

DOI 10.38097/AFA.2020.70.32.008

УДК 658.1

3.4. ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ И УПРАВЛЕНИЯ СТРУКТУРОЙ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ

Макарова С.Г., к.э.н., доцент, Экономический факультет, кафедра Финансов и кредита;
Андрианова Е.И., аспирант, Экономический факультет, кафедра Финансов и кредита

ФГБОУ ВО Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова, г. Москва

Начало. Продолжение в №6 за 2020 г.

Вопрос о влиянии собственности государства в крупных российских компаниях на их структуру капитала остается открытым и пока не получил окончательного разрешения в литературе. Результаты работ, проведенных для российского рынка, свидетельствуют о значительной роли государственного участия в российских компаниях [5], а также о том, что российские компании с государственным участием имеют значительно более высокие значения долга в структуре капитала, чем частные [34]. В данной публикации для оценки роли государственного участия на структуру капитала российских компаний был проведен эмпирический анализ 139 публичных компаний за 2014-2018 гг. (выборка представлена государственными и частными компаниями), котирующихся на Московской бирже. В рамках проведенного исследования было выявлено, что отечественные публичные государственные компании при прочих равных условиях имеют более высокое значение долга в структуре капитала, чем частные. Кроме этого, компании с государственным участием имеют также более высокие значения коэффициента долгосрочных обязательств в сравнении с частными. Это подтверждает гипотезу о том, что деятельность государственных компаний связана с большими финансовыми рисками, чем частных, особенно в долгосрочной перспективе. В данной ситуации целесообразно ввести политику, направленную на повышение финансовой устойчивости государственных компаний, а именно, осуществлять деятельность по расширению производственных процессов за счет собственных средств и нераспределенной прибыли, а не за счет заемных средств. Также было получено положительное значимое влияние на структуру капитала компаний с государственным участием таких факторов, как размер компании, рентабельность продаж, рентабельность собственного капитала, было выявлено отрицательное влияние таких детерминант, как величина чистых активов, коэффициент оборачиваемости активов, отношение операционных расходов к EBITDA, рентабельность активов.

Введение

Важной составляющей экономической политики государства является эффективный менеджмент, направляемый на достижение ключевых стратегических целей государства в рамках участия в собственности крупных компаний. Для развития компаний с государственным участием необходимо привлекать

капитал. Зачастую собственных средств для крупных проектов, таких как развитие систем добычи полезных ископаемых, обеспечение высокого уровня транспортной, энергетической, информационной доступности и т.д., необходимых для долгосрочного развития компаний, недостаточно, поэтому есть потребность в использовании заемного капитала. Однако данный процесс привлечения заемного капитала связан с финансовыми рисками, потенциальными конфликтами между собственниками компании и кредиторами, а также финансовыми и нефинансовыми стейкхолдерами, что требует взвешенной оценки стоимости привлечения заемного капитала.

Особую актуальность теме придает тот факт, что прослеживается прямая зависимость между степенью государственного участия, рыночной конкуренцией и эффективностью использования имеющихся ресурсов. Соответственно, чем больше доля государственного участия в хозяйственной сфере, тем больше она влияет на общую эффективность использования и распределения ограниченных ресурсов в экономике. Ввиду слабых стимулов к инновациям и оптимизации издержек, компании с государственным участием считаются менее предпочтительной формой собственности, в отличие от частной [39]. В таких компаниях более высокие значения отношения заемных средств к собственным повышают дисперсию чистой прибыли, что делает компании более рискованными [16]. В результате, несмотря на то, что государственное участие может быть полезным в некоторых секторах экономики (в т.ч. в сферах естественных монополий), появляются проблемы, связанные с их убыточностью и неэффективной работой. Учитывая при этом доступность к рынку заемных средств и увеличение долговой нагрузки в связи с реализацией крупных дорогостоящих проектов госкомпаний, увеличивается риск не только акционеров таких компаний, но и государства в целом [21].

Важность анализа деятельности компаний с государственным участием проистекает также из того факта, что в связи с государственным участием в таких компаниях существует прямая связь между ними и государственным бюджетом. Убыточные или чрезмерно обремененные долгами компании представляют собой обязательства перед государством, которое может быть вынуждено вмешиваться в процесс вливания капитала или оказания другой помощи. Кроме того, поскольку государственные предприятия часто работают и на конкурентных рынках, их преимущества связи с государством оказывают непосредственное влияние на конкурирующие фирмы и в целом на функционирование рынка. Конкуренция может быть искажена при использовании компаниями с государственным участием «мягких бюджетных ограничений»¹ или любых других преимуществ перед остальными участниками рынка [17]. Тем самым порождается проблема снижения

¹ Теория «мягких бюджетных ограничений» представляет собой такой эффект в экономике, при котором экономические агенты при принятии решений, связанных с рисками возникновения неплатежеспособности, ожидают, что в такой ситуации им будет оказана финансовая помощь извне.

эффективности использования имеющихся ресурсов в экономике [20]. Кроме этого, изучению проблемы выбора соотношения собственных и заемных источников финансирования, необходимых для долгосрочного развития компаний, посвящена обширная теоретическая и эмпирическая литература, однако компаниям, оперирующим в странах с развивающимися экономиками, с недостаточно зрелым рынком капитала уделено существенно меньшее внимание. Таким образом, в ходе анализа исследований в области структуры капитала, а также учитывая значительную роль государства в структуре капитала российских компаний, вопрос эффективного управления такими компаниями является одним из ключевых, в т.ч. для управления финансовыми рисками, оказывающими существенное влияние на государственный бюджет.

Проблема управления структурой капитала компаний с государственным участием широко исследуется в зарубежной и отечественной литературе. При этом данная проблема рассматривается, в основном, для тех стран, где доля государственного участия особо значительна. Так, например, доля государственного участия в структуре китайских компаний является одной из самых высоких в мире. Управление структурой капитала китайских компаний с государственным участием исследуется в работах Вэй и др. [42], Чен и др. [14], Ли и др. [24], Сяохун и др. [44], Ратнаяке и др. [36]. Также влияние государственного участия в структуре собственности компаний на структуру капитала изучается на примере других азиатских стран, а именно: Вьетнам – Сюань-Цюань и др. [45], Моргенрот и др. [30], Малайзия – Алиахмед и др. [6], Сингапур – Тан и др. [41], а также страны Восточной Азии в одном исследовании – Бубакри и др. [11]. Исследование данной проблематики было проведено и для компаний с государственным участием европейских стран Джасловчером и др. [23]. Для России такие исследования были проведены Рачинским [35], Пейри и соавторами [34], Абрамовым, Радыгиным и др. [5].

Исследователи разных стран используют как эндогенные (размер компании, рентабельность, операционный рычаг и т.д.), так и экзогенные (налоговые ставки, инфляция, пр. макроэкономические детерминанты) факторы, влияющие на выбор структуры капитала компаний с государственным участием. При этом, российские исследования сконцентрированы, в основном, на изучении структуры собственности компаний с государственным участием и объяснении ее динамики. Однако в работах отечественных исследователей практически не проводится анализ влияния государственной собственности на структуру капитала госкомпаний, в т.ч. по сравнению с частными.

Данное исследование нацелено на получение количественных результатов для разработки подходов и методов по управлению структурой капитала компаний с государственным участием. Условно методологию исследования можно разделить на три основных этапа: подготовительный, основной и результирующий.

На подготовительном этапе обосновывается необходимость изучения структуры капитала компаний с государственным участием. Кроме этого, на подготовительном этапе прорабатывается теоретическая и эмпирическая основа исследования. В частности, изучается зарубежная и отечественная литература, посвященная управлению структурой капитала компаний с государственным участием.

Основной этап включает в себя формулирование гипотез исследования на основе изученной литературы. Кроме этого, на основном этапе определяется зависящая переменная и обосновывается ее выбор, а также формируется набор независимых переменных с их обоснованием. Далее, на данном этапе формируется выборка для проведения исследования, тщательно проверяются данные по критериям на состоятельность (однородность и независимость факторов), описываются характеристики выборки. После этого осуществляется выбор и построение наиболее подходящей эконометрической модели для проведения количественного исследования.

На последнем этапе интерпретируются полученные результаты и формируются рекомендации по управлению структурой капитала компаний с государственным участием, подводятся итоги исследования. Условно методологию исследования можно представить схемой (рис.1).



Рис.1. Этапы проведения исследования управления структурой капитала компаний с государственным участием²

Обоснование необходимости изучения структуры капитала компаний с государственным участием

Во многих научных работах рассматривается вопрос специфики структуры капитала компаний с государственным участием (в частности, в работах по Китаю,

² Составлено авторами

Вьетнаму, Малайзии, Сингапуру, Европейским странам, а также России, где доля государственного участия в экономике значительна). Данный вопрос является актуальным в изучении, т.к. структура капитала госкомпаний влияет на ее стоимость и, соответственно, на финансовые результаты не только компаний, но и государства в целом. Работа Модильяни и Миллера [29] основана на том, что структура капитала никак не связана со стоимостью компаний на совершенных рынках (с отсутствием налогов, агентских издержек и издержек банкротства, а также информационной асимметрии). Однако, поскольку совершенные рынки отсутствуют, долговая нагрузка компаний положительно влияет на их стоимость из-за существования «налогового щита» при использовании заемного капитала, что является одной из основных концепций для изучения структуры капитала компаний. Эмпирическое исследование структуры капитала на развивающихся рынках, в т.ч. России, необходимо из-за менее развитых рынков капитала (отток капитала из страны, ослабление валюты, низкая доступность финансирования, недостаточно высокое качество банковской системы) и асимметрии информации (информационное неравенство, информационные барьеры, альтернативные варианты и др.). Этот факт также является причиной, объясняющей, почему принятые в настоящее время теории не могут быть полностью применимы к структуре капитала российских компаний. Таким образом, изучение детерминант структуры капитала российских компаний с государственным участием очень важно, поскольку они влияют на принимаемые финансовые решения компаний, позволяют проводить сравнения полученных результатов с результатами компаний развитых стран.

Эмпирические исследования об особенностях структуры капитала компаний с государственным участием

В конце XX – начале XXI веков во многих странах с преобладающей государственной собственностью протекал процесс приватизации. Такой процесс был характерен и для России. Соответственно, государственные предприятия рассматривались как неэффективные, не представляющие конкуренцию частным, что означало победу рыночно-ориентированной модели над плановой экономикой с преобладанием государственной собственности. Однако, несмотря на значительные приватизационные усилия, принятые правительствами стран во всем мире, мировой кризис 2008 г. стал поводом для возвращения к национализации, когда государственная собственность стала стратегией спасения как в развитых, так и в развивающихся странах [33, с. 359]. А в 2015 г. доля государства в акционерном капитале составила почти одну пятую часть мировой капитализации фондового рынка [11, с. 44]. В последнее время продолжает наблюдаться процесс возрождения государственных предприятий, такие компании составляют значительную часть самых могущественных корпораций мира (например, National Petroleum Corporation со штатом более 1,5 млн. сотрудников (Китай), электросетевая компания State Grid Corporation of China, занимающая в 2016 г. по объему

выручки 2-е место в мире и др.). Следовательно, неудивительно, что такой феномен обратной приватизации вызвал возобновление дебатов о роли государства в структуре собственности компаний.

Государственные предприятия сегодня являются основой китайской экономики (которая становится крупнейшей экономикой мира). Стремительный рост государственных предприятий в сочетании с впечатляющим экономическим ростом Китая сделал будущее китайских компаний с государственным участием вопросом глобального значения. Ли К. и др. [24], Сяохун и др. [44] и Ратнаяке и др. [36] проводили исследования для китайских компаний, в рамках которых выявляли влияние государственной собственности на структуру капитала и пришли к выводу, что государственное участие в структуре собственности китайских компаний положительно влияет на показатель структуры капитала: с увеличением доли государственного участия долговая нагрузка становится выше. Компании с государственным участием особенно характеризуются привлечением значительных долгосрочных обязательств, в отличие от частных.

В исследовании Ли К. и др. [24] авторы изучают структуру капитала китайских фирм. Источником данных является Национальное статистическое бюро Китая. Выборка состоит из всех производственных китайских фирм в 32 отраслях промышленности за 2000-2003 гг. (260 095 фирм, около 700 из которых являются публичными). Из выборки исключены компании с отрицательными значениями суммы продаж, активов и обязательств. При этом, все абсолютные показатели приведены к 2003 г. В качестве одного из ключевых вопросов данного исследования является влияние различных структур собственности и управления (государственных и частных) на доступ китайских фирм к привлечению долгового финансирования (особенно долгосрочного). Учитывая тот факт, что финансирование китайских фирм через фондовый листинг и выпуск облигаций в рассматриваемый период не было распространенной практикой, большинство компаний использовали в качестве внешних источников финансирования займы и кредиты банков. Более того, исследование показывает, что китайские компании преимущественно используют краткосрочные заемные средства из-за отсутствия доступа к долгосрочному финансированию в связи с недостаточной развитостью рынков капитала. При этом, наличие долгосрочных займов в большей степени характерно для компаний с государственным участием, что, по мнению авторов, объясняется доступом таких компаний к долгосрочному финансированию.

Авторы предполагают, что китайские компании за рассматриваемый период в большей степени придерживаются теории иерархии при управлении структурой капитала компаний. Результаты модели исследования демонстрируют более высокие значения уровня долга в структуре капитала компаний с государственным участием, при этом в частных компаниях долговая нагрузка ниже, а самые низкие относительные значения показателя структуры капитала наблюдаются в компаниях с иностранной

формой собственности. Также в исследовании были получены результаты, свидетельствующие о том, что фирмы в регионах Китая с более конкурентоспособными банковскими секторами и лучшей правовой средой имеют более низкие значения показателя структуры капитала.

В работе Сяохун и др. [44] изучается структура капитала китайских компаний, зарегистрированных на бирже после реформы структуры разделения акций в 2005 году. Выборка состоит из 1 207 публичных китайских фирм за период 2007-2012 гг., зарегистрированных на Шанхайской и Шэньчжэньской фондовых биржах по 12 различным отраслям. Основным исследовательским вопросом данной работы является выявление эффекта, оказываемого наличием государственной собственности в компаниях, на структуру их капитала. Результаты исследования показывают, что влияние государственной собственности на показатель структуры капитала зависит от того, является ли правительство крупнейшим акционером в компании. В целом, результаты авторов показывают, что крупнейший контролирующий акционер, как государственный, так и негосударственный, оказывает существенное влияние на структуру капитала. При этом наличие государственного участия в структуре собственности компаний положительно влияет на величину долга в структуре капитала, при этом, чем больше доля государственного участия, тем больше в компаниях отношение заемных средств к собственным.

В статье Ратнаяке и др. [36] рассматривается влияние корпоративной структуры собственности и концентрации собственности на финансовые показатели публичных китайских компаний. Финальная выборка состоит из 3 348 публичных китайских компаний на конец 2017 года. Основные гипотезы статьи, касающиеся управления структурой капитала компаний с государственным участием, состоят в том, что государственная собственность отрицательно связана с финансовыми результатами деятельности компаний.

Аналогично исследованиям по управлению структурой капитала китайских компаний с государственным участием, работы по вьетнамскому рынку свидетельствуют о том, что участие государства в структуре вьетнамских компаний также является предметом противоречивых дебатов. Такие исследования проводили Хуан и др. [45] и Моргенрот и др. [30].

В частности, в работе Хуана и соавторов [45] по вьетнамским компаниям выявляется, что структура собственности влияет на структуру капитала. В выборку вошли 135 компаний нефинансового сектора, котирующихся на фондовых биржах Хошимина в период 2009-2012 гг. Результаты регрессионного анализа свидетельствуют о том, что государственное участие оказывает положительное влияние на заемное финансирование в структуре капитала вьетнамских компаний. Кроме того, влияние классических элементов фирмы, таких как рост, оборачиваемость активов и размер фирмы на структуру капитала вьетнамских компаний объясняется с помощью теории иерархии Майерса [31, 32].

Исследование Моргенрота и др. [30] проверяет разницу в эффективности инвестиций между госу-

дарственными предприятиями и частными компаниями, а затем оценивает влияние политики приватизации на инвестиционную эффективность бывших государственных предприятий. Выборка включает в себя 7 903 вьетнамские компании (5 709 частных и 2 194 государственных) за период 2001-2012 гг. Исследование доказывает, что бывшие государственные приватизированные предприятия демонстрируют положительную связь между стоимостью компаний и инвестициями. Таким образом, авторы свидетельствуют о положительно оказанном эффекте приватизации и снижении государственного участия в компаниях на их стоимость. В исследовании приводятся доказательства того, что государственные компании привлекают больше заемных средств, чем частные, в связи с наличием доступа к долговому рынку через связи в правительстве. Кроме этого, исследование доказывает также существенно больший доступ государственных компаний к долгосрочному долговому рынку и более высокие абсолютные и относительные значения коэффициента привлечения долгосрочных заемных средств государственных компаний по сравнению с частными.

Существует также альтернативная точка зрения относительно компаний с государственным участием. Ряд проведенных исследований показывает, что в таких странах как Малайзия [6] и Сингапур [41] наблюдается положительное влияние государственного участия на финансовые результаты компаний. При этом важно отметить, что эта особенность Сингапурского корпоративного управления сохранялась даже тогда, когда Сингапур перешел из развивающейся в развитую, а теперь и в одну из ведущих мировых экономик.

Исследование Алиахмеда и др. [6] по малазийскому рынку выявляет взаимосвязь между структурой собственности и эффективностью деятельности компаний для объяснения ключевого вопроса в понимании эффективности альтернативной системы управления, в которой государственное участие выступает в качестве механизма контроля. Исследование основано на выборке из 210 малазийских фирм за период 1995-2005 гг. В данной работе подтверждаются гипотезы о том, что государственное участие, долг (здесь также имеется в виду риск), прирост денежных средств, доходность компании оказывают положительное влияние на ее финансовые результаты. При этом, размер компании оказывает негативное влияние на ее финансовые результаты. Результаты исследования свидетельствуют, что компании с государственным участием имеют показатели **Q-Тобина** и **ROA** выше, чем частные. Авторы подчеркивают, что государство является основным акционером компаний, которые обеспечивают общественные блага для населения, и функционируют в основном в таких отраслях как электроэнергия, телекоммуникации, почта, авиаперевозки, общественный транспорт, водоснабжение и канализация, банковские и финансовые услуги. Таким образом, государство, беря на себя ответственность, стремится к снижению рисков и демонстрирует наилучшие результаты.

В другой работе по сингапурскому рынку Тан и др. [41] предлагают объяснение более высоких результатов эффективности государственных компаний, чем частных. Исследование фокусируется на следующем важном вопросе: каковы исторические основы и движущие силы сингапурской модели успешного функционирования государственных предприятий. В статье не приводится регрессионный анализ, однако выводы подтверждаются следующими фактами. Во-первых, Сингапур является городом-государством и международным финансовым центром, соответственно, из-за небольших размеров осуществляется эффективное применение мер корпоративного управления (в т.ч. государственного) на основе предпочтений инвесторов. Во-вторых, компании с государственным участием характеризуются развитой системой финансового менеджмента при ограниченном вмешательстве со стороны правительства, что исключает агентские проблемы. В-третьих, в стране проводится политика абсолютной нетерпимости к коррупции. Наконец, корпоративное управление опирается на исторический опыт, способствующий эффективному управлению. Таким образом, несмотря на то, что государственные предприятия обычно считаются неэффективными фирмами из-за преследования политических целей, внешнего вмешательства и коррупции, исследование по сингапурскому рынку показывает, что сингапурские государственные предприятия демонстрируют более высокие результаты, чем частные.

Некоторые исследователи не останавливались в изучении структуры капитала компаний с государственным участием в рамках одной страны. Бубакри и др. [11] провели такое исследование по странам Азии. В данной работе рассматривается влияние государственного участия на финансовые результаты и структуру капитала публичных компаний 9 стран Восточной Азии (Гонконг, Индонезия, Япония, Корея, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Тайвань и Таиланд). Используется выборка из 955 фирм за период 2006-2010 гг. Авторы приходят к выводу о том, что даже при относи-

тельно низком уровне раскрытия информации и невысоких финансовых результатах компаний с государственным участием, такие компании все равно будут иметь доступ к инвесторам и заемным средствам из-за связанности с политической элитой, что соответствует теории «мягких бюджетных ограничений». Таким образом, «мягкие бюджетные ограничения» обеспечивают компаниям с государственным участием существенные финансовые преимущества: такие фирмы привлекают больше заемных средств, особенно в странах с плохо развитыми финансовыми рынками и во время системных банковских кризисов.

В работе Джасловитцера и др. [23] определяется влияние государственной собственности на корпоративную инвестиционную политику компаний Европы. Выборка состоит из 312 европейских публичных компаний с $\geq 5\%$ государственного участия и 312 сопоставимых частных компаний. Исследование охватывает период 1997-2013 гг. Авторы приходят к следующим выводам, которые отличаются от выводов по странам Азии:

- компании с государственным участием характеризуются низкой эффективностью инвестиций;
- операционный денежный поток положительно зависит от доли государственного участия;
- чувствительность инвестиций к денежным потокам положительно связана с государственной собственностью, если инвестиционная деятельность фирмы проводится за счет внешнего финансирования;
- уровень инвестиций отрицательно связан с государственной собственностью, если инвестиционная деятельность фирмы зависит от внешнего финансирования.

Таким образом, государственная собственность в Европе в основном связана с инвестиционной политикой, направленной на обеспечение стабильности компаний с государственным участием. При этом, структура капитала компаний с государственным участием отличается ограничениями по привлечению заемного финансирования для компаний с высоким значением долговой нагрузки.

Рассмотренные результаты эмпирических исследований обобщает табл.1.

Таблица 1

КЛЮЧЕВЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РАССМОТРЕННЫХ ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ О ФАКТОРАХ, ВЛИЯЮЩИХ НА СТРУКТУРУ КАПИТАЛА КОМПАНИЙ³

Регион	Авторы	Рассматриваемый период	Количество компаний	Факторы, влияющие на долю долга в структуре капитала компаний и характер влияния: (+) положительный, (-) отрицательный	
Китай	Ли К. и др. (Li K., 2009)	2000-2003 гг.	260 095 фирм, около 700 из которых являются публичными	Государственное участие в структуре собственности	+
				Регионы с конкурентоспособным банковским сектором	-
				Регионы с лучшей правовой средой	-
	Сяохун и др. (Xiaohong H., 2018)	2007-2012 гг.	1 207 публичных китайских фирм	Государственное участие в структуре собственности	+
	Ратнаяке и др. (Rathnayake D. N., 2019)	2017 г.	3 348 публичных китайских компаний	Государственное участие в структуре собственности	+
Вьетнам	Хуан и др. (Xuan-Quang D., 2013)	2009-2012 гг.	135 компаний нефинансового сектора, котирующихся на	Государственное участие в структуре собственности	+

³ Составлено авторами

Регион	Авторы	Рассматриваемый период	Количество компаний	Факторы, влияющие на долю долга в структуре капитала компаний и характер влияния: (+) положительный, (-) отрицательный	
			фондовых биржах Хошимина	Размер совета директоров частных и государственных компаний	-
				Размер компании вне зависимости от формы собственности	+
				Коэффициент основных средств к активам	-
				Оборачиваемость активов	-
	Моргенрот и др. (Morgenroth E., 2015)	2001-2012 гг.	7 903 вьетнамские компании (5 709 частных и 2 194 государственных)	Государственное участие в структуре собственности	+
Малайзия	Алиахмеда и др. (Aliahmed H. J., 2008)	1995-2005 гг.	210 малазийских фирм	Государственное участие в структуре собственности	-
Сингапур	Тан и др. (Tan C. H., 2015)	Исследование опирается на политический, социальный и экономический контекст без регрессионного анализа.		Государственное участие в структуре собственности	-
Европа	Джасловитцер и др. (Jaslowitzer P., 2016)	1997-2013 гг.	312 европейских публичных компаний с ≥ 5% государственного участия и 312 сопоставимых частных компаний	Компании с государственным участием характеризуются низкой эффективностью инвестиций	

Как видно из представленной табл.1, пока в литературе нет единого мнения относительно влияния государственного участия в структуре собственности компаний на их структуру капитала. Это обуславливает необходимость проведения дополнительных исследований по данному вопросу.

Влияние участия государства в собственности российских компаний на их структуру капитала

Исследования российского рынка, посвященные изучению влияния государственной собственности на структуру капитала компаний, отличаются немногочисленностью и, преимущественно, теоретическим подходом. Так, недавнее исследование отечественных авторов [6] посвящено анализу структуры собственности государственных компаний и их роли в российской экономике. В статье поднимаются следующие исследовательские вопросы:

- сравнение российских государственных компаний с частным бизнесом, в т.ч. с точки зрения их эффективности;
- изменение финансовых показателей российских компаний с государственным участием во времени;
- использование разных методологий для определения государственных компаний и сравнение результатов анализа по разным методологиям.

Выборка авторов состоит из 114 крупнейших российских компаний за период 2006-2014 гг. На долю рассматриваемых компаний приходилось 63% рыночной капитализации и 5,9% рабочих мест в 2014 году, а их общий доход составил 16,2% всей выручки российской экономики.

В указанном исследовании не строится эконометрическая модель, результаты представлены на основе статистического анализа. На основе расчетов, проведенных авторами, Россия занимает 3 место в мире в 2012 г. по доле компаний с государственным участием (37,3%) в общем числе компаний по рыночной капитализации; на 2 месте – Китай (43% компаний с государственным участием); на 1 – Чехия (43,5%), при этом среднемировой показатель доли государственного участия в экономиках развитых стран составил 12% в 2012 г. Кроме этого, несмотря на значительную долю государственного участия в российских компаниях, они обеспечивают лишь 5% рабочих мест, в то время как в странах ОЭСР этот показатель, в среднем, равен 15%, а в Китае он достиг 61% [5, с. 15]. Также, в исследовании отмечается более высокий уровень долгосрочного долга государственных компаний по сравнению с частными. Таким образом, авторами также отмечается, что государственные предприятия в России менее эффективны по показателям производительности труда, рыночной капитализации и по иным показателям эффективности деятельности, чем частные.

В эмпирической работе Пойри и др. [34] рассматривается взаимосвязь между структурами собственности и структурами капитала российских компаний. Используется выборка из 95 публичных российских компаний (торгуемых на РТС и ММВБ) за период 2000-2004 гг. Основными источниками данных являются финансовые отчеты компаний и Российский фондовый гид от Brunswick UBS. Данные по структуре собственности компаний собраны из базы Скрин. В данном исследовании вместо ги-

потез формулируются основные исследовательские вопросы, которые заключаются в следующем:

- в определении того, есть ли у фирм с влиятельными собственниками (государство / олигархи) более широкий доступ к долговому финансированию на рынке со слабыми институтами управления долгом и фондовым рынком;
- в оценке прямого влияния политически и экономически влиятельных собственников, таких как государство и олигархи, на показатель структуры капитала фирм;
- в сравнении значимости традиционных детерминант структуры капитала в фирмах с разными структурами собственности (государственных / олигархических / частных / иностранных).

Результаты исследования подтверждают, что российские компании с государственным участием имеют значительно более высокие значения показателя структуры капитала, чем частные. Авторами делается вывод о предпочтении внутреннего финансирования перед долговым (т.к. показатель структуры капитала компаний вне зависимости от формы собственности отрицательно зависит от их рентабельности), что подтверждает теорию иерархии при управлении структурой капитала. Кроме этого, компании, владельцы которых имеют политическое влияние или связи с крупными финансовыми группами, имеют более широкий доступ к долговым обязательствам, сводя к минимуму агентские издержки.

Формулирование гипотез для проведения исследования на российском рынке

Данное исследование предполагает проверку нескольких групп гипотез. Сначала сформулируем и обоснуем ключевую гипотезу данного исследования относительно влияния структуры собственности компаний на их структуру капитала. Далее будут предложены гипотезы о характере влияния ключевых финансовых показателей на структуру капитала компаний. Следующая группа гипотез касается влияния рыночных показателей на структуру капитала компаний. В завершение учитывается отраслевая принадлежность компаний, которая может оказывать влияние на их решения по финансированию. Поэтому нами также выдвигается гипотеза относительно влияния монополизации отраслей на формирование структуры капитала компаний.

Гипотеза относительно влияния структуры собственности компаний

Гипотеза 1. *У российских компаний с государственным участием больше заёмного капитала, чем у частных компаний.*

На российском рынке компании не имеют равный доступ к заемным источникам финансирования, и крупные компании с государственной собственностью способны привлекать долг в больших объемах [34]. Эта мысль находит подтверждение на китайском рынке, где такие компании имеют более свободный доступ, в особенности к долгосрочным заемным средствам [24]. Данные компании имеют больше возможностей привлекать государственные субсидии из бюджета [1] и в целом использовать «мягкие бюджетные ограничения», что позволяет

им привлекать больше долгов [17]. Действительно, государство не допустит неплатежеспособность таких компаний и, тем более, банкротство, им будет оказана финансовая поддержка в случае наступления финансовых затруднений.

Гипотезы относительно влияния финансовых показателей компаний

Гипотеза 2. *Размер компании оказывает положительное и существенное влияние на структуру капитала.*

Размер компании является важным фактором при определении структуры капитала. Данный факт подробно изучается в работах Чен и др. [13], Эльзас и др. [18], Беван и др. [9]. Увеличение размеров компании является сигналом для инвесторов о положительной динамике развития компании, что увеличивает возможности компании на привлечение заемных средств. В исследовании по российскому рынку И. Иванова установлено, что крупные компании являются зрелыми, имеют хорошую репутацию, а увеличение размера больше не облегчает привлечение долга [22, с. 29].

Гипотеза 3. *Размер чистых активов оказывает отрицательное и существенное влияние на структуру капитала.*

Мы выдвигаем гипотезу о существенном отрицательном влиянии чистых активов на структуру капитала компаний. Как известно, стоимость чистых активов может быть рассчитана на основе законодательства РФ как разность между величиной принимаемых к расчету активов организации и величиной принимаемых к расчету обязательств организации (Приказ Минфина России от 28.08.2014 N 84н). В данном исследовании используется логарифм чистых активов.

Гипотеза 4. *Коэффициент оборачиваемости активов компаний оказывает существенное и отрицательное влияние на структуру капитала.*

Данный показатель положительно связан с рентабельностью компании. В частности, это обосновано в модели Дюпон (DuPont). В то же время рентабельные компании в соответствии с теорией иерархии структуры компании больше полагаются на внутренние источники финансирования, и собственную прибыль. Кроме того, многие современные исследования подтверждают данную зависимость, в частности, Лонг и др. [26], Смит и др. [40], Барклай и др. [8].

Гипотеза 5. *Размер операционных расходов относительно EBITDA компаний оказывает существенное и отрицательное влияние на их структуру капитала.*

Согласно агентской теории структуры капитала (авторами которой являются М.К. Дженсен и У.К. Меклинг), менеджеры компаний опасаются привлечения дополнительного долга, поскольку необходимость регулярных выплат по долгу снижает величину свободных денежных потоков компании в распоряжении менеджеров, мотивирует их лучше работать и выполняет «дисциплинирующую» функцию. Если с ростом компенсаций менеджмент сокращает долговую нагрузку, то это может косвенно

говорить о том, что руководство стремится поддерживать контроль над денежными потоками, избегая долга, осуществлять невыгодные инвестиции, вести неэффективную операционную деятельность.

Гипотеза 6. Рентабельность продаж компаний оказывает существенное и положительное влияние на их структуру капитала.

Следующий фактор структуры капитала - рентабельность продаж (**ROS**). Индикатор выявляет, насколько эффективно менеджмент компании осуществляет продажи с целью получения прибыли [6, с. 437]. Мы формулируем гипотезу о существенном положительном влиянии рентабельности продаж на структуру капитала. Показатель измеряется нами как отношение чистой прибыли к выручке.

Гипотеза 7. Рентабельность собственного капитала компаний оказывает существенное и положительное влияние на их структуру капитала.

Рентабельность собственного капитала (**ROE**) также может оказывать влияние на решения по привлечению долга. Гипотеза исследования состоит в наличии существенного положительного влияния рентабельности собственного капитала на структуру капитала российских компаний. Мы измеряем данный показатель (**ROE**) как отношение чистой прибыли за период к средневзвешенной величине собственного капитала.

Гипотеза 8. Рентабельность активов компаний оказывает существенное и отрицательное влияние на их структуру капитала.

На структуру капитала также может оказывать влияние рентабельность активов компаний (**ROA**), которая отражает общую эффективность деятельности компаний [6, с. 436]. И. Иванов вкладывает интересный смысл в показатель **ROA**. Компании с интеллектуальным капиталом имеют меньше активов на балансе, потому что стандарты бухгалтерского учета обычно консервативны в отношении признания нематериальных активов. Однако такие активы создают стоимость, а компании демонстрируют более высокую рентабельность активов. Автор использует фиктивную переменную для **ROA** (чтобы исключить отраслевые особенности), которая равна 1 для 10% лучших компаний отрасли по этому показателю и 0 для всех остальных [22, с. 13].

В другой работе по российскому рынку трехлетнее скользящее стандартное отклонение показателя **ROA** компаний используется в качестве прокси-переменной для измерения бизнес-риска компании [21, с. 58]. В указанной публикации по российскому рынку получена положительная связь между долгом и бизнес-риском, что противоречит компромиссной теории, согласно которой компании привлекают меньше долга, когда при увеличении бизнес-риска возрастают издержки финансовых затруднений [21, с. 61]. В исследовании по российскому рынку И.Иванова, вместе с тем, выявлена отрицательная связь между рентабельностью активов и долгом [23, с. 25].

Гипотезы относительно влияния рыночных показателей компаний

Гипотеза 9. Мультипликатор **P/E** компаний оказывает существенное и отрицательное влияние на их структуру капитала.

Решения компаний по привлечению долга или выпуску акций зависит во многом от того, как рынок оценивает данную компанию. Одним из важных рыночных индикаторов компании является мультипликатор **P/E**, отражающий отношение капитализации к чистой прибыли компании. Показатель оценивает, как инвесторы видят будущее компании, а также зависит от ожидаемой прибыли в будущем. Мультипликатор **P/E** возрастает, если под воздействием благоприятных перспектив на будущее растет курс акций. Более прибыльные компании, согласно теории иерархии, опираются, прежде всего, на внутренние источники финансирования и, прежде всего, на собственную прибыль.

Гипотеза 10. Мультипликатор **P/BV** компаний оказывает существенное и отрицательное влияние на их структуру капитала.

В публикациях по структуре капитала данный показатель используется для измерения перспектив роста компаний [34, с. 316]. Согласно теории иерархии, компании предпочитают выпуск долга акциям в силу наличия асимметрии информации. Однако растущим компаниям могут потребоваться значительные финансовые ресурсы для финансирования их проектов с положительным **NPV** и, следовательно, они будут должны увеличивать внешнее финансирование. В этом случае, согласно теории иерархии, компания выпустит долг до эмиссии акций. В этом случае перспективы роста положительно связаны с долгом. Однако согласно компромиссной теории, издержки финансовых затруднений возрастают с ожидаемым ростом и вынуждают менеджеров сокращать долг в структуре капитала. Действительно, на рынках существует парадокс, что быстро растущие компании проходят через банкротство довольно часто, а управление ростом не является тривиальной задачей.

О влиянии монополизации отрасли на структуру капитала компаний

Гипотеза 11. Монополизация отраслей оказывает существенное отрицательное влияние на структуру капитала компаний.

Монополизация отрасли, в которой функционирует компания, влияет на структуру капитала, этот вывод подтверждается Ли и др. [24]. Кроме этого, аналогичные результаты даны в другом исследовании [27]: долговая нагрузка выше для компаний, функционирующих в концентрированных секторах (уровень индекса Херфиндала-Хиршмана выше 1800), чем для компаний в более конкурентоспособных секторах.

Таблица 2

ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ О ВЛИЯНИИ ФАКТОРОВ НА СТРУКТУРУ КАПИТАЛА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ⁴

Детерминанта	Ожидаемое влияние
Государственное участие	+
Размер компании	+
Чистые активы	-

⁴ Составлено авторами

Детерминанта	Ожидаемое влияние
Оборачиваемость активов	-
Операционные расходы	-
Рентабельность продаж	+
Рентабельность собственного капитала	+
Рентабельность активов	-
Мультипликатор P/E	+
Мультипликатор P/BV	+
Степень монополизации отрасли	-

Обоснование выбора критериев для измерения структуры капитала

Использование показателя структуры капитала в качестве зависимой переменной рассматривается в ряде работ, изучающих структуру капитала компаний развивающихся стран, в т.ч. для выявления различий между государственными и частными компаниями [24; 34]. Показатель структуры капитала является важным инструментом управления, как и структура собственности [25]. Показатель структуры капитала обеспечивает стимулы для компаний, имеющих высокий уровень долга, для улучшения своих показателей эффективности. В данном исследовании также используется показатель структуры капитала для тестирования гипотез работы. Кроме этого, в рассматриваемых исследованиях отмечено, что компании на развивающихся рынках, как правило, предпочитают краткосрочное заемное финансирование долгосрочному. Таким образом, в качестве зависимой переменной в данном исследовании рассматриваются также коэффициенты краткосрочной и долгосрочной задолженности фирмы. В научных публикациях используются различные показатели для измерения структуры капитала компаний.

В ряде работ структура капитала измеряется как отношение совокупных обязательств компании (долгосрочные и краткосрочные займы и кредиты, торговая и прочая кредиторская задолженность, авансы полученные, оценочные обязательства и пр. задолженности) к совокупным активам (внеоборотные и оборотные активы). В частности, в качестве зависимой переменной данный показатель используется в работах, где доля государственного участия в компаниях и в экономике страны наиболее значительна: Китай (Ли [24], Линмин [25], Ратнайки [36]), Вьетнам [45], Малайзия [6]. В работе Ксяухунга [44] по Китаю в качестве зависимой переменной рассматривается не показатель структуры капитала, а логарифм суммарного долга (краткосрочного и долгосрочного), а также только логарифм долгосрочного долга. При этом в работах, изучающих структуру капитала компаний на развитых рынках, в т.ч. Европы [23] и Америки [19], структура капитала измеряется как отношение совокупного долга к рыночной стоимости активов.

Поскольку Россия относится пока еще только к развивающейся стране [43], а также доля государственного участия в России значительна, то для целей данного исследования используется расчет показателя структуры капитала, аналогичный рассмотренным выше исследованиям для Китая и

других стран. Зависимая переменная представлена как **Debt ratio** и отражает структуру капитала компаний. В работе рассматриваются три модели, для каждой из которых зависимая переменная **Debt ratio** (структура капитала) принимает значения:

- совокупного показателя структуры капитала (**LEV**, измеряется как отношение совокупных долгосрочных и краткосрочных обязательств компании к активам);
- коэффициента краткосрочной задолженности к активам (**STA**, измеряется как отношение краткосрочных обязательств компании к активам);
- коэффициента долгосрочной задолженности к активам (**LTA**, измеряется как отношение долгосрочных обязательств компании к активам).

Такой подход к выделению моделей с суммарным краткосрочным и долгосрочным долгом, долгосрочным и краткосрочным долгом отдельно для определения преимущественного источника финансирования компаний с государственным участием также используется в исследованиях для стран с развивающимися рынками капитала, для которых также характерна значительная государственная собственность, в частности, в работах Ли и др. [24], Сяохун и др. [44].

Формирование перечня показателей, влияющих на структуру капитала, для тестирования гипотез

Выбор показателей для измерения факторов, оказывающих влияние на структуру капитала компаний с государственным участием, зависит от следующих параметров:

- связанность со структурой капитала компаний, возможное влияние на решение контрагентов компании на выдачу заемных средств;
- использование факторов в актуальных научных работах по исследованию структуры капитала компаний с государственным участием;
- значимость финансовых показателей для отражения результатов деятельности компании как внутри компании, так и на рынке.

Окончание в №6 за 2020 г.

Литература

1. Бюджетный кодекс Российской Федерации [Электронный ресурс]: N 145-ФЗ от 31.07.1998 (ред. от 30.04.2021). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Кузнецов П.В. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России [Текст] / П.В. Кузнецов, А.А. Муравьев // Вестник СПбГУ. – сер.8. – вып. 1. – 2002 г. – С.54-80.
3. Московская биржа [Электронный ресурс] / Официальный сайт. – URL.: <https://www.moex.com/ru/>.
4. СПАРК – Проверка контрагента, узнать сведения об организации по ИНН, анализ рынка в системе СПАРК – Интерфакс [Электронный ресурс] / Интерфакс. – URL.: <https://www.spark-interfax.ru/>.
5. Abramov A. State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure and their role in the economy [Text] / A. Abramov, A. Radygin, M. Chernova // Russian Journal of Economics. – 2017. – Vol.3. – Pp.1-23.
6. Aliahmed H. J. Hisyam Ab Razaka N. Government ownership and performance: an analysis of listed companies in Malaysia

- [Text] / H. Aliahmed, N.H.A. Razak R. Ahmad // *Corporate Ownership & Control*. – 2008. – vol.6. – P.434-442.
7. Analysis of the debt burden in Russian economy sectors [Electronic resource] / Bank of Russia: official website. – 2018. – URL.: https://cbr.ru/Content/Document/File/-87583/wp29_e.pdf.
8. Barclay M. J. The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence [Text] / M. J. Barclay, C. W. Smith // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 1999. – vol.12. – P.8-20.
9. Bevan A. Capital structure and its determinants in the UK - a decomposition analysis [Text] / A. Bevan, J. Danbolt // *Applied Financial Economics*. – vol. 12. – 2002. – P.159-170.
10. Borisova G. Government ownership and the cost of debt: evidence from government investments in publicly traded firms [Text] / G. Borisova, V. Fotak, K. Holland, W. Megginson // *Journal of Financial Economics*. – 2015. – P.168-191.
11. Boubakri N. The market value of government ownership [Text] / N. Boubakri, S.E. Ghoul, O. Guedhami, L.M. William // *Journal of Corporate Finance*. – 2018. – P. 44-65.
12. Boycko M. How Does Privatization work? Evidence from Russian Shops [Text] / M. Boycko, N. Barberis, A. Shleifer // *Journal of Political Economy*. – 1996. – 104. – P. 764-791.
13. Chen J. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies [Text] / J. Chen, R. Strange // *Economic Change and Restructuring*. – 2005. – vol. 38 (1). – P.11-35.
14. Chen L. Industrial Diversification, Partial Privatization and Firm Valuation: The Chinese Evidence [Text] / L. Chen, D. Su // *Journal of Corporate Finance*. – vol. 14 (4). – 2008. – P. 405-417.
15. Damodaran A. Damodaran online [Electronic resource] / Current data set. URL.: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/-New_Home_Page/datacurrent.html.
16. Dewenter K.L. State-Owned and Privately Owned Firms: An Empirical [Text] / K.L. Dewenter, P. H. Malatesta // *The American Economic Review*. – 2001. – Vol. 91 (1). – P. 320-334.
17. EC European Commission State-Owned Enterprises in the EU: Lessons Learnt and Ways Forward in a Post-Crisis Context [Text] / European Union: Institutional Paper, 2016. – 116 pp.
18. Elsas R. Empirical Capital Structure Research: New Ideas, Recent Evidence, and Methodological Issues [Text] / R. Elsas, D. Florysiak // *Journal of Business Economics*. – 2008. – No 6. – P.39-71.
19. Frank M.Z. Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important? [Text] / M.Z. Frank, V.K. Goyal // *The Journal of Financial Management*. – Vol. 38. – 2009. – P. 1-37.
20. Guriev S. "Soft budget constraints and state capitalism" [Text] / S. Guriev // EBRD Working Paper. - No 206. – 2017.
21. Ilyukhin E.V. The Determinants of Capital Structure: Evidence from Russia [Text] / E.V. Ilyukhin // *Journal of Corporate Finance Research*. – 2017. – Vol. 11(4). – P.54-69.
22. Ivanov I. Capital structure determinants of Russian public companies [Text] / I. Ivanov // *Journal "Corporate Finance"*. – №1 (13). – 2010. – P. 5-38.
23. Jaslowitzer P. Disentangling the Effects of State Ownership on Investment – Evidence From Europe [Electronic resource] / P. Jaslowitzer, W. L. Megginson, M.S. Rapp // *SSRN Electronic Journal*. – 2016. URL.: https://www.researchgate.net/-publication/314655460_Disentangling_the_Effects_of_State_Ownership_on_Investment_Evidence_from_Europe.
24. Li K. Ownership, Institutions, and Capital Structure: Evidence from Chinese Firms [Text] / K. Li, H. Yue, L. Zhao // *Journal of Comparative Economics*. – 2009. – Vol. 37 (3). – P. 471-490.
25. Lingmin X. Ultimate ownership structure and capital structure: Evidence from chinese listed companies [Text] / X. Lingmin // *Corporate Ownership and Control*. – 2016. – Vol.13. – issue 4. – P.297-306.
26. Long M. S. Investment Patterns and Financial Leverage [Electronic resource] / M. S. Long, B. M. Ileen // *National Bureau of Economic Research*. – 1985. URL.: <https://www.nber.org/papers/w1145>.
27. MacKay P. How does industry affect firm financial structure? [Text] / P. MacKay, G.M. Phillips // *The Review of Financial Studies*. – vol.18 (4). – 2005. – P.1433-1466.
28. Megginson W.L. From state to market: a survey of empirical studies on privatization [Text] / W.L. Megginson, J.M. Netter // *Journal of Economic Literature*. – 2001. – Vol. 39 (2). – P. 321-389.
29. Modigliani F. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment [Text] / F. Modigliani, M.H. Miller // *American Economic Review*. – 1958. – Vol. 48. – No 3. – P. 261-297.
30. Morgenroth E. Investment efficiency, state-owned enterprises and privatisation: Evidence from Vietnam in transition [Electronic resource] / C. M. O'Toole, E. Morgenroth, Thuy T. Ha // *ESRI Working Paper*. – 2015. – No 498. URL.: <https://www.econstor.eu/handle/10419/129434>
31. Myers S. Determinants of Corporate Borrowing [Text] / S. Myers // *Journal of Financial Economics*. – 1977. – vol. 5. – issue 2. – P.147-175.
32. Myers S. The Capital Structure Puzzle [Text] / S. Myers // *The Journal of Finance*. – 1984. – Vol.39. – No 3. – P. 575-592.
33. Nash R. Contracting issues at the intersection of the public and private sectors: new data and new insights [Electronic resource] / R. Nash // *Journal of Corporate Finance*. – 2016. URL.: https://www.researchgate.net/publication/310439330_Contracting_issues_at_the_intersection_of_the_public_and_private_sectors_New_data_and_new_insights.
34. Pöyry S. Maury B. Influential ownership and capital structure [Electronic resource] / S. Pöyry, B. Maury // *Managerial and Decision Economics*. – 2009. URL.: https://www.researchgate.net/publication/227671751_Influential_ownership_and_capital_structure.
35. Rachinsky A. Corporate Governance and Market Value of Russian Firms [Electronic resource] / A. Rachinsky // *Centre for Economic and Financial Research*. URL.: <https://www.hse.ru/data/094/482/1225/Sept%2023%20Corporate%20Governance%20and%20Firms%20Market%20Values.pdf>.
36. Rathnayake D. N. Does Corporate Ownership Matter for Firm Performance? Evidence from Chinese Stock Exchanges [Electronic resource] / D. N. Rathnayake, D. F. Kassi, P. A. Louembe, G. Sun, D. Ning // *International Journal of Economics and Financial*. – 2019. URL.: https://www.researchgate.net/publication/330357691_Does_Corporate_Ownership_Matter_for_Firm_Performance_Evidence_from_Chinese_Stock_Exchanges.
37. Shapiro C. Economic rationales for the scope of privatization [Electronic resource] / C. Shapiro, R.D. Willig // *The Political Economy of Private Sector*. – 1990. – P. 55-87. URL.: https://www.researchgate.net/publication/336328623_Economic_Rationales_for_the_Scope_of_Privatization.
38. Shleifer A. Contrarian investment, Extrapolation, and Risk [Text] / A. Shleifer, J. Lakonishok, R.W. Vishny // *Journal of Finance, American Finance Association*. – Vol. 49 (5). – 1994. – P.1541-1578.
39. Shleifer A. State versus Private Ownership [Text] / A. Shleifer // *The Journal of Economic Perspectives*. – Vol. 12. – issue 4. – 1998. – P. 133-150.
40. Smith C. W. The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies [Text] / C. W. Smith, M. J. Barclay, L. W. Ross // *Journal of Applied Corporate Finance*. – 1995. – Vol. 7(4). – P. 4-19.
41. Tan C.H. State-Owned Enterprises in Singapore: Historical Insights into a Potential Model for Reform [Electronic resource] / C.H. Tan, D.W. Puchniak, U. Varottil. URL.: https://www.researchgate.net/publication/314384005_State-

Owned Enterprises in Singapore Historical Insights into a Potential Model for Reform.

42. Wei Z. Ownership Structure and Firm Value in China's Privatized Firms: 1991–2001 [Text] / Z. Wei, F. Xie, S. Zhang // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2005. – vol. 40 (01). – P.87-108.
43. World economic report outlook: global manufacturing downturn, risking trade barriers [Electronic resource] / International monetary fund. Official website. – 2019. – URL.: <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2019/October/English/TableA.ashx>.
44. Xiaohong H. Government Ownership and the Capital Structure of Firms: Analysis of An Institutional Context from China [Text] / H. Xiaohong, K. Rezaul, Z. Lingling // Journal of Accounting Research. – 2018. – vol. 11 (3). – P. 171-185.
45. Xuan-Quang D. Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure: The case of Vietnamese Firms [Text] / D. Xuan-Quang, W. Zhong-Xin // Australian Journal of Business and Management Research. – 2014. – vol. 7(2). – P.11-19.

Ключевые слова

Компании с государственным участием; управление структурой капитала; показатель структуры капитала; анализ панельных данных; факторы структуры капитала; эффективность компаний с государственным участием.

Макарова Светлана Геннадьевна
E-mail: svtlnmakarova@gmail.com

Андрианова Екатерина Игоревна
E-mail: ekater.andrianova@gmail.com

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы обусловлена тем, что в российской экономике сохраняется высокая доля компаний с государственным участием, в том числе среди компаний крупного бизнеса. Как показывает ряд исследований, российские компании с государственным участием используют больше привлеченных средств в сравнении с частным бизнесом. Финансовые риски, связанные с наращиванием долговой нагрузки, негативно влияют на финансовую устойчивость этих компаний, а это, в свою очередь, требует вливаний из государственного бюджета или других форм оказания поддержки таким компаниям. Компании с государственным участием считаются достаточно устойчивыми и привлекательными для инвесторов, поскольку могут использовать бюджетные субсидии. Это может в меньшей степени стимулировать компании с государственным участием к оптимизации своей структуры капитала. Однако это может вести и к чрезмерному кредитованию государственных компаний, нерациональному использованию кредитных ресурсов. Поэтому выявление характера влияния факторов на формирование структуры капитала компаний с государственным участием и разработка рекомендаций на этой основе для оптимизации долговой нагрузки, имеет большую практическую и научную актуальность.

Научная новизна исследования заключается в том, что авторами получены новые результаты по выборке 139 публичных российских (с государственным участием в структуре собственности и без него) компаний за период с 2014 г. по 2018 г., в частности обосновано, что государственное участие в структуре публичных российских компаний оказывает значительное влияние на структуру их капитала. В рамках исследования сделаны выводы относительно значимого влияния на структуру капитала компаний с государственным участием таких факторов, как коэффициент оборачиваемости активов, величина чистых активов, показатель отношения операционных расходов к EBITDA и рентабельность активов. Вклад авторов в новизну исследования также заключается в получении новых результатов относительно формирования структуры капитала компаний с государственным участием, в частности показано, что долговая нагрузка данных компаний увеличивается вслед за увеличением их выручки. На основе результатов эмпирического исследования предложены меры по оптимизации структуры капитала компаний с государственным участием, предполагающие эффективный отбор проектов, снижение рисков за счет диверсификации, контроль за целевым использованием привлеченных средств.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

Дьячкова Е.А., д.э.н., Генеральный директор, Консалтинговый центр «ЭКАП» (ООО «ЭКАП»), г. Москва.