

Особенности управления структурой капитала компаний с государственным участием в России

Научный руководитель – Макарова Светлана Геннадьевна

Андреанова Екатерина Игоревна

Студент (магистр)

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: ekater.andrianova@gmail.com

Управление структурой капитала — это процесс определения соотношения использования собственного и заемного капитала для минимизации затрат на капитал и максимизации рыночной стоимости корпорации при заданном уровне риска. Согласно исследованиям, прослеживается прямая зависимость между размером государственного участия, рыночной конкуренцией и эффективностью использования имеющихся ресурсов. Следует признать, что государственное участие может быть экономически обоснованным и целесообразным в некоторых секторах экономики (в т.ч. в сферах естественных монополий), но одновременно появляются проблемы, связанные с их убыточностью и неэффективной работой. В результате порождается проблема снижения эффективности использования имеющихся ресурсов [3].

Несмотря на значительные приватизационные усилия, предпринятые правительствами стран во всем мире и в России в том числе в течение нескольких последних десятилетий, доля государства в акционерном капитале растет, в 2015 г. составила почти одну пятую часть мировой капитализации фондового рынка [1]. Такой подъем государственного капитализма был еще более усугублен во время мирового финансового кризиса 2008 г., когда государственная собственность стала стратегией спасения как в развитых, так и в развивающихся странах [4]. Последнее время продолжает наблюдаться процесс возрождения государственных предприятий, такие компании составляют значительную часть самых могущественных корпораций мира. При этом экономики стран сталкиваются с проблемами, присущими государственным компаниям, такими как консерватизм и «инертность» политики управления, которые оказывают существенное влияние на финансовые результаты деятельности компаний и качество производимой продукции, наращивают финансовые риски, оказывающие существенное влияние на государственный бюджет. Следовательно, не удивительно, что такой феномен «обратной приватизации» вызвал возобновление дебатов о роли государства в структуре собственности компаний. Таким образом, в работе в качестве центрального исследовательского вопроса рассматривается гипотеза о том, что компании с государственным участием в России характеризуются менее эффективным управлением структурой капитала (большим значением левириджа), чем частные.

Для оценки роли государственного участия на левиридж российских компаний был проведен эмпирический анализ 139 публичных компаний за 2014-2018 гг. (выборка представлена государственными и частными компаниями), котирующихся на Московской бирже. Для формирования выборки использовались данные Московской биржи, системы СПАРК, а также Федеральной службы статистики.

Зависимая переменная представлена как Debt ratio и отражает структуру капитала компаний. В работе рассматриваются три модели, для каждой из которых зависимая переменная Debt ratio принимает значения левириджа (измеряется как отношение совокупных долгосрочных и краткосрочных обязательств компании к активам), коэффициента

краткосрочной (измеряется как отношение краткосрочных обязательств компании к активам) или долгосрочной задолженности (измеряется как отношение долгосрочных обязательств компании к активам). Таким образом, уравнение регрессии (панельные данные с фиксированными эффектами), оценивающее факторы, влияющие на структуру капитала, представлено на Рисунке 1.

Проведенное исследование свидетельствует о значимой и положительной роли государственного участия в структуре собственности российских компаний на показатель левериджа, а также коэффициента долгосрочной задолженности за рассматриваемый период 2014-2018 гг. Это подтверждает гипотезу о том, что деятельность государственных компаний связана с большими рисками, чем частных, особенно в долгосрочной перспективе. Другими факторами, оказывающими положительное и значимое влияние на леверидж являются размер компании, рентабельность продаж и рентабельность собственного капитала. Отрицательное и значимое влияние на леверидж оказывают показатели чистых активов, прибыльности, операционных расходов. Результаты совпадают с аналогичными исследованиями для развитых экономик мира со значительной долей государственного участия, в т. ч. Китай [2] и Вьетнам [5].

Благодаря результатам эмпирического исследования можно сделать обоснованный вывод о том, что управление структурой капитала компаний с государственным участием в России значительно хуже, чем частных. Это оказывает отрицательные последствия на финансовые показатели компаний с государственным участием, а также на бюджет страны, снижает эффективность использования имеющихся ресурсов.

Источники и литература

- 1) Borisova, G. F. (2015). Government ownership and the cost of debt: evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 168-191.
- 2) Chen L., S. D. (2008). Industrial Diversification, Partial Privatization and Firm Valuation: The Chinese Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 405-417.
- 3) Guriev, S. (2017). "Soft budget constraints and state capitalism". EBRD Working Paper 206.
- 4) Nash, R. (2017). Contracting issues at the intersection of the public and private sectors: new data and new insights. *Journal of Corporate Finance*, 357-366.
- 5) Xuan-Quang D., Z.-X. W. (2013). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure: The case of Vietnamese Firms. *Australian Journal of Business and Management Research*, 11-19.

Иллюстрации

$$\begin{aligned} Debt\ ratio_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * Firm\ size_{it} + \beta_2 * Net\ Assets_{it} + \beta_3 * Profitability_{it} + \beta_4 \\ & * SG\&A\ expenses_{it} + \beta_5 * ROS_{it} + \beta_6 * ROE_{it} + \beta_7 * ROA_{it} + \beta_8 \\ & * State\ share_{it} + \beta_9 * Industry\ concentr_{it} + \beta_{10} * \frac{P}{E_{it}} + \beta_{11} * \frac{P}{BV_{it}} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Рис. 1. Уравнение регрессии, оценивающее факторы, влияющие на структуру капитала.