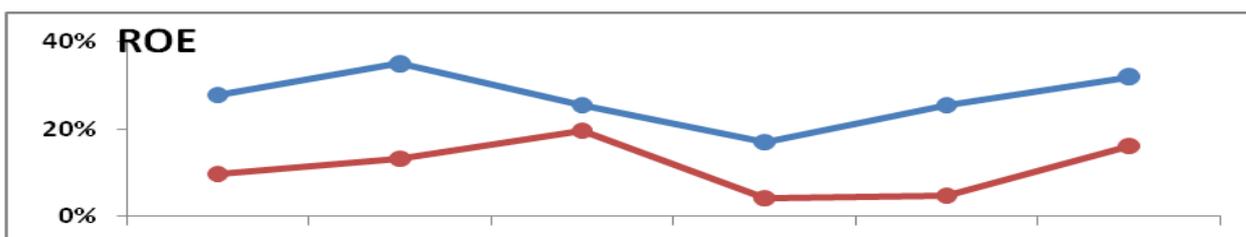
Еще одна проекция для сравнения - производственные (операционные) показатели, по которым наблюдается сравнительное преимущество Globaltrans. К сожалению, сопоставить абсолютные показатели оборота по грузовым перевозкам не представляется возможным, единица измерения у ТрансКонтейнера это ДФЭ (двадцатифутовые эквиваленты), а у Globaltrans – тонны на километр. По динамике грузооборота наблюдается более высокая эффективность Globaltrans с положительным приростом за весь период с 2008 по 2011 год.

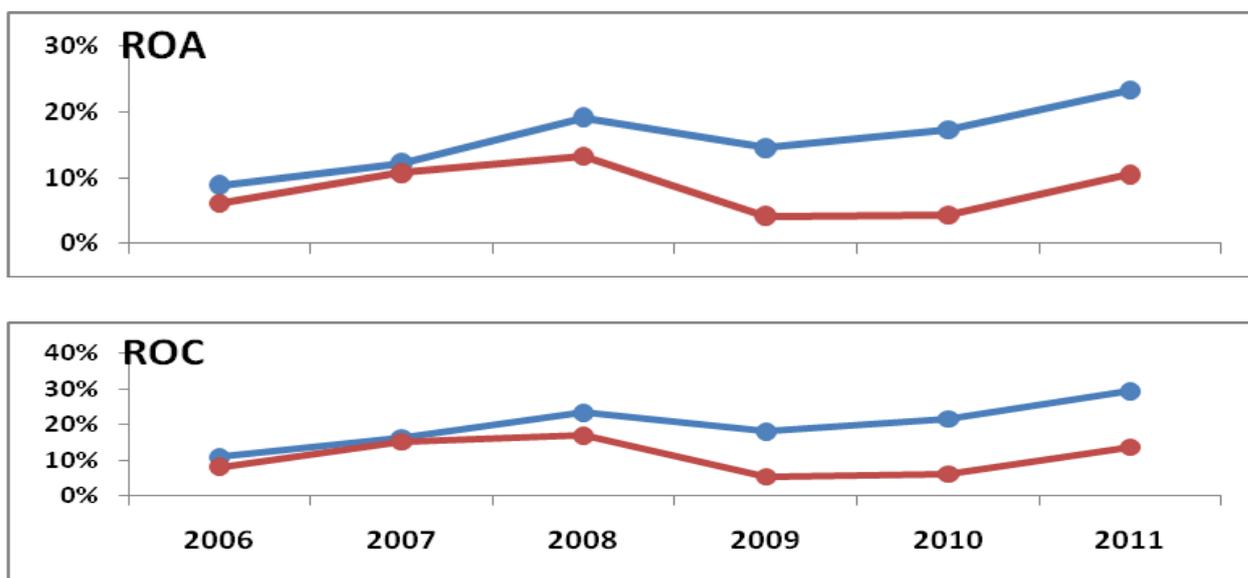


**Рисунок 4.5.17. Динамика прироста оборота по грузовым перевозкам компаний Globaltrans и ТрансКонтейнер**

Показатель «порожний пробег» еще один индикатор для сопоставлений компаний. Его значение за последние три года у обеих компаний находилось на уровне около 40%. В парке грузовых вагонов у ТрансКонтейнера существенных количественных изменений с 2008 года не происходило, и парк содержит около 24 тыс. грузовых вагонов, в то время как Globaltrans нарастил собственный парк с 26,9 тыс. в 2008 году до 50,7 тыс. грузовых вагонов в 2010 году.

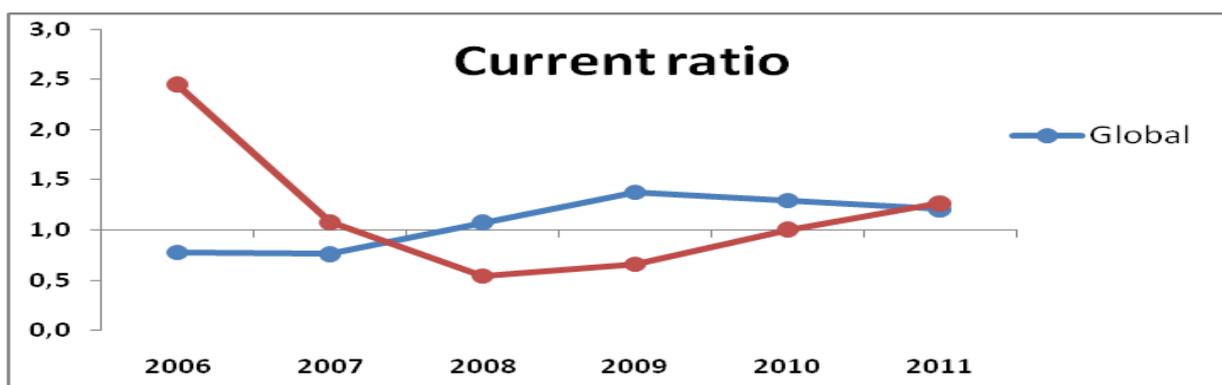
Динамика коэффициентов рентабельности по годам для обеих компаний не противоречит обозначенным ранее выводам и представлена на рисунке 4.5.18.





**Рисунок 4.5.18. Динамика ROE, ROA, ROC компаний Globaltrans (синий) и ТрансКонтейнер (красный)**

Лучшие значения натуральных показателей у Globaltrans, динамика прибыли и грузооборота, по сравнению с ТрансКонтейнер отразились соответствующим образом и в показателях рентабельности, ROE превышает в среднем за 6 лет почти в два с половиной раза, а ROA и ROC почти в два раза, что означает большую эффективность деятельности на капитал и вложенные средства.

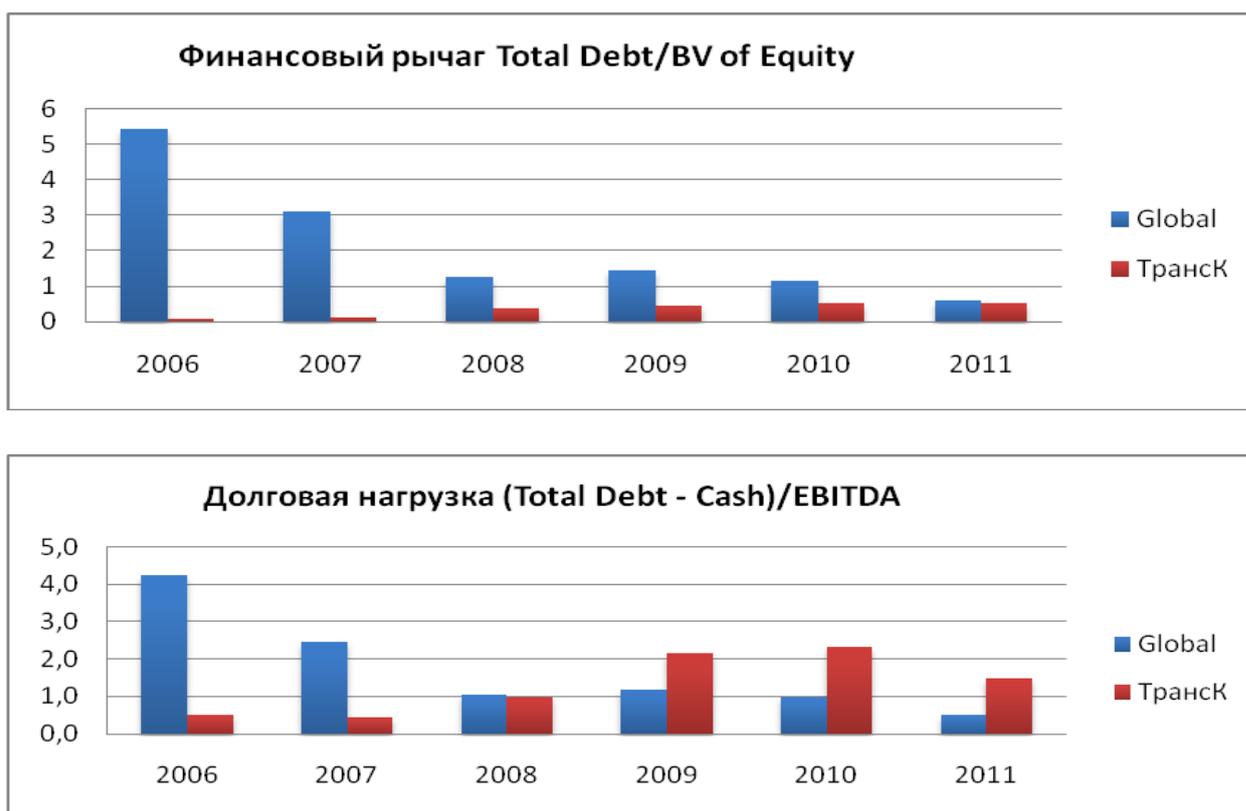


**Рисунок 4.5.19. Коэффициент текущей ликвидности по годам компаний Globaltrans и ТрансКонтейнер**

Другими немаловажными финансовыми показателями являются ликвидность и платежеспособность (динамика показана на рис. 4.5.19). Коэффициент текущей ликвидности, текущие активы по отношению к текущим обязательствам, показывает

выравнивание компаний по ликвидности с течением времени. Причем с 2008 года у Globaltrans коэффициент превышает значение, равное «1», а у ТрансКонтейнера возникали проблемы с ликвидностью в период кризиса. До 2008 года у Globaltrans коэффициент текущей ликвидности были ниже 1, это объяснялось существенным финансовым рычагом за счет привлечения долга, но об этом позже. Последние присвоенные кредитные рейтинги агентством Moody's для Globaltrans – Вa3, для ТрансКонтейнера – Вa2 с негативным прогнозом. Несмотря на то, что рейтинг ТрансКонтейнера на ступень выше, по платежеспособности компании близки друг к другу, агентство присваивает их бумагам инвестиционный уровень.

Еще одна необходимая часть сравнительного анализа финансового положения – финансовая устойчивость, которая оценена нами по показателям финансового рычага и долговой нагрузки (окупаемости долга).



**Рисунок 4.5.20. Показатели финансового рычага и долговой нагрузки компаний Globaltrans и ТрансКонтейнер по годам**

Компания РЖД, когда создавала дочернюю ТрансКонтейнер, внесла в уставной капитал большое количество вагонов и прочих основных средств, поэтому на начальных

этапах (2006-2007 год) компании удалось избежать высокого финансового рычага и долговой нагрузки. Globaltrans для начала деятельности пришлось привлечь значительное количество долговых средств, и как результат, фиксировался высокий уровень долга, но за 6 лет компании удалось снизить долговые показатели, обойдя конкурента.

Качество защиты интересов инвесторов и государства может быть оценено по показателям корпоративного управления, в частности по структуре Совета директоров. Важными показателями, по нашему мнению, являются количество независимых директоров и тех, кто может быть аффилирован с государством. В обеих компаниях на 2011 год в Совете директоров было по 2 независимых директора, из 7 у Globaltrans и из 9 у ТрансКонтейнера. В Совете директоров Globaltrans не было лиц тем или иным образом связанным с государством, в то время как у ТрансКонтейнера четверо директоров непосредственно связаны с РЖД.

Не смотря на то, что государство косвенным образом владеет контрольным пакетом акций компании ТрансКонтейнер и может влиять на решения, принимаемые Советом директоров компании, существенные изменения в финансовых и производственных показателях компании никак не объясняются ни ограничениями, ни привилегиями со стороны государства. Частная компания Globaltrans, как показывает проведенный выше сравнительный анализ, более эффективна по финансовым и производственным (операционным) показателям и менее подвержена внешним рыночным шокам. Вывод, который мы можем сделать, состоит в том, что частная компания в отрасли железнодорожных грузовых перевозок эффективнее государственной, приватизация данного сектора является обоснованным решением проблемы недостаточности инвестиций в отрасли и низкой конкурентной среды.

## **В. Порты.**

Правительство РФ анонсировало планы и по приватизации госпакетов 12 морских и речных портов за период 2011-2013 годы: Архангельский морской торговый порт (20%), Архангельский речной порт (25,15%), Астраханский порт (25,15%), Восточный порт (20%), Морской торговый порт Беринговский (100%), Мурманский морской рыбный порт (100%), Новосибирский речной порт (25,5%), Омский речной порт (25,5%), Осетровский речной порт (51,03%), Таганрогский морской торговый порт (25,49%), Хабаровский речной торговый порт (25,5%), Южный речной порт (26,08%).

Значимым фактором, влияющим на инвестиционную привлекательность портов, является отмена тарифного регулирования (либерализация портов) с 2013 года<sup>53</sup>. При этом портовые операторы не будут исключены из списка субъектов естественных монополий (компании, как и раньше, будут согласовывать с антимонопольным ведомством все крупные сделки и предоставлять информацию о тарифах каждый квартал). К концу 2013 года, как ожидается, ценовое регулирование будет отменено во всех портах, кроме арктического бассейна (Диксон, Дудинка, Игарка, Мезень, Нарьян-Мар, Магадан, Петропавловск-Камчатский и др.), где в основном работает по одному оператору<sup>54</sup>. Со II квартала ФСТ отменяет регулирование тарифов в портах Архангельска, Темрюка и Таганрога. В остальных портах стивидоры смогут сами устанавливать тарифы к концу 2013 года. Отмена тарифного регулирования должна отразиться в первую очередь на работе контейнерных операторов, так как перевалка контейнеров - сегмент, в котором нужно быстро реагировать на изменение цен. После отмены регулирования грузоотправители не смогут хранить контейнеры в порту бесплатно в течение 10 дней, что позволит значительно разгрузить мощности портов и, соответственно, увеличит скорость выгрузки и загрузки.

В нашем сравнительном кейс-анализе изначально предполагалось сопоставление эффективности деятельности Новороссийского морского торгового порта и Владивостокского морского торгового порта. Новороссийский порт входит в состав группы компаний «НМТП», а Владивостокский – в группу компаний «FESCO». 20% акционерного капитала группы «НМТП» напрямую принадлежит государству через Росимущество, в то время как группа «FESCO» – полностью частная. Базовой компанией транспортной группы «FESCO» является «Дальневосточное морское пароходство», которая изначально развивалась как судоходная компания. Эти компании были выбраны по причине наличия финансовой отчетности по МСФО за длительный промежуток, с 2006

---

<sup>53</sup> Более 20 стивидорных компаний из 10 портов обратились в ФСТ в 2012 году с просьбой отменить тарифное регулирование. Заявки поступили в том числе и от крупнейших российских портовых операторов: группы НМТП (объединяет Новороссийский морской торговый порт и Приморский торговый порт), Global Ports (Восточная стивидорная компания), UCL Ports (Туапсинский морской торговый порт, «Морпорт СПб», Контейнерный терминал Санкт-Петербург), сообщили их представители. Отменить регулирование просили также Мурманский морской торговый порт (принадлежит структурам Андрея Мельниченко), Ванинский и Владивостокский морские торговые порты.

<sup>54</sup> В 2010–2011 гг. правительство РФ проводило эксперимент по отмене тарифного регулирования в Большом порту Санкт-Петербург (участвовали восемь из 15 стивидорных компаний). В результате тарифы на перевалку грузов выросли (за исключением тех случаев, когда перевалку осуществляют компании, аффилированные с грузовладельцами).

по 2011 год, в чьем распоряжении находился порт, речь идет и о крупнейших портах после Новороссийского порта, это Восточный и Мурманский порты.

Проведенный анализ финансовой, операционной (производственной) деятельности и корпоративного управления компанией показал, что группа «НМТП» более эффективна с финансовой точки зрения, однако эту эффективность никак нельзя объяснить присутствием государства в акционерном капитале группы. Более того, в ряде случаев государство накладывает ограничения, вводит для компании регулируемые тарифы как для монополиста в отрасли. Заметим, что формальное сравнение двух компаний («НМТП» и «FESCO») некорректно в силу различий по используемым бизнес-моделям (явной специализации компаний). Группа «НМТП» специализируется на полном спектре стивидорных услуг, тех которые непосредственно связаны с деятельностью порта, а группа «FESCO» занимается не только стивидорным обслуживанием, но и предоставляет услуги морских, железнодорожных и автомобильных транспортных перевозок, и надо сказать это их основная деятельность. Если посмотреть структуру доходов группы за 2006-2011 гг., то в среднем менее 10% выручки приходится на Владивостокский морской торговый порт. А у группы «НМТП» Новороссийский порт крупнейший торговый порт России - ключевой источник их деятельности. Поэтому сравнительный анализ групп компаний не представляется разумным и обоснованным.

Из той части финансовой отчетности по МСФО, которая делит анализ бизнеса на сегменты, для группы «FESCO» нами была выделена выручка и операционная прибыль в сегменте портов. Маржа операционной прибыли, построенная по этому сегменту в сравнении со всей группой и с группой «НМТП», представлена на графике 4.5.21.



1	ОАО "Новороссийский МТП"	17674,9	17729	18713,3	23095	19496,7	9,2%
2	ОАО "Восточный порт"	16064,3	16345,8	14998,5	14585,8	14700,4	6,9%
3	ОАО "Мурманский МТП"	14106,4	14439,2	14324,9	15117,1	12868,6	6,1%
4	ЗАО "Первый контейнерный терминал"	9961,5	10501,6	11428,4	10932,7	12994,7	6,1%
5	ЗАО "Дальтрансуголь"				5181,7	7979,8	3,8%
6	ОАО "Ростерминалуголь"	3519,2	6613,7	5843,5	7083,4	7502,6	3,5%
7	ОАО "Находкинский МТП"	6896,1	5468,3	7367,3	7830,3	6543,8	3,1%
8	ОАО "Владивостокский МТП"	3769,4	4515,3	5543,5	6027,6	6494,6	3,1%
9	ОАО "Петролеспорт"	6530,9	6952	7512,1	3338,3	6379,5	3,0%
10	ОАО "Ванинский МТП"	6428,6	6478,4	6621,3	6000,1	6011,9	2,8%
11	ОАО "Балтийский балкерный терминал"	3800,1	5039,4	5283,2	3580,4	5085,5	2,4%
12	ЗАО "Первая стивидорная компания"	5544,2	5326,5	5045	4696,3	4874,3	2,3%
13	ОАО "Туапсинский МТП"	6917,9	5463,1	4873,3	4284,6	4456,8	2,1%
14	ЗАО "Четвертая стивидорная компания"	3742,2	4211,5	4130,1	3550,8	3088,4	1,5%
15	ОАО "Калининградский МТП"	2949,8	4325,8	4463,4	1750,3	2615,6	1,2%
Итого		107905,5	113409,6	116147,8	117054,4	121093,2	57,2%

Прочие порты	66618,1	73207,4	75633,1	81327,5	90517	42,8%
Всего по России	174523,6	186617	191780,9	198381,9	211610,2	100,0%

*Источник: Годовые отчеты ОАО «Ванинский морской торговый порт»*

Из таблицы 4.5.5 видно, что уже рассматриваемый нами Новороссийский порт лидирует по показателю объема перевалки груза, занимая в 2010 году долю в 9,2% от общероссийского. А Владивостокский порт занимает лишь 8 место по итогам 2010 года с грузооборотом в три раза меньшим, чем у лидера отрасли. Тройка крупнейших портов частично находится во владении государства, как мы уже говорили, Новороссийский порт – 20%, Восточный порт – 20%, и Мурманский порт – 25,5% уставного капитала, кстати, ММТП также входит в программу приватизации 2011-2013.

Однако, если посмотреть темпы прироста грузооборота портов, то положительную динамику за все 5 лет показывает лишь Владивостокский МТП, который, напомним, входит в частную группу компаний «FESCO». У остальных 14 компаний из таблицы 1 хотя бы за один год наблюдается отрицательный прирост, в большинстве случаев это обусловлено сокращением объемов перевалки контейнеров, что стало прямым следствием финансового кризиса. Но более детальный финансовый анализ группы «НМТП» показал, что по Новороссийскому порту сокращение объемов перевалки по ряду позиций (зерно, железорудное сырье, черные металлы, наливные грузы) в 2010 году (по сравнению с 2009) приходится на потери от введенного 15 августа 2010 года государственного эмбарго на экспорт зерна из РФ. Поэтому выделить по портам влияние участия государства в акционерном капитале компаний очень сложно, в первую очередь, из-за нехватки данных по финансовым и производственным показателям портов.

Таким образом, нам не представляется возможным сделать однозначный вывод, какой порт с финансовой и производственной точек зрения функционирует эффективнее, а также о роли государства.

#### **4.6. Банки**

Уровень развития финансовой системы, а также эффективность ее работы являются залогом успешного развития национальной экономики. Поэтому вопросы, связанные с функционированием данной системы всегда вызывают повышенный интерес. Наиболее дискуссионным является вопрос о влиянии государственного присутствия в банковской

отрасли на эффективность ее работы и на возможности экономического роста. Особенно актуальным это является для РФ, где государство контролирует большую часть активов банковской сферы, явно и неявно владеет некоторыми инвестиционными, страховыми компаниями и является основным игроком в пенсионной сфере.

Центробанк в 2012 году определил список системно значимых банков, которых обяжут соблюдать более жесткие требования по капиталу и иным параметрам, например, особые требования будут предусмотрены для вознаграждения менеджмента (во время кризиса 2008-2009гг. ЦБ уже выделял банки «второго контура надзора», которые являлись системно значимыми, всего их было около 200, на 2012 год ЦБ публикует и ежемесячно обновляет список 30 крупнейших банков). Количество системно значимых банков будет варьироваться от 15 до 30, на начало 2013 года банки определены неформально и их состав, предполагается, будет обновляться.

Планы по приватизации банков по-разному воспринимаются аналитиками и рейтинговыми агентствами. Например, агентство Fitch в 2012 году снизило прогноз рейтингов банков группы ВТБ до «негативного» из-за планов государства сократить долю в банке (полностью выйти из капитала в 2016 году). По мнению аналитиков Fitch, банк зависит от госсредств значимо больше, чем его конкурент Сбербанк. Также Fitch учитывает обременительность господдержки, оказанной после приобретения Банка Москвы, риск значительных непредвиденных потерь у банка с учетом недостатков в области корпоративного управления и агрессивного риск-менеджмента.

На тему влияния доли государства на эффективность работы финансовых институтов проведено огромное количество исследований<sup>55</sup>. Например, Эндрюс [Andrews, 2005] в своей работе показывает, что государственные банки действуют менее эффективно, по сравнению с частными, что выражается, в частности, в более низких показателях рентабельности. В качестве причин он называет следующие факторы:

- задача, отличная от максимизации прибыли. Государственные банки несут на себе некоторые социальные функции, такие как предоставление финансовых услуг в отдаленных регионах страны, спасение неэффективных, но социально значимых

---

<sup>55</sup> Одна из позиций по полной и быстрой приватизации банковского сектора экономики высказана в статье газете Ведомости ректором РЭШ С.Гуриевым (совместная статья «Жизнь без госбанков» от 17.07.2012). В статье приведены результаты ряда исследований, доказывающих отрицательное влияние госбанков на экономическое развитие стран.

предприятий (аналогичный вывод по следованию неэкономическими интересами сделан и в работе С. Динка [Dinc I.S., 2005]);

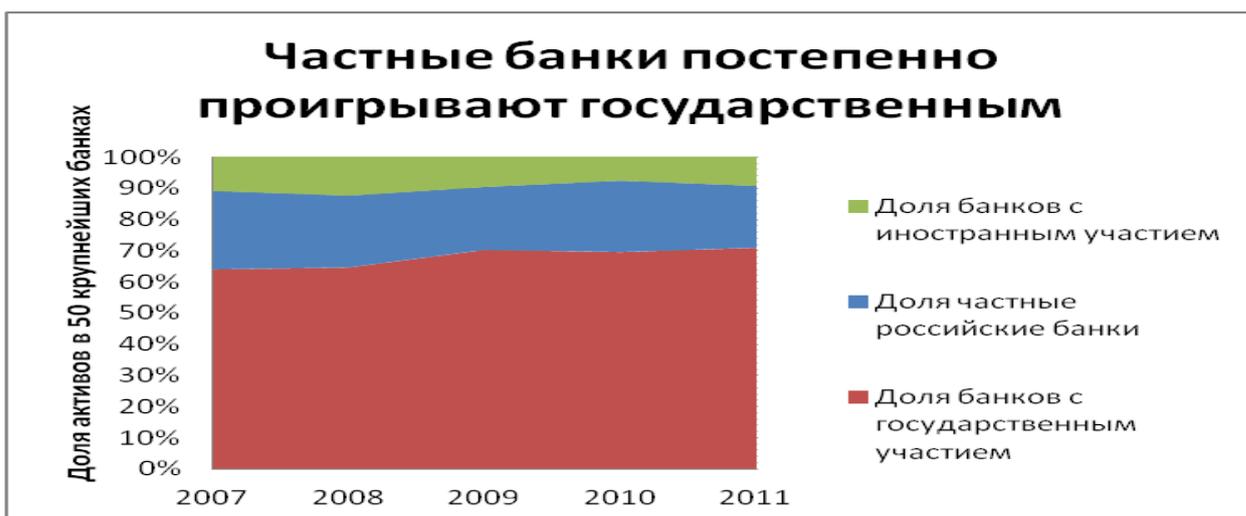
- менее эффективная деятельность менеджмента из-за слабой мотивированности;
- не слишком пристальный контроль со стороны государства и надзорных органов.

Это в свою очередь приводит к более позднему выявлению возможных проблем, и для их ликвидации требует большее количество ресурсов.

В исследовании Дж. Ианотты [Iannotta et al., 2007] по крупным банкам из стран Западной Европы, было показано, что частные банки более прибыльны, чем государственные. При этом у государственных банков было обнаружено сравнительно более низкое качество кредитного портфеля.

Несмотря на указанные недостатки ряд стран демонстрирует наращивание присутствия государства на ряде развивающихся рынках капитала (Россия, Индия, Китай).

Сопоставление долей активов частных банков, банков с государственным участием и с иностранным капиталом на российском рынке в 2000-2007, показало, что частные банки не смогли на равных конкурировать с другими банками. Их доля на рынке снижалась, одновременно с повышением доли банков с иностранным капиталом и с контролирующей долей государства. Во время кризиса доля банков с иностранным участием перестала расти, но повышение доли частного сектора не произошло. Крупные государственные банки продолжили увеличивать свою долю на рынке.



**Рисунок 4.6.1. Структура активов 50 крупнейших банков России**

То есть для российского рынка результаты указанных выше исследований могут быть не совсем верны. В то же время результаты работы А. Караса [Karas et al., 2010] по

российскому рынку не находят существенных различий между работой частных и государственных банков. Тогда как А. Верников [Vernikov, 2012] в своих расчетах показал, что доходность на собственный капитал и доходность на активы для государственных банков в 2009 и 2010 годах оказалась выше, чем для частных.

Таким образом, хотя некоторые теоретические исследования предсказывают меньшую эффективность работы государственных банков, на российском рынке мы видим обратную ситуацию.

Для объяснения повышения доли банков с государственным участием на рынке в данной работе были выдвинуты следующие гипотезы:

1) Более низкая стоимость фондирования для государственных банков приводит к более низким ставкам по выдаваемым кредитам, что в свою очередь ведет к увеличению их доли на рынке.

2) Возможность привлекать клиентов более выгодными условиями ведет к борьбе за хороших корпоративных заемщиков. Таким образом, риски, принимаемые на себя государственными банками, окажутся не выше рисков частных банков.

Для проверки данных гипотез были выбраны универсальные банки, входящие в список двадцати пяти крупнейших по размерам активов, имеющих активы от 200 млрд. руб. до 10,5 трлн. руб. Так как рынок характеризуется высокой концентрацией, активы данных банков составляют около 73% от активов всего рынка.

Необходимым условием являлось наличие отчетности по МСФО, по крайней мере, с 2007 года. Таким образом, в выборку попало 16 банков. Все банки были поделены в зависимости от контролирующей доли участия по следующим группам:

**Таблица 4.6.1. Банки с разной структурой акционерного капитала, включенные в выборку**

<b>Государственные</b>	<b>Частные</b>	<b>Иностранные</b>
Сбербанк	Альфа-Банк	Юникредит банк
Группа ВТБ	Промсвязьбанк	Росбанк
Газпромбанк	Номос банк	Райффайзен банк
	Уралсиб банк	Нордеа банк
	МДМ банк	

	Банк Санкт-Петербург	
	Московский кредитный банк	
	Ханты-мансийский банк	
	Петрокоммерц банк	

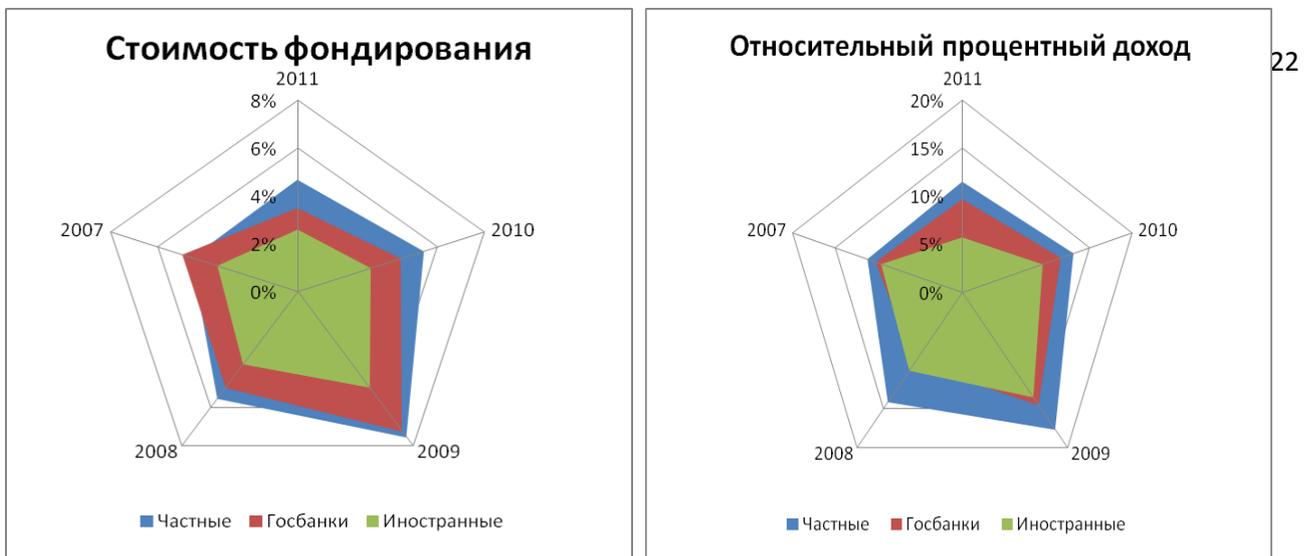
Так как за временной промежуток с 2007 по 2012 год произошли слияния и поглощения на рынке, то для сравнимости данных разных лет отчетность некоторых банков была трансформирована. Это касается банков МДМ и Урса, которые произвели слияние в 2009 году, и группы ВТБ, в которую в 2010 году вошел Транскредитбанк, а в 2011 – банк Москвы. Необходимые данные отчетности для лет, предшествующих объединению, складывались, при этом неявно принималась гипотеза о незначительной величине транзакций между контрагентами. Данный результат принимался как оценка деятельности банка в период до слияния.

В выборку не попали такие крупные банки, как Внешэкономбанк и Россельхозбанк. Они достаточно сильно отличаются от других коммерческих банков, и их скорее можно отнести к институтам развития, имеющих цель, отличную от получения прибыли.

Для проверки первой гипотезы была собрана информация по стоимости фондирования банков и их процентном доходе в относительном выражении за последние пять лет.

Стоимость фондирования рассчитывалась как отношение процентного расхода к совокупной величине соответствующих пассивов банка: средствам клиентов и других банков, выпущенным долговым ценным бумагам и субординированным обязательствам.

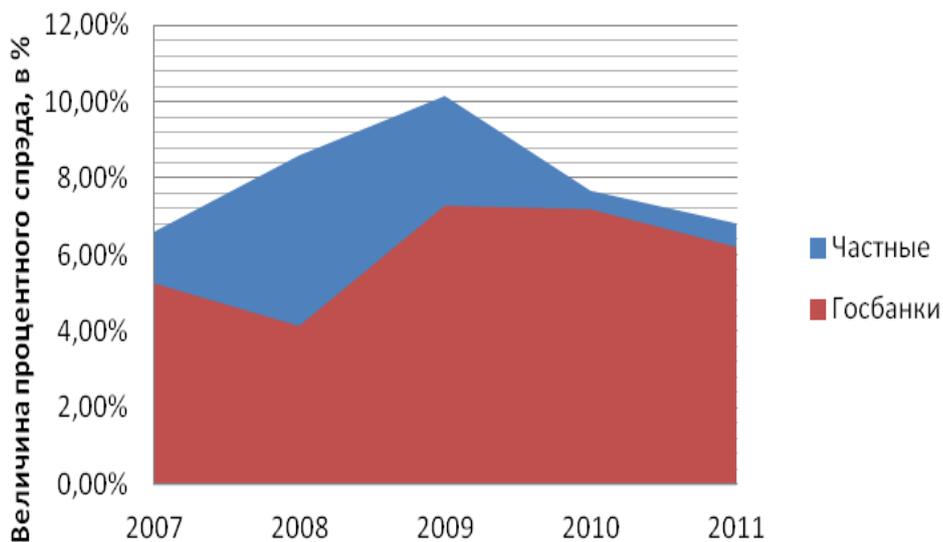
Относительный процентный доход определялся как отношение годовых процентных доходов к величине кредитов, предоставленных банкам и клиентам.



**Рисунок 4.6.2. Средние значения относительного процентного дохода и стоимости фондирования**

В целом первая гипотеза подтверждается. Хотя различие в стоимости фондирования минимальны в 2009 году, разница между частными и государственными банками возрастает к 2011. Ситуация аналогична и для относительного процентного дохода – процент для государственных банков в целом меньше. Для более полной интерпретации следует рассмотреть также процентные спрэды, так как прибыль банка от процентной деятельности складывается из них.

**Сравнение процентных спрэдов частных и государственных банков**



**Рисунок 4.6.3. Среднее значения процентного спреда для частных и государственных банков**

Интересен результат для 2010 и 2011 годов – процентные спреды банков с государственным участием и частными банками практически совпадают. То есть государственные банки могут без относительных убытков предоставлять средства по более низким процентным ставкам, что делает частные банки неконкурентоспособными, по крайней мере, по этому показателю.

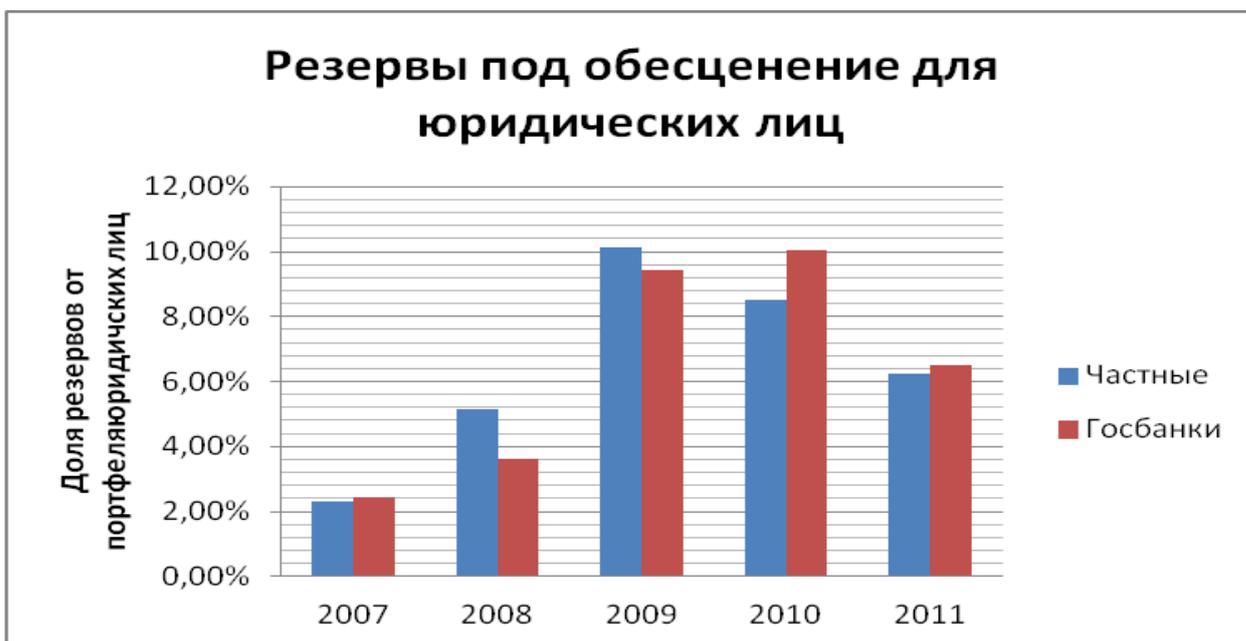
Также интересен результат для 2009 года, когда при почти совпадающей стоимости фондирования государственные банки предоставляли средства по более низкой ставке. Это может являться свидетельством наличия социальной функции государственных банков – поддержке экономики во время кризиса, что шло в разрез с целью максимизации прибыли.

Для проверки второй гипотезы были проанализированы два показателя: величины процентного отношения резервов под обесценение к портфелю юридических лиц и долю отчислений на резервы от чистого процентного дохода.

Первый показатель был выбран именно для юридических лиц, так как в случае розничных заемщиков риски являются частью бизнес-модели банков, которая может предполагать выдачу кредитов ненадежным заемщикам под более высокий процент, одновременно ожидая, что определенная доля выданных кредитов не вернется к ним. В случае корпоративных клиентов речь скорее идет об умении банков корректно оценить риски, связанные с определенной компанией, и этот результат лучше отражает отношение к рискам в банке.

Второй показатель отражает влияние политики в отношении рисков на финансовый результат от процентной деятельности. Чем большие риски принимает на себя банк, осознанно или нет, тем большие средства он будет направлять на формирование резервов, а не на выплаты акционерам.

Как видно из рисунка ниже, в 2007 и 2011 годах резервы для государственных банков и частных практически совпадают. Различия появляются во время кризиса, но они незначительны, максимальное отклонение не превышает 1,5% в 2008 году.



**Рисунок 4.6.4. Средние значения относительной величины резервов под обесценение для портфеля юридических лиц**

Как видно из рисунка снизу разница между частными и государственными банками присутствует, особенно в 2008-2009 гг. К 2010 разница пропадает, а в 2011 частные банки отчисляли на резервы больше государственных.



**Рисунок 4.6.5. Средние значения отношения отчислений на резервы к чистому процентному доходу.**

Таким образом, результаты ряда академических исследований по развитым и развивающимся рынкам капитала не согласуются с оценками по российскому рынку. По собранным данным нельзя утверждать, что государственные банки ведут более рисковую деятельность по сравнению с частными и характеризуются меньшей эффективностью.

Проверка гипотез показала, что процентный спрэд государственных банков практически совпадает с процентным спрэдом частных банков. Одновременно с этим доходы от процентных операций у них ниже, что позволяет им привлекать новых клиентов из-за выгодных условий кредитования (одной из причин этого является низкая стоимость фондирования для государственных банков). Ниже перечислены некоторые причины, по которым стоимость фондирования у государственных банков может оказаться низкой:

- 1) Из-за наличия доли государства в капитале госбанков их положение представляется более надежным. С одной стороны, это приводит к получению более высокого кредитного рейтинга, что в свою очередь ведет к привлечению более дешевого заемного капитала. С другой стороны, население доверяет данным банкам и готово ссужать им свои средства, даже под менее высокий процент.
- 2) Остатки по счетам у государственных банков могут оказаться выше, чем у частных. Государственные органы и компании в большинстве своем обслуживаются через государственные банки. Это может приводить к увеличению условно бесплатных остатков по счетам в пассивах банков.

В соответствии с планом приватизации в 2012-2013 Правительство предлагает продать 7,58% минус 1 акция Сбербанка, 25,5% минус 1 акция ВТБ (при полном выходе из капитала до 2016 года), а также полностью выйти до 2016 года из капитала Россельхозбанка. Основная цель приватизации в банковском секторе заключается в повышении конкуренции в банковском секторе и выравнивании условий деятельности для частных банков, а также повышение эффективности управления для государственных банков. Как уже указывалось выше, низкая стоимость фондирования позволяет государственным банкам без особых убытков предлагать клиентам более выгодные условия кредитования. Предполагается, что снижение доли государства приведет к

повышению стоимости средств для государственных банков, и тем самым к более равным условиям деятельности на рынке. Однако данные эффекты скажутся скорее в средней и долгосрочной перспективе (5-7 лет), что можно объяснить следующими причинами:

- 1) Пока государство присутствует в капитале банка, индивидуальные клиенты будут воспринимать его как надежный государственный банк. Ситуация аналогична для государственных компаний, которые будут предпочитать обслуживаться в банках с государственным участием. Таким образом, пока доля государства остается значительной (выше 25%) изменение стоимости фондирования маловероятно.
- 2) Эффективность. Хотя к 2015 году государство планирует снизить свою долю ниже контрольной в ВТБ и Россельхозбанке, в ближайшей перспективе она все равно будет оставаться равной или выше 50%. Фактически для менеджмента компаний мало, что поменяется, не стоит ожидать действий по повышению эффективности внутренних процедур.

Таким образом, приватизация в перспективе одного-двух лет маловероятно окажет влияние на банковский сектор, поэтому государственным органам скорее следует сосредоточиться на максимизации возможных доходов от приватизации, а не на скорости ее проведения.

#### **Приложение 4.6.1. Относительный процентный доход, рассчитанный для банков из выборки**

Относительный процентный доход					
	2011	2010	2009	2008	2007
Сбербанк	10,97%	14,46%	16,72%	12,20%	10,92%
Газпромбанк	9,29%	9,46%	12,86%	6,21%	11,35%
ВТБ	8,82%	10,98%	14,07%	9,02%	8,40%
Альфа банк	10,92%	11,87%	16,03%	14,26%	10,06%
Юникредитбанк	5,74%	7,34%	11,02%	8,81%	8,06%
Росбанк	-	13,75%	17,19%	13,38%	12,54%
Райффайзен	-	10,69%	16,81%	12,05%	11,19%
Промсвязьбанк	11,39%	14,34%	20,11%	14,13%	11,28%
Номос банк	10,44%	7,71%	19,22%	12,54%	10,20%
Уралсиб	-	16,60%	22,41%	17,63%	11,86%
МДМ банк	-	16,15%	15,51%	16,42%	14,26%
Санкт Петербург	12,11%	12,43%	15,60%	11,66%	9,23%
Нордеа банк		6,06%	9,05%	6,09%	6,35%

Московский кредитный банк	12,77%	13,93%	15,50%	12,10%	10,17%
Ханты-мансийский банк	11,43%	11,92%	15,21%	12,73%	11,68%
Петрокоммерц	-	13,07%	19,84%	16,02%	11,63%

**Приложение 4.6.2. Стоимость фондирования, рассчитанная для банков из выборки**

Стоимость фондирования					
Сбербанк	3,0%	4,1%	5,1%	4,2%	4,2%
Газпромбанк	3,8%	4,6%	8,6%	5,4%	6,5%
ВТБ	3,6%	4,7%	8,1%	5,4%	4,1%
Альфа банк	4,40%	3,98%	7,75%	6,15%	3,93%
Юникредитбанк	2,57%	2,58%	7,44%	4,46%	4,63%
Росбанк	-	6,00%	7,66%	5,15%	3,87%
Райффайзен	-	2,52%	3,68%	3,12%	3,56%
Промсвязьбанк	4,54%	6,26%	6,98%	5,30%	4,87%
Номос банк	4,22%	3,20%	7,95%	5,45%	4,27%
Уралсиб	-	5,97%	8,59%	5,35%	3,91%
МДМ банк	-	7,40%	6,55%	6,69%	5,69%
Санкт Петербург	4,24%	5,04%	7,25%	4,91%	4,06%
Нордеа банк		1,38%	1,18%	2,40%	1,66%
Московский кредитный банк	6,04%	5,64%	7,54%	5,24%	4,83%
Ханты-мансийский банк	4,61%	5,92%	8,00%	5,11%	4,50%
Петрокоммерц	-	5,38%	7,36%	5,79%	4,86%

#### 4. 7. Кейсовое сравнение государственного «ВТБ» и частного «Альфа-Банк»

Множество работ посвящено анализу эффективности банков до и после приватизации, сопоставлению частных и государственных банков, большинство из них доказывают наличие улучшений в эффективности и управлении после приватизации, а также преимущество частных, публичных банков перед государственными. Здесь можно привести примеры исследований, по развивающимся странам и странам с переходной экономикой.

Так, например, Bonin, Hasan и Wachtel (2005) сопоставили крупнейшие банки шести стран восточной Европы: Болгарии, Чехии, Хорватии, Венгрии, Польши и Румынии. В выборку вошли данные по 220 банкам за период с 1996 по 2000 год. Гипотеза такова, что банки с присутствием иностранных собственников более эффективны, чем государственные банки. В статье приведены выводы о том, что банки, приватизированные при помощи продажи доли зарубежным инвесторам – более эффективны. Так, рентабельность активов (*return on assets*) выше у банков с долей иностранных инвесторов (0,0273) по сравнению с частными (0,007) и государственными банками (0,0004), аналогична ситуация с рентабельностью собственного капитала (*return on equity*): у банков с участием иностранных инвесторов выше (0,1266), чем у государственных (-0,044) и частных (0,0283); банки с участием иностранных собственников демонстрируют более высокую относительную эффективность издержек (*relative cost efficiency*) и прибыли (*relative profit efficiency*). Отмечается, что присутствие зарубежных банков, стратегических зарубежных инвесторов положительно влияет на весь банковский сектор стран с переходной экономикой.

В статье Verbrugge, Megginson, Owens (2000) авторы исследовали приватизацию банков путем публичного размещения на примере 92 размещений 65 банков из 12 развитых и 13 развивающихся стран. Согласно данным и наблюдениям, банковские IPO являются достаточно крупными с медианным значением размещения 300 миллионов долларов в развитых странах и 140 миллионов долларов в развивающихся. Авторы подтверждают наличие положительных первоначальных доходностей после размещения, средняя доходность равна 30,5%, медианная – 15,9%. Согласно исследованию, после приватизации у компаний повысилась прибыльность, операционная эффективность, непроцентные доходы, сократился рычаг. Авторы утверждают, что в случае, если и далее в банках будет присутствовать значительная доля государственной собственности, то это

может вызвать серьезные проблемы при установлении рыночных механизмов управления и принятия решений.

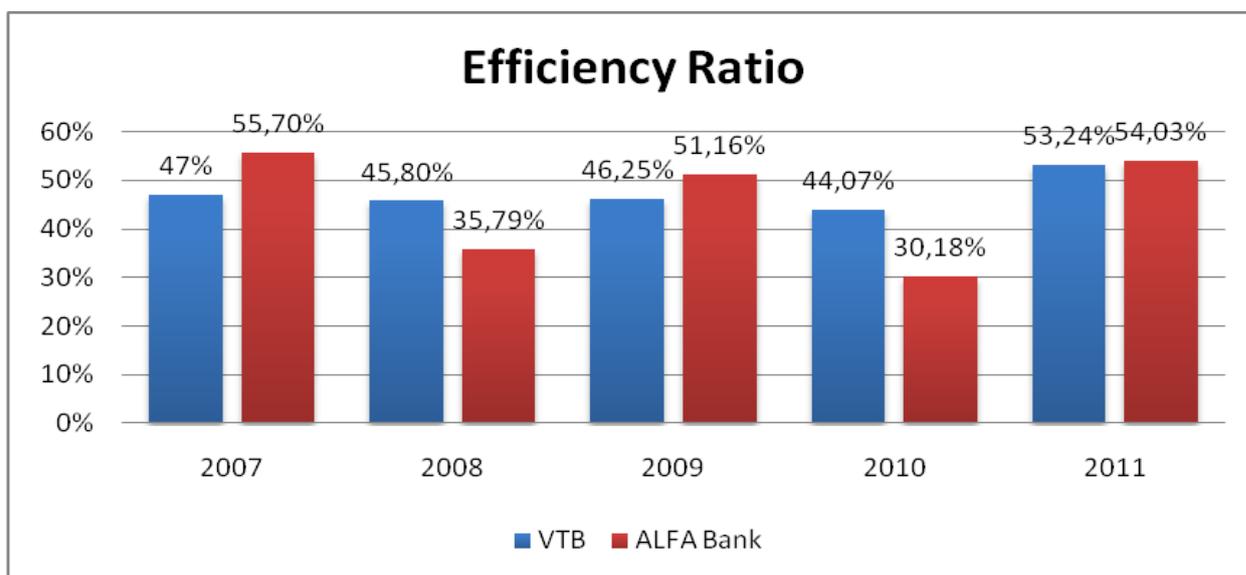
В исследовании Boubakri, Cosset, Fischer и Guedhami (2005), основанном на изучении послеприватизационных показателей 81 банка из 22 развивающихся стран (прошедших приватизацию в 1986-1998 гг.), показано, что в среднем, банки, отобранные для приватизации, имели более низкую эффективность и финансовую состоятельность, чем банки, которые и далее остались под полным контролем государства. В послеприватизационный период, согласно данному исследованию, увеличилась прибыльность на 2,2 процентных пункта (выраженная через ROE), экономическая эффективность повысилась на 0,4 процентных пункта (чистая процентная маржа), подверженность риску (кредитному и процентному) сократилась на 7 процентных пунктов. Согласно данным, полученным авторами, до приватизации, в среднем, в развивающихся странах размер доли, принадлежащей государству, составляет 87,6%, после приватизации сокращается до 33,6% и продолжает снижаться до 25,4% в течение трех лет. Зарубежные инвесторы, в среднем, держат 2,6% до приватизации и их доля возрастает до 11,9% в год приватизации, через три года – 15,3%. Эти данные показывают, что частичная приватизация доминирует (количество банков, приватизированных частично, занимает 75% от выборки), а доля зарубежных инвесторов в банках развивающихся стран меньше, чем в странах с переходной экономикой.

В работе Cornett и Guo (2009) на примере 351 коммерческих и 99 государственных банков из 16 стран Дальневосточного региона (1989-2004 гг.) показано, что государственные банки функционировали менее эффективно, являлись менее прибыльными, имели меньше капитала и демонстрировали более высокие риски, чем частные банки. Разница между показателями больше в тех странах, где доля государственного участия выше или велика политическая коррупция в банковском секторе. Также в течение периода с 1997 по 2000 год (4 года после начала азиатского кризиса) ухудшение рентабельности, сокращение капитала, снижение качества кредитов было гораздо более значительным у государственных банков, по сравнению с частными. В среднем разница в рентабельности (ROA) составила 1,29 процентных пункта (в среднем, у государственных банков ROA составляло -0,74%), показатель отношение капитала к активам у государственных банков ниже на 5,96 п.п., темп роста активов у частных банков выше на 2,78 п.п. Контраст был особенно сильным в странах, наиболее пострадавших в

кризис: Индонезии, Филиппинах, Малайзии, Южной Корее и Тайланде, однако этот разрыв сократился в посткризисный период (2001-2004). Авторы однозначно утверждают, что азиатские частные банки функционировали эффективнее, чем государственные.

В России по-прежнему остаются банки со значительной долей государственного участия, соответственно, в данном разделе перед нами стоит задача сопоставить банк с присутствием государства в доле и частный банк, сравнить эффективность за период 2007-2011 гг.

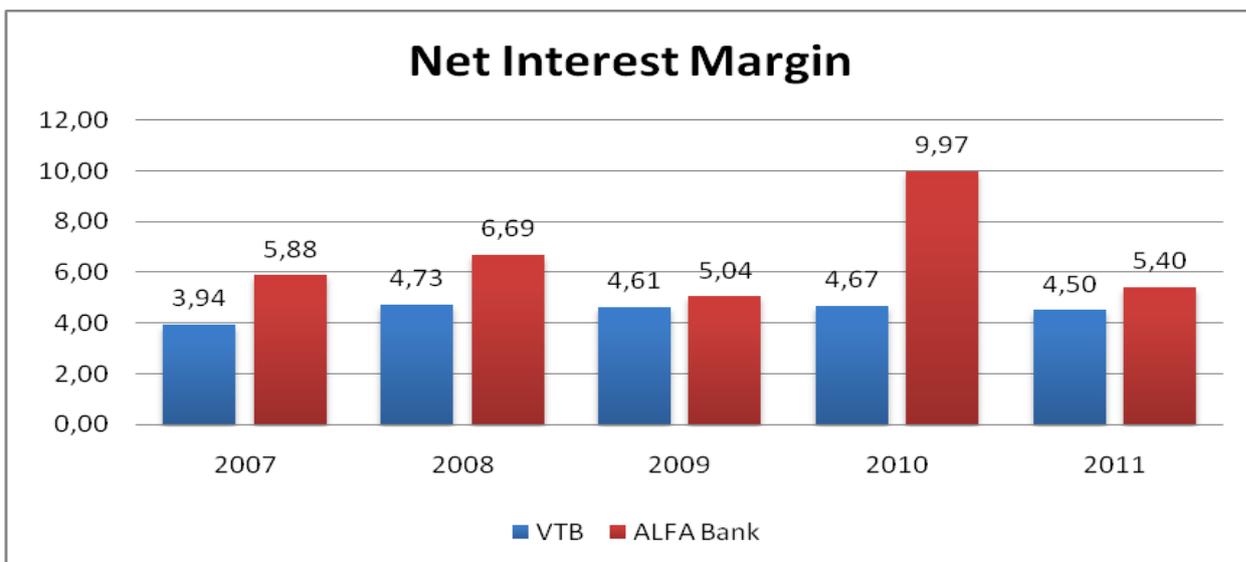
Как кейсовый анализ нами сопоставлены финансовые и операционные результаты деятельности двух крупных российских банка, один из которых находится под контролем государства (75,5%) - «ВТБ» (2-ое место в рейтинге bank.ru по чистым активам в России, май 2012) и полностью частного «Альфа-Банк» (7-ое место по чистым активам). Начнем с рассмотрения Efficiency Ratio, который позволит проследить, насколько эффективно функционировали «ВТБ» и «Альфа-Банк» на отрезке с 2007 по 2011 год.



**Рисунок 4.7.1 Efficiency Ratio для «ВТБ» и «Альфа-Банк»**

Efficiency Ratio (*Cost to Income Ratio*) – показатель, который, преимущественно, используют при сравнении эффективности компаний финансового сектора, банков, здесь сопоставляются издержки по отношению к доходам. Как видно из графика, эффективность, исходя из сравнения показателя, у двух банков отличалась незначительно, а колебание в ту или иную сторону происходили одновременно, что может говорить о подверженности банков общей тенденции в банковском секторе.

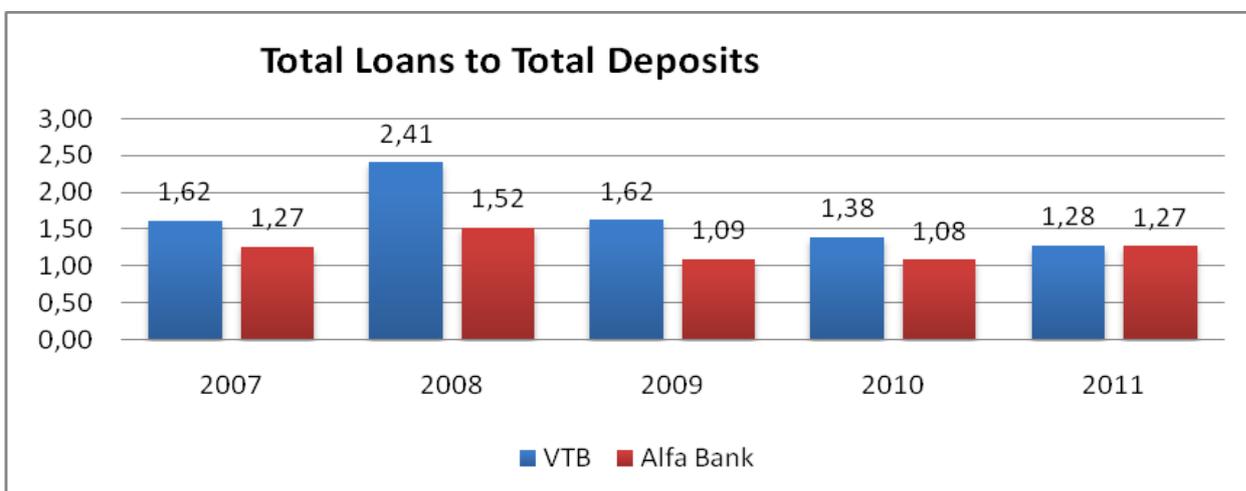
Один из наиболее важных показателей деятельности банка, его прибыльности, отражающий эффективность проводимых им активных операций, - чистая процентная маржа. В данном случае она рассчитывается как отношение в процентах чистого процентного дохода банка к средней сумме его активов, приносящих проценты.



**Рисунок 4.7.2 Net Interest Margin для «ВТБ» и «Альфа-Банк»**

Из рисунка видно, что у «Альфа – Банка» показатель чистой процентной маржи превышает «ВТБ», что говорит о том, что политика «Альфа – Банка» является более оптимальной, в 2010 году – почти в два раза.

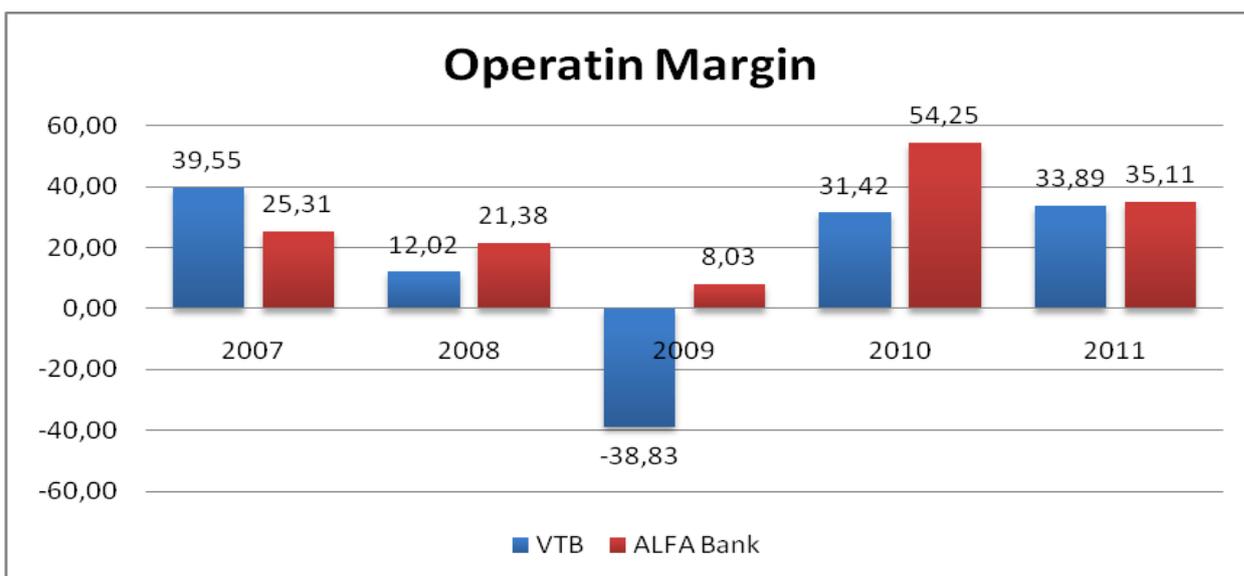
Другим немаловажным показателем является «Total Loans to Total Deposits» - отношение займов к депозитам отражает ликвидность банка.



**Рисунок 4.7.3 Total Loans to Total Deposits для «ВТБ» и «Альфа-Банк»**

Высокие значения коэффициента займов к депозитам могут означать, что банку сложнее будет покрыть непредвиденные расходы. Заметно, что «Альфа-Банк» придерживается более умеренной политики в этом отношении, на периоде с 2007 года по 2010 показатель ниже, чем у «ВТБ», однако по итогам 2011 года он выравнивается практически на один уровень.

Следующий показатель – операционная маржа, рассчитываемая как отношение Operating Income к Net Sales, показывает сколько остается от дохода после вычитания прямых издержек, до процентов и налога, и используется для сравнения операционной эффективности. Чем выше операционная маржа, тем выше эффективность, это говорит о том, что банк зарабатывает больше на каждый рубль продаж. Показатель «операционная маржа» зачастую применяется для сопоставления банков, сравнения их эффективности.

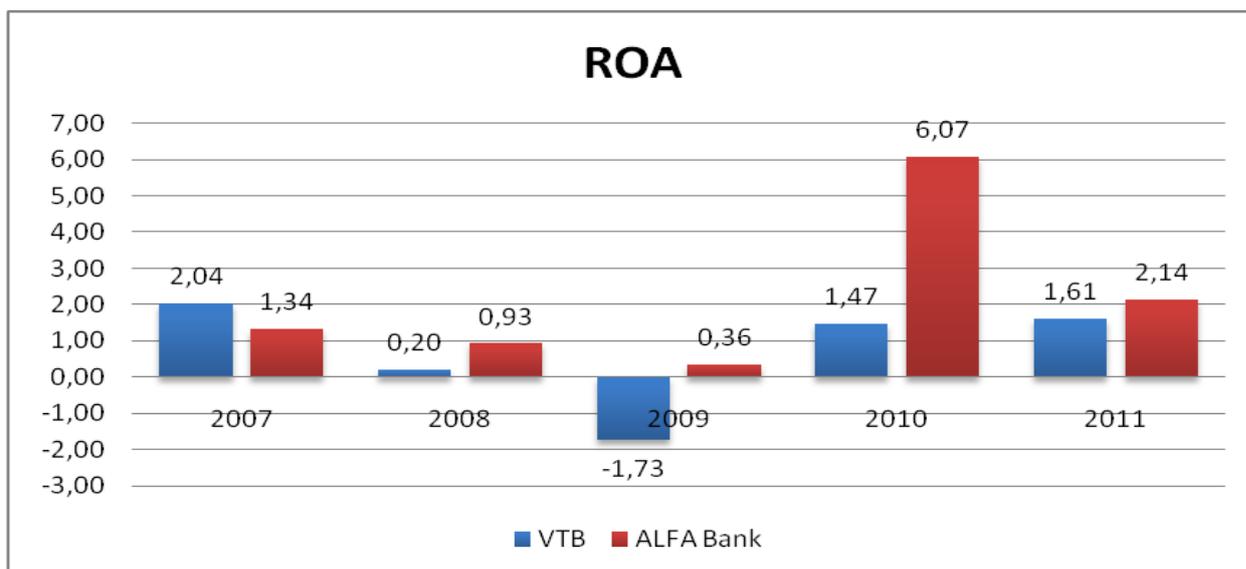


**Рисунок 4.7.4 Operatin Margin для «ВТБ» и «Альфа-Банк»**

Как показано на графике, начиная с кризисного 2008 года банк «ВТБ» имеет более низкую операционную маржу, чем частный «Альфа-Банк», а в 2009 году она отрицательная, в 2011 году показатель операционной маржи у двух сравниваемых банков имеет близкие значения.

Return on Assets - коэффициент рентабельности (доходности) активов<sup>56</sup>. Этот коэффициент позволяет оценить какова экономическая эффективность (рентабельность) активов, находящихся в распоряжении компании.

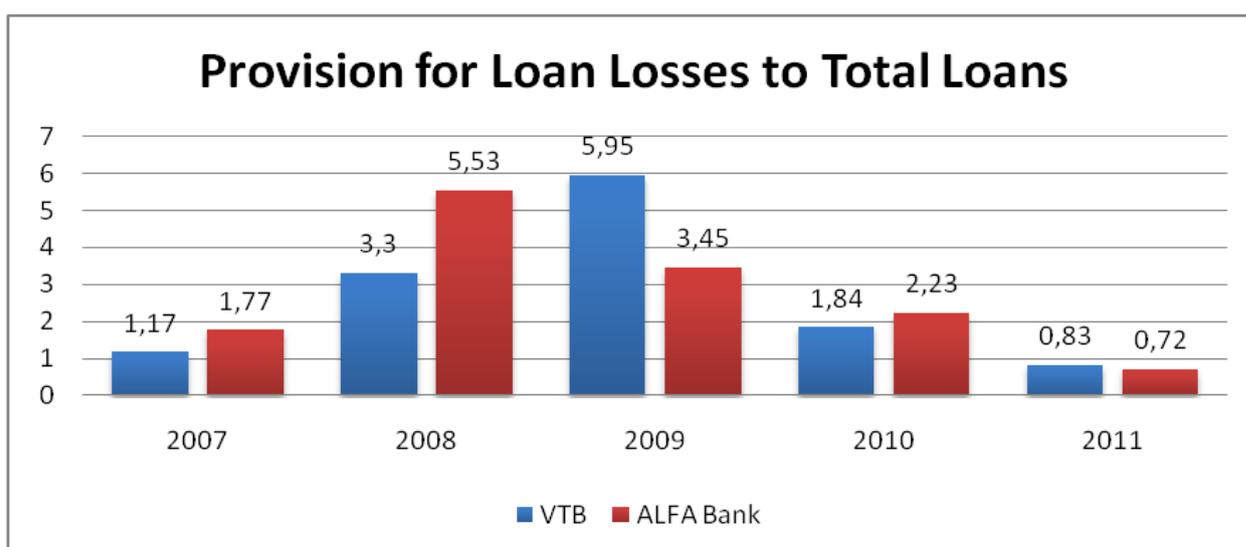
<sup>56</sup> Рассчитывается как отношение чистой прибыли к общей стоимости активов.



**Рисунок 4.7.5 Return on Assets для «ВТБ» и «Альфа-Банк»**

По показателю ROA «Альфа-банк» демонстрирует более высокую рентабельность начиная с 2008 года, как и в случае предыдущих рассматриваемых показателей, разница в значениях рентабельности сопоставляемых банков значительно сократилась.

Для того, чтобы понять различия в эффективности сравниваемых банков, а также причины снижения чистой прибыли (появления убытка) и коэффициентов эффективности, прибыльности, рентабельности у банка «ВТБ» в 2009 году, обратимся к рассмотрению такого относительного показателя, как «Provision for Loan Losses to Total Loans».



**Рисунок 4.7.6 Provisions for Loan Losses to Total Loans для «ВТБ» и «Альфа-Банк»**

Provision for Loan Losses (или *Provision for doubtful debt*) фиксирует резервы под плохие кредиты, сомнительную задолженность. Кризис, начавшийся в 2008 году, значительно повлиял на банковскую систему России. Исходя из представленного выше графика, видно, что у государственного банка «ВТБ» коэффициент значительно выше в 2008 и 2009 году, что также характерно и для других государственных банков. Именно в эти годы «ВТБ» проводило активное наращивание резервов под плохие кредиты, само количество плохой задолженности также выросло. Именно это повлияло на остальные показатели эффективности, а также привело к чистому убытку в 2009 году. Частные банки (в том числе «Альфа-банк») были, напротив, более осторожными, придерживались умеренной политики.

Рост и выравнивание показателей банков (особенно государственных, «ВТБ») в 2011 году объясняется притоком депозитов и быстрым кредитным ростом (приростом кредитного портфеля). Однако при этом растут кредитные риски, увеличивается зависимость государственных банков от государственного фондирования, например, большая часть депозитов Минфина в 2011 году была востребована банком «ВТБ».

Таким образом, если судить об эффективности частных и государственных банков на примере «ВТБ» и «Альфа-Банк», можно сделать вывод, что частный банк имел более высокие показатели в условиях нестабильной экономической ситуации, имея большую свободу при принятии решений. Государственные банки сильно подвержены влиянию государства, особенно при принятии инвестиционных решений, покупки активов, в процессах слияний и поглощений, однако государственные банки всегда могут рассчитывать на поддержку.

*Материалы исследования были представлены на двух международных научных конференциях и на студенческой конференции "Ломоносов-2012": 1) на XIII апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества, проводимой НИУ ВШЭ (3-5 апреля 2012 г.); 2) на X международной конференции «Государственное управление в XXI веке: повестка для российской власти», проводимой на базе факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова (29-31 мая 2012 г.) (статьи по итогам конференций вошли в сборники публикаций); 3) на Международной научной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых "Ломоносов-2012" (на базе МГУ им. М.В. Ломоносова, апрель 2012).*

## Приложение 1.

### Опросной лист для определения уровня регулирования по отраслям

Оцените, пожалуйста, уровень проявления эффектов, указанных в утверждениях.

- 1- Ниже среднего/ не проявляется
- 2- На среднем уровне
- 3- Выше среднего/ присутствует всегда

1. Доля цен в отрасли, частично или полностью определяемых государством.
2. Доля производимой продукции, определяемая государством (квоты или государственный заказ).
3. Объем административных процедур, связанных с открытием или регистрацией компании в данной отрасли.
4. Объем государственных проверок и контроля в ходе текущей деятельности компании (экология, сан-эпидем, пожарные).
5. Объем вмешательства государства в процесс закрытия неэффективных производств или ликвидации компаний.
6. Уровень налоговой нагрузки на предприятия отрасли.
7. Уровень государственных пошлин, устанавливаемых на экспорт продукции отрасли.
8. Уровень государственных пошлин, устанавливаемых на импорт продукции отрасли.
9. Объем предоставляемых государством налоговых списаний, каникул или льготных условий по их уплате.
10. Объем предоставляемых кредитов со льготными условиями предприятиям данной отрасли.
11. Объем прямых субсидий предприятиям со стороны государства через целевые программы поддержки, развития и т.д.

## Приложение 2

**Таблица П2.1** Описательная статистика компаний выборки по ряду используемых в исследовании индикаторов

Показатель	max	min	mean	std	median
Рыночная кап-я, руб	8,1E+12	5,6E+07	1,7E+11	6,2E+11	2,1E+10
Активы, руб	8,4E+12	4,8E+08	1,7E+11	7,0E+11	3,4E+10
Выручка, руб	3,3E+12	6,0E+07	1,1E+11	3,4E+11	2,5E+10
EV, руб	1,0E+13	9,9E+07	2,2E+11	8,1E+11	4,0E+10
Q Тобина	13,430	0,076	1,703	1,437	1,253
MV/BV	12,894	0,006	1,217	1,457	0,771
EBIT/EV	1,549	-0,494	0,102	0,145	0,070
EBIT/TA	1,257	-0,383	0,120	0,127	0,106
EBITDA/Sales	2,791	-1,283	0,988	0,121	0,837
growth	2,693	-0,921	0,189	0,415	0,124
size	29,755	19,988	24,136	1,711	24,249
STD/TD	1,000	0,017	0,731	0,234	0,755
STD/TA	2,831	0,008	0,333	0,254	0,279
LTD/TD	0,983	0,000	0,269	0,234	0,245
LTD/TA	1,257	0,000	0,129	0,136	0,090
TD/TA	2,841	0,031	0,500	0,261	0,489
Cash/CA	0,872	0,000	0,130	0,136	0,092
FA/TA	0,944	0,059	0,595	0,225	0,646
CA/FA	16,076	0,059	1,309	2,207	0,549
I/CE	2,133	-0,270	0,149	0,189	0,114

**Таблица П2.2. Результаты сравнительных тестов для отдельных годов рассматриваемого временного периода**

Пер-я	Группа	2007			2008			2009			2010		
		Av	Pv (t)	Pv (k)									
ROA	Частные	0.15	0.00	-	0.13	0.05	-	-	-	-	-	-	-
	Гос-е	0.08	3.9	-	0.09	2.00	-	-	-	-	-	-	-
ROS (PM)	Частные	0.18	0.00	0.09	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Гос-е	0.10	3.3	2.86	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ROC	Частные	0.27	0.08	0.00	0.31	0.06	0.08	-	-	-	-	-	-
	Гос-е	0.06	1.44	10.59	0.20	1.89	3.13	-	-	-	-	-	-
LIQ	Частные	1.94	0.08	-	-	-	-	2.00	0.04	-	-	-	-
	Гос-е	1.41	1.76	-	-	-	-	1.11	2.08	-	-	-	-
GR sales	Частные	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.01	0.05	0.0
	Гос-е	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.21	-2.1	7.8
INV	Частные	0.10	0.03	0.05	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Гос-е	0.07	2.15	3.88	-	-	-	-	-	-	-	-	-

**Таблица П2.3. Результаты регрессионного анализа для объяснения различий Q Тобина по выборке российских компаний**

ПЕРЕМЕННАЯ		МОДЕЛЬ 1	МОДЕЛЬ 2	МОДЕЛЬ 3	МОДЕЛЬ 4
SIZE	Коэфф-т	-1.02	-0.84	-0.86	-0.86
	t-stat	-6.14	-5.01	-5.10	-5.10
	P> t	0.000	0.000	0.000	0.000
ROA	Коэфф-т	1.96	2.76	2.73	2.72
	t-stat	3.05	4.32	4.26	4.26
	P> t	0.002	0.000	0.000	0.000
GRsales	Коэфф-т	0.19			
	t-stat	2.09			

	P> t	0.037			
<b>GRind</b>	Κοэффици- T	0.33	0.38	0.42	0.43
	t-stat	2.17	2.65	2.94	2.97
	P> t	0.031	0.008	0.003	0.003
<b>FF</b>	Κοэффици- T	1.03	1.24	1.03	1.06
	t-stat	1.70	2.06	1.67	1.71
	P> t	0.091	0.040	0.090	0.088
<b>dGOV</b>			1.30		
			3.52		
			0.000		
<b>GOV</b>	Κοэффици- T.			4.88	
	t-stat			3.47	
	P> t			0.001	
<b>GOV2</b>	Κοэффици- T			-5.07	
	t-stat			-2.93	
	P> t			0.004	
<b>GOV×HI</b>	Κοэффици- T				1.43
	t-stat				3.53
	P> t				0.000
<b>GOV2×HI</b>	Κοэффици- T				-1.49
	t-stat				-3.11
	P> t				0.002
<b>F-stat</b>		15.30	17.17	14.23	14.29
<b>Prob&gt;F</b>		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

<b>R – sq</b>		0.15	0.16	0.16	0.16
<b>F test that all <math>u_i = 0</math></b>		2.29(0.0000)	2.40(0.0000)	2.37(0.0000)	2.37(0.0000)
<b>Тест Бройш-Пагана</b>		$\chi^2=20,51$	$\chi^2=21,37$	$\chi^2=22,17$	$\chi^2=22,43$
<b>Тест Хаусмана</b>		$\chi^2=40,58$	$\chi^2=47,57$	$\chi^2=45,17$	$\chi^2=44,51$

Первый тест – стандартный F-тест для выбора между сквозной регрессией и FE моделью. F статистики и уровни их значимости однозначно свидетельствуют в пользу последней, отвергая основную гипотезу о гомогенности свободного члена. Второй тест – тест Бройша-Пагана для выбора между сквозной регрессией и RE-моделью. Высокие значения статистики хи-квадрат ( $\chi^2$ ) свидетельствуют в пользу модели со случайными индивидуальными эффектами. Тест Хаусмана – определяет выбор между регрессиями со случайным и детерминированным эффектом. Согласно его результатам индивидуальный эффект коррелирует с регрессорами, следовательно, целесообразна модель с фиксированными эффектами (FE-модель).

**Таблица П2.4 Результаты регрессионного анализа для объяснения различий в реальных инвестициях публичных компаний выборки**

	Коэффициент	t-статистика	P-value
TD/TA(t)	0.17	2.87	0.00
ROC(t-1)	0.16	3.67	0.00
PROF/REV(t)	-	-	-
GRsales	-	-	-
<b>НИ</b>	<b>0.14</b>	<b>3.61</b>	<b>0.00</b>
Dinst	0.05	2.56	0.01
<b>dgov</b>	<b>-0.08</b>	<b>-1.70</b>	<b>0.09</b>
bank	-0.05	-2.17	0.03
R2-within	13.38		
F-stat(prob >F)	6.26 (0.000)		
F-test that all $u_i=0$	F=3.84 (0.000)		
Тест Бройша-Пагана	$\chi^2= 105,38$		
Тест Хаусмана	$\chi^2= 16.34 (0.03)$		

**Таблица П2.5. Результаты регрессионного анализа для объяснения различий в структуре капитала.**

Зависимая переменная	REV/TA	ЕБИТ/TA	FA/TA	CA/TA	Grsales	R	dGOV	bank	R2	F	Wald $\chi^2$	Тест Хаусмана
LTD / TD	-0.02 -2.25 0.03		0.25 3.94 0.000		0.03 1.80 0.07	0.08 2.93 0.00	-0.07 -1.70 0.09	0.08 2.91 0.00	-	-	57,21	$\chi^2=8,09$
STD / TD		0,18 2.00 0.05		0.33 5.38 0.00	-0.03 -2.18 0.03		0.08 1.82 0.07	-0.07 -2.59 0.01	-	-	42,69	$\chi^2=6,09$
LTD / TA		-0.19 -3.90 0.00	0.11 3.58 0.00			0.04 2.66 0.01	He знач	0.05 1.95 0.05	10	12.1	-	$\chi^2=16,7$
STD / TA		-0.53 -5.60 0.000		0.43 9.10 0.000	-0.03 -1.96 0.05		0.09 2.43 0.02	He знач	24	23.7	-	$\chi^2=32,2$

(первая строка каждой ячейки – коэффициент; вторая – t-статистика; третья – p-value)

**Таблица П2.6. Результаты регрессионного анализа тестирования факторов, определяющих дивидендные выплаты**

Зависимая переменная	Ограничение на зависимую переменную	Объясняющие переменные	Коэффициент	Значимость	Константа	R <sup>2</sup>	Наблюдения
pr	pr < 0,6	tang	-0,343	***	0,415	0,125	107
pr	pr < 0,6	tang	-0,111	-	0,298	0,149	84
		gov	-0,2	***			
div/RE	div/RE < 0,2	ROA	0,15	**	0,099	0,21	101
		debt2	0,052	-			
		tang	0,053	*			
		RE/TE	0,075	***			
		growth	0,12	-			
div/RE	div/RE < 0,2	ROA	0,15	***	0,091	0,315	91
		debt2	-0,062	-			
		RE/TA	-0,101	***			
		gov	-0,066	***			
		growth	0,098	-			
div/RE	div/RE < 0,12	ROA	0,145	***	0,035	0,119	97
		RE/TE	-0,029	**			
div/FCF	div/FCF < 1	debt2	-0,62	**	0,397	0,082	64
div/FCF	div/FCF < 1	ln(TA)	0,051	**	0,224	0,196	64
		tang	-0,514	**			
div/FCF	div/FCF < 1	ln(TA)	0,054	***	-0,092	0,276	62
		gov	-0,441	***			
div/FCF	div/FCF < 1	ln(sales)	0,041	**	-0,053	0,085	65

### Приложение 3

#### Доходы государства от сделок с российскими компаниями

Компании рос рынка	год	отрасль			Выручка в млн. долл.
Bogoslovskiy Aluminum Works	2000	Competitive			3,36
Faizali(Russian Federation)	2000	Competitive			
Khosilot(Russian Federation)	2000	Competitive			
Kolomina Locomotive Plant	2000	Competitive	Divestiture	Full	4,48
Pakhati Proletar(Russian Federation)	2000	Competitive			
Umed-1(Russian Federation)	2000	Competitive			
Obneftegazgeologia	2000	Energy			2,36
Sonic Duo (merged with MegaFon)	2000	Infrastructure			283,10
Chita Mining Co	2000	Primary			12,30
Kenotek	2000	Primary			3,94
Khakasugol	2000	Primary			1,01
Kuznetskugol Mining Company	2000	Primary			2,25
Sokolovskoye	2000	Primary			1,60
Moscow River Navigation	2001	Competitive	Private Sale		4,50
Plastik	2001	Competitive			1,11
Onako	2001	Energy			1 080,00
Avtovazbank	2001	Financial			4,12
Chelyabkomzembank	2001	Financial			1,98
Pyotr Pervy Bank	2001	Financial			3,31
Rosgosstrakh	2001	Financial			8,00
Pavlovsky Engineering	2002	Competitive	Divestiture	Partial	

Plant					2,50
Nafta-Moskva	2002	Energy	Divestiture	Partial	1,09
Khanty-Mansiisky Bank	2002	Financial	Private Sale		32,25
Vyatka Bank	2002	Financial			1,36
Solikamskaya HPP 12	2002	Infrastructure			14,00
Tatenergo	2002	Infrastructure			38,46
Dalvostugol	2002	Primary	Divestiture	Partial	30,00
Kiselevskugol	2002	Primary	Private Sale		1,32
Raevsky Sugar Plant	2003	Competitive			4,98
Roseximbank	2003	Financial	Divestiture	Partial	27,72
Rosgosstrakh	2003	Financial	Greenfield project	Build, own, and operate	21,80
Arkhangelsk Marine Merchant Port	2003	Infrastructure	Divestiture	Full	2,53
Lenzoloto	2003	Primary			153,00
OAo Aldanzoloto	2003	Primary			15,00
Rudnik Imeni Matrosova	2003	Primary			34,09
Vorkutaugol	2003	Primary			27,76
LuKoil	2004	Energy	Private Sale		1 998,00
LuKoil	2004	Energy	Private Sale		775,00
Slavneft	2004	Energy	Private Sale		1 860,00
Halogen	2005	Competitive			29,39
Polief	2005	Competitive			107,56
Sea Port St. Petersburg	2005	Infrastructure			28,41
Rosneft	2006	Energy	Public Offering		10 700,00

Sochi International Airport	2006	Infrastructure	Divestiture	Full	144,00
Sberbank	2007	Financial	IPO	Partial	8 800,00
Vneshtorgbank	2007	Financial	IPO	Partial	8 000,00
Kirov Energy Sales Company - OAO KirovEnergoSbyt	2007	Infrastructure	Divestiture	Full	12,00
Kuzbass Energy Sales Company - KuzbassEnergoSbyt	2007	Infrastructure	Divestiture	Partial (72%)	44,00
Nizhegorod Energy Sales Company - Nizhnovenergosbyt	2007	Infrastructure	Divestiture	Full	79,00
Orenburg Energy Sales Company - OrenburgEnergoSbyt	2007	Infrastructure	Divestiture	Full	42,60
Perm Energy Sales Company - PermEnergoSbyt	2007	Infrastructure	Divestiture	Full	51,00
Sverdlov Energy Sales Company - SverdlovEnergySbyt	2007	Infrastructure	Divestiture	Partial (49%)	44,60
Taimyrenergo OAO	2007	Infrastructure	Divestiture	Full	271,00
Territorial Generating Company TGK-5	2007	Infrastructure	Divestiture	Partial (75%)	450,00
UES-OGK-5	2007	Infrastructure	Asset sale		1 500,00
United Energy Systems (UES)	2007	Infrastructure	Divestiture		1 500,00
WGC-2	2007	Infrastructure	IPO		1 000,00
Wholesale Generating Company OAO OGK-3	2007	Infrastructure	Divestiture	Partial (64.8%)	954,00
Wholesale Generating Company OAO OGK-4	2007	Infrastructure	Divestiture	Partial (70%)	3 900,00
Elgaugol and Yakutugol	2007	Primary	Auction	Partial (68.86 and 75%)	2 300,00
Territorial Generating Company 4 (TGK-4)	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	1280,00
Territorial Generating Company TGK-7 (Vologda TGK)	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	1150,00

Territorial Generating Company - TGK-10	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	1100,00
Territorial Generating Company TGK-8	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	690,00
Territorial Generating Company TGK-9	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	633,00
Territorial Generating Company TGK - 6	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	460,00
Territorial Generating Company TGK-2	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	392,00
Territorial Generating Company TGK-13 (Yeniseiskaya)	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	202,00
Territorial Generating Company 14 (TGK-14)	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	77,00
Rosterminalugol Terminal Operator	2008	Infrastructure	Divestiture	Partial	24,00
Volgograd Utility	2008	Infrastructure	Management and lease contract	Lease contract	69,00

## Приложение 4

### *Литература по теме проведенного исследования*

1. Муравьев А.А. (2002). Государственные пакеты акций в российских компаниях: происхождение, типы и влияние на результаты деятельности» // European University Institute
2. Шпренгер К. (2010). Государственная собственность в российской экономике (часть 1): Масштаб и распределение по секторам // Журнал Новой экономической ассоциации, №6 с.120-142
3. Ang et al (2006). Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore, J. of Multi. Fin. Manag.,16, 64–88
4. Berger et al. (2005). Corporate governance and bank performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership, Journal of Banking & Finance, 29, 2179–2221
5. Boubakri N., Cosset J-C., Guedhami O. (2009). From state to private ownership: Issues from strategic industries, Journal of Banking & Finance 33, 367–379.

6. Boubakri N., Cosset J-C., Guedhami O., Saffar W. (2011). The political economy of residual state ownership in privatized firms: Evidence from emerging markets, *Journal of Corporate Finance* 17, 244–258.
7. Chen et al. (2003). Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms, *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 267–283
8. Davies et al. (2005). Ownership structure, managerial behavior and corporate value, *Journal of Corporate Finance* 11, 645– 660
9. Davis, J., Ossowski, R., Richardson, T., Barnett, S., (2000). Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization. *IMF Occasional Paper* 194
10. Drakos; Bekiris (2010). Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange, *Research in International Business and Finance* 24, 24–38
11. Gugler et al. (2004). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison, *Journal of Corporate Finance*,14, 688–705
12. Katsoulakos, Y., Likoyanni, E., (2002). Fiscal and Other Macroeconomic Effects of Privatization. *Fondazione Eni Enrico Mattei WP* 113
13. Kikeri, S., Nellis, J., Shirley, M. (1992). *Privatization: The Lessons of Experience*. Washington, World Bank.
14. LaPorta, R., López de Silanes, F., Shleifer, A. (2000). Government Ownership of Banks. *NBER WP* 7620
15. Li, Moshirian, Nguyen and Tan (2006). Managerial ownership and firm performance: Evidence from China's privatizations, *Research in International Business and Finance* 21, 396–413
16. Lins (2003). Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 159 -184
17. Mackenzie, G.A. (1998). The Macroeconomic Impact of Privatization. *IMF Staff Papers* 45 (2): 363-373
18. Mansoor, A. (1987). The Budgetary Impact of Privatization. *IMF WP* 68

19. McFaul, M. (1995). State Power, Institutional Change, and the Politics of Privatization in Russia. *World Politics* 47 (2): 210-243
20. Megginson, W., Netter, J. (2001). From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization. *Journal of Economic Literature* 39(2)
21. Miguel et al. (2004). Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from Spain Strategic, Management Journal 25, 1199-1207
22. Minguez-Vera; Martin-Ugedo (2007). Does ownership structure affect value? A panel data analysis for the Spanish market, *International Review of Financial Analysis* 16, 81–98
23. Morck et al. (2000). Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan, *The Journal of Business* 73, 539-567
24. Naceur, Ghazouani and Omran (2009). The performance of newly privatized firms in selected MENA countries: The role of ownership structure, governance and liberalization policies, *International Review of Financial Analysis* 16, 332–353
25. Ng, Yuce and Chen (2009). Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms, *Pacific-Basin Finance Journal*, 17, 413–443
26. Pinheiro, A.C., Schneider B. (1994). The Fiscal Impact of Privatization in Latin America. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 34 (1), 9-42
27. Pivovarsky (2001). Ownership Concentration and Performance in Ukraine's Privatized Enterprises. *IMF Staff Papers* 50, 10-42
28. Przeworski, A. (1991) *Democracy and the Market*. Cambridge: Cambridge University Press
29. Roubini, N., Sachs J. (1989). Political and economic determinants of budget deficits in the industrial democracies. *European Economic Review* 33, 903-938
30. Seiferta, Gonenc and Wright (2005). The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions, *J. of Multi. Fin. Manag.*, 15, 171–191
31. Sun, Tong and Tong (2002). How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience, *Journal of Business Finance and Accounting* 29, 1-27.

32. Thomsen; Pedersen (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies, *Strategic Management Journal* 21, 689-705
33. Wei Z., Xie F., Zhang Sh. (2005). Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991-2001, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, N.1 (Mar.), 87-108
34. Young, P. (1998). The Lessons of Privatization. *Economic Reform Today* 1, 2-7
- Источники, используемые при анализе вопросов приватизации в нефтяной отрасли*
1. Alanazi A., Liu B., and Forster J., «Saudi Arabian IPOs and Privatized Firms Profitability». *Review of Middle East Economics and Finance*, Volume 7, Number 1 (2011).
  2. Al-Obaidan, A.M. and Scully, G.W. «Efficiency differences between private and state-owned enterprises in the international petroleum industry». *Applied economics* 23(2): 237-246 (1991).
  3. Boardman A., Vining A., «Ownership and Performance in Competitive Environment: A Comparison of the Performance of Private, Mixed and Public Enterprises». *Journal of Law and Economics*, 32 (1989), pp. 1-33.
  4. Boardman A., Laurin C, Vining A. «Privatization in Canada: Operating and Stock Price Performance with International Comparisons». *Canadian Journal of Administrative Sciences*, Volume 19, Issue 2, pages 137–154, June 2002.
  5. Boussena, S., Locatelli, C. «The Basis of a New Organisation of the Russian Oil Sector: Between Private and State Ownership». *Journal of Energy and Development* 33, 3 (2010) 181-199.
  6. Chong A., López-de-Silanes F., «Privatization in Mexico». *Inter-American Development Bank Working Paper* (2004).
  7. Debab N. «Globalization and Privatization: Two Faces One Coin». *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 74 (2011).
  8. Dewenter, K., Malatesta P., «Firm ownership and performance», *American Economic Review* 91 (2001), 320-334.
  9. Eljelly A., «Ownership And Firm Performance: The Experience Of Saudi Arabia's Emerging Economy». *International Business & Economics Research Journal*, August

- 2009 Volume 8, Number 8 (25).
10. Estrin S., «The Impact of Privatization in Transition Economies», London School of Economics and Political Science, Article for the New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd Edition, January 2007.
  11. Ho J., Yang X., and Li X. «Control Privatization, Corporate Governance, and Firm Performance: Evidence from China». *Journal of International Accounting Research*: Fall 2011, Vol. 10, No. 2, pp. 23-56.
  12. Howell, J. «Privatization of Pemex». *Law and Business Review of the Americas*, Spring 2007, Vol. 13, Issue 2, 461-468
  13. Huang Z., Wang K., «Ultimate privatization and change in firm performance: Evidence from China». *China Economic Review* 22 (2011) 121–132.
  14. Jerome A., «Privatization and Enterprise Performance in Nigeria: Case Study of Some Privatized Enterprises». *African Economic Research Consortium AERC Research Paper* 175, February 2008.
  15. La Porta R., López-de-Silanes F., «The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico», *Quarterly Journal of Economics* Volume 114 (1997), Issue 4, Pp. 1193-1242.
  16. Li T., Sun L., Zou L., «State ownership and corporate performance: A quantile regression analysis of Chinese listed companies». *China Economic Review* 20 (2009) 703–716
  17. Megginson, W. L. «The Financial Economics of Privatization». Oxford: Oxford University Press, 2005.
  18. Mizutani F., Uranishi, S. «Determinants of privatization of public corporations: evidence from the Japanese experience». *Empirical Economics*, Springer, vol. 39(2), pages 515-535, October 2010.
  19. Victor, N. M. «On Measuring the Performance of National Oil Companies». Working Paper 64, Program on Energy and Sustainable Development, Stanford University. 2007.
  20. Wolf, C., Pollitt, M. «Privatising National Oil Companies: Assessing the Impact on Firm Performance». Cambridge Judge Business School Working Paper No. 02/2008.
  21. Wolf, C., Pollitt, M. «The Welfare Implications of Oil Privatisation: A Cost-Benefit Analysis of Norway's Statoil». *Cambridge Working Papers in Economics*, CWPE 912, Mar-2009.
  22. <http://www.worldcommercereview.com/>
  23. <http://www.eia.doe.gov/emeu/cabs/Russia/pdf.pdf>

24. <http://www.eia.gov/countries/analysisbriefs/Mexico/Mexico.pdf>
25. <http://www.ebrd.com/pages/research/economics/data/macro.shtml>
26. [www.gks.ru](http://www.gks.ru)
27. <http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/prb0545-e.html>
28. <http://www.regjeringen.no/nb/dep/oed/dok/regpubl/stprp/20002001/stprp-nr-36-2000-2001-/18/4.html?id=285639>
29. <http://www.actrav.itcilo.org/actrav-english/telearn/global/ilo/frame/energy1.htm>
30. <http://www.saudiaramco.com>
31. Годовая отчетность компаний
32. База данных Bloomberg

*Источники, используемые при анализе вопросов приватизации для телекоммуникационных компаний*

1. Bel G., Trillas F., «Privatization, corporate control and regulatory reform: the case of Telefonica». *Telecommunications Policy*, 29 (2005), 25–51.
2. Berne M., Pogorel G., «Privatization experience in France». CESIFO Working paper N. 1195, (2004).
3. Degeorge F., Jenter D., Moel A., Tufano P., «Selling Company Shares to Reluctant Employees: France Telecom's Experience», working paper 111 (2002).
4. Farazmand A., «Privatization Or Public Enterprise Reform?: International Case Studies With Implications for Public Management», Greenwood Publishing Group, 2001.
5. Gasmi F., Maingard A., Noumba P., Recuero Virto L., «Empirical evidence on the impact of privatization of fixed-line operators on telecommunications performance - Comparing OECD, Latin American, and African countries». Institut d'Économie Industrielle (IDEI), IDEI Working Papers, number 660, February 2011.
6. Köthenbürger M., Sinn H, Whalley J., «Privatization Experiences in the European Union». MIT Press, (2006).
7. Li. W, Xu, L.C. «The Impact of Privatization and Competition in the Telecommunications Sector around the World». *Journal of Law and Economics*, Volume 47 (2004), Issue 2, Pages: 395-430.

8. Vaaler P., Schrage B., «Residual state ownership, policy stability and financial performance following strategic decisions by privatizing telecoms». *Journal of International Business Studies* (2009) 40, 621–641.
9. Годовая отчетность компаний.
10. База данных Bloomberg.

*Источники, используемые при анализе вопросов приватизации в банковской сфере*

1. Andrews A.M. (2005). State-Owned Banks, Stability, Privatization, and Growth: Practical Policy Decisions in a World Without Empirical Proof // IMF Working Paper № WP/05/10. URL: [www.imf.org](http://www.imf.org).
2. Barth J.R., Caprio G., Levine R. (2000). Banking Systems Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability? // World Bank Working Paper 2325. URL: <http://econ.worldbank.org>. Barth J.R., Caprio G., Levine R. (2004). Bank regulation and supervision: what works best? // *Journal of Financial Intermediation*, 2004, 13(2), 205–248.
3. Dinc I.S. (2005). Politicians and banks. Political influences on government –owned banks in emerging markets // *Journal of Financial Economics*, 77.
4. Iannotta G., Nocera G., Sironi A. (2007). Ownership Structure, Risk and Performance in the European Banking Industry // *Journal of Banking and Finance*, 31, 2127–2149
5. Karas A., Schoors K., Weill L. (2010). Are Private Banks More Efficient than Public Banks? Evidence from Russia // *The Economics of Transition*, 18/1, 209–244
6. La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A. (2002). Government ownership of banks // *Journal of Finance*, 57 (1), 265–301; La Porta R., Lopez-de-Silanes F. (1999). The benefits of privatization: Evidence from Mexico // *Quarterly Journal of Economics*, 114, 1193–1242.
7. Vernikov A. (2012) The impact of state-controlled banks on the Russian banking sector // *Eurasian Geography and Economics*, 2012. Т. 53. № 2. С. 250—266
8. Годовая финансовая отчетность по МСФО 2007-2011 для указанных в выборке банков.

*Источники, используемые при кейсовом сравнении банков*

1. Bonin, J.P., Hasan, I., Wachtel, P., «Bank performance, efficiency and ownership in transition». *Journal of Banking and Finance* 29 (2005), 31–53,
2. Cornett, M. M., L. Guo, S. Khaksari, and H. Tehranian, «Performance differences in privately-owned versus state-owned banks: An international comparison», *Journal of Financial Intermediation* 19 (2009), 74–94,.
3. Narjess Boubakri, Jean-Claude Cosset, Klaus Fischer and Omrane Guedhami «Privatization and bank performance in developing countries», *Journal of Banking & Finance* 29 (2005), 2015–2041.
4. Verbrugge, J., Owens, W., Megginson, W., 2000. «State Ownership and the Financial Performance of Privatized Banks: An Empirical Analysis». In: *Conference Proceedings of a Policy Research Workshop Held at the World Bank, March 15–16, 1999*. Dallas: Federal Research Bank of Dallas.
5. Годовая отчетность компаний с 2007 по 2011 гг.
6. База данных Bloomberg.