



**РАНХиГС**

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА  
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ  
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

**А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов  
А. Е. Абрамов, М. И. Чернова  
Г. Н. Мальгинов**

**Приватизация  
30 лет спустя**

*Масштабы и эффективность  
государственного сектора*



| Издательский дом ДЕЛО |

Москва | 2019

УДК 334.012.32  
ББК 65.9(2Рос)  
Р15

Авторский коллектив:

*Радыгин А. Д.*, д. экон. наук, проф., директор Ин-та ЭМИТ РАНХиГС,  
член совета директоров ИЭП им. Гайдара;  
*Энтов Р. М.*, академик РАН, главный научный сотрудник  
Центра макроэкономических исследований ИПЭИ РАНХиГС;  
*Абрамов А. Е.*, канд. экон. наук, зав. Лабораторией анализа институтов  
и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;  
*Чернова М. И.*, научный сотрудник Лаборатории анализа институтов  
и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС;  
*Мальгинов Г. Н.*, канд. экон. наук, ведущий научный сотрудник  
ИПЭИ РАНХиГС, зав. лабораторией ИЭП.

**Радыгин А. Д. и др.**

Р15 Приватизация 30 лет спустя: масштабы и эффективность государственного сектора / А. Д. Радыгин, Р. М. Энтов, А. Е. Абрамов, М. И. Чернова, Г. Н. Мальгинов. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2019. — 76 с. — (Научные доклады: экономика).

ISBN 978-5-7749-1428-9

Авторы на основе краткого исторического экскурса анализируют современные приоритеты российской приватизации. В докладе оцениваются размер государственного сектора экономики и целесообразность приватизации некоторых крупных российских компаний с государственным участием в условиях санкций. Показано, что сводные финансовые характеристики компаний с госучастием, как правило, хуже показателей частных компаний и зарубежных конкурентов, а совокупный доход по акциям первых меньше минимальной рыночной доходности по акциям.

Эмпирическая часть доклада подготовлена по материалам выборки из 265 крупнейших частных и государственных российских компаний, по которым доступна публичная финансовая отчетность.

*Ключевые слова:* приватизация, государственная собственность, компании с государственным участием, программа приватизации, санкции.  
JEL: B20, D20, D60, G38, H82, H83, K40, L30, P20.

УДК 334.012.32  
ББК 65.9(2Рос)

ISBN 978-5-7749-1428-9

© ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации», 2019

# Содержание

Ключевые выводы, представляемые в докладе . . . . .	5
1. Введение . . . . .	7
2. Российская приватизация: краткий исторический экскурс и современные дилеммы . . . . .	13
3. Масштабы государственного сектора . . . . .	22
4. Эффективность государственного сектора: некоторые оценки . . . . .	33
5. Критерии и основные направления приватизационной политики . . . . .	46
6. Перспективы приватизации в условиях санкций . . . . .	54
7. Заключение . . . . .	60
Приложение. Стратегия государства в отношении компаний различных секторов . . . . .	64
Список использованной литературы . . . . .	70



## Ключевые выводы, представляемые в докладе

- В мире, по оценкам, после 2012 г. начинается новая длительная «приватизационная волна», и поступления от приватизации в мире только в 2013–2016 гг. составили почти 1 трлн долл.
- Россия в 2010-х гг., несмотря на 30-летнюю приватизационную историю, по сравнению со странами ОЭСР и ведущими развивающимися экономиками занимает одну из лидирующих позиций по масштабам госсектора (капитализация, занятые и др.).
- Имеющиеся оценки госсектора России не всегда корректны или явно завышены (колебания от 30 до 70% ВВП), но тенденция к росту сохраняется.
- Авторский компонентный анализ показывает, что госсектор в 2000-е гг. растет в основном за счет компаний с государственным участием (КГУ) и сектора государственного управления (СГУ).
- СГУ за 2000–2017 гг. вырос почти в 2 раза, тогда как средний показатель на уровне ЕС оставался практически неизменным.

- КГУ в России, по нашим расчетам, уступают своим отраслевым аналогам в России и в мире по параметрам эффективности.
- Имеет место противоречие формального прогресса (число объектов в собственности государства стабильно снижается) и реального вклада госсектора в экономику. В более широкой постановке — в государственной политике все более остро проявляется дуализм: госкапитализм де-факто и стратегия разгосударствления де-юре.
- Основным оценочным критерием целесообразности ускоренного разгосударствления сегодня, в отличие от первых этапов 1990-х и 2000-х гг., становятся не политические и фискальные мотивы, а вопросы оптимизации государственного сектора в целом и экономической эффективности.
- Долгосрочный характер санкций — новая реальность. Однако тезис «в условиях санкций инвесторы не придут» умозрительно априорный и нуждается в эмпирической проверке.
- Проведение осторожной приватизации целого ряда крупнейших компаний в 2019–2024 гг. вполне допустимо, несмотря на действие режима санкций. Более того, инициирование новых приватизационных сделок может создать условия в пользу отмены санкций.
- Одновременно потенциальное ужесточение финансовых санкций и тем более их вероятно долгосрочный характер неизбежно выводят на первый план вопросы внутренней конкуренции, что предполагает активизацию частно-рыночных механизмов хозяйствования, в том числе посредством продолжения приватизационных программ. При выборе такой стратегии практически впервые за 30-летнюю историю российской приватизации задачи экономической эффективности могут быть переведены в практическое русло.

# 1. Введение

В большинстве академических работ, посвященных сравнению государственного и частного предпринимательства, обычно обсуждается следующая альтернатива: «государство или частный предприниматель». Однако подобная постановка вопроса представляется по меньшей мере сильно упрощенной. Ведь на нынешнем этапе развития экономики трудно представить какие-либо общественные структуры, в которых государство просто «изгонялось» бы из сферы хозяйственных отношений. И в тех случаях, когда признается целесообразным переход к более широкому использованию механизмов рыночного регулирования, государство, во-первых, оказывается инициатором и организатором подобного перехода и, во-вторых, на практике осуществляет контроль за соблюдением правил конкурентной рыночной «игры». Иными словами, и в случае частного, и в случае государственного предпринимательства соответствующие органы регулирования и контроля должны осуществлять свои функции. Речь идет, скорее, об оптимальном выборе форм, в которых современное государство реализует жизненно важ-

ные для общества функции. В этом контексте, как правило, рассматриваются и проблемы приватизации.

Теоретические аспекты приватизации, включая дискуссию по «фундаментальной теореме приватизации», модели эффективности производства частных и общественных благ и эффективности приватизации, обстоятельно обсуждаются в академической литературе уже более 50 лет<sup>1</sup>. Конечно, периодический рост исследовательского интереса в значительной степени связан с масштабными прикладными проектами и их результатами, однако это влияние имеет двусторонний характер. На уровне национальных идеологов и прагматиков, принимающих экономические решения, приватизация, как и разгосударствление в более широкой постановке вопроса, остаются неотъемлемым элементом современного рыночного хозяйства, взаимодействия конкурентных сил и частной собственности (в ее современных видах), взаимных корректировок рынка и государства, экономического роста и аллокационной эффективности. Эмпирика, в свою очередь, исследуя вопросы сравнительной микроэкономической эффективности фирм, как правило, свидетельствует в пользу частных субъектов хозяйствования<sup>2</sup>.

На практике приватизационный процесс носит циклический характер, отражая конкретные интересы и предпочтения правящих элит и решая задачи различного масштаба — от системной трансформации до обеспечения оперативных бюджетных (фискальных) потребностей. Нельзя также сказать, что все национальные приватизационные программы, осуществлявшиеся во второй половине XX — начале XXI в., увенчались успехом. Актуальны сегодня и рецидивы идеологии государственного капитализма, однако, как отмечает

<sup>1</sup> Эволюция современных теоретических подходов и экономические последствия приватизации подробно рассматривались в: [Радыгин и др., 2014; Радыгин, Энтов, 2012, 2013].

<sup>2</sup> Сводную характеристику сравнительных исследований, опубликованных с начала 1970-х гг., см. в: [Shirley, Walsh, 2000; Cato, 2012; Радыгин и др., 2014; Estrin et al., 2009; Megginson, 2005; 2017; Boardman, Vining, 1989; Borcherting et al., 1982] и др.

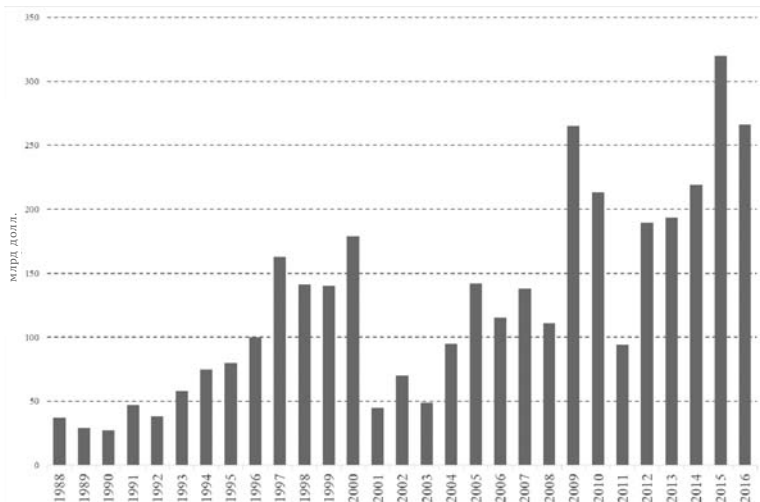


У. Меггинсон [Megginson, 2017, p. 48–50], для конца XX — начала XXI в. характерен глобальный тренд к сокращению государственной собственности (участия государства в коммерческих предприятиях), хотя он иногда может замедляться и меняться на противоположный.

Безусловно, вопрос о возрождении идеологии «государственного капитализма», которая в современных условиях предполагает сохранение контроля над жизненно важными национальными активами, стимулирование развития «национальных чемпионов» в глобально конкурентных отраслях и инвестирование через контролируемые государством институты, остается сегодня весьма дискуссионным, и ответ на него зависит в значительной мере от экспертного подхода. Тем не менее существует ряд факторов, поддерживающих и обратное движение. К ним относится тенденция к превращению Китая в крупнейшую экономику мира, привлекательность тех или иных аспектов моделей государственного капитализма Китая и Сингапура, режим высоких нефтяных цен 2005–2014 гг. и связанное с ним финансирование суверенных инвестиционных фондов стран — экспортеров нефти, глобальный финансовый кризис, потребовавший адекватных мер правительств многих стран в отношении проблемных банков и компаний, милитаризация западной (и особенно американской) внешней политики после 2011 г., неизбежно включающая и экономические компоненты<sup>1</sup>.

После значительного расширения государственной поддержки, оказанной частному сектору правительствами многих стран в целях финансовой стабилизации компаний и банков в период глобального финансового кризиса 2008–2009 гг., поступления от приватизации в мире в 2013–2016 гг. составили почти 1 трлн долл. (998,8 млрд долл.). Это гораздо больше, чем за любой сопоставимый период со времен

<sup>1</sup> [Megginson 2017, p. 1]. См. также: [Радыгин, 2004; Радыгин и др. 2015; Мир после кризиса, 2009, С. 38–42; Bremmer, 2010; Musacchio, Lazzarini, 2012; State Capitalism, 2012], *Кондратьев В.Б.* Государственный капитализм на марше ([www.perspektivy.info/book/gosudarstvennyj\\_kapitalizm\\_na\\_marshe\\_2012-08-24.htm](http://www.perspektivy.info/book/gosudarstvennyj_kapitalizm_na_marshe_2012-08-24.htm)) и др.



\* Предварительные данные.

Рис. 1. Мировые доходы от приватизации в 1988–2016 гг. (млрд долл.)

Источник: Privatization Barometer, 2017.

М. Тэтчер, давшей старт современной приватизации в 1979 г. (рис. 1). Таким образом, современные программы приватизации приносят государствам ежегодно почти по 0,25 трлн долл., что свидетельствует о начале новой масштабной приватизационной волны в мире, которая может занять длительное время. Новые приватизационные планы затрагивают страны практически всех регионов мира, хотя их цели могут заметно различаться: стратегические и/или структурные соображения, чисто тактические шаги (идеология, средство пополнения бюджета), задачи повышения эффективности экономики и др<sup>1</sup>.

Для России 2000–2008 гг. была характерна тенденция к количественной экспансии госсектора. Однако во втором десятилетии 2000-х гг. тренд изменился: доля компаний с государственным участием в ключевых экономических показателях стабилизировалась или возростала незначительно

<sup>1</sup> Подробнее см.: [Privatization Barometer, 2016, 2017].

(хотя необходимо отметить в определенной мере циклический характер данных показателей с учетом макроэкономической конъюнктуры). Это означает, в частности, что процесс усиления роли государства в экономике перешел в иное — качественное — состояние. Масштабы этого процесса остаются не вполне ясными, однако издержки достаточно очевидны.

Во-первых, это приводит к снижению эффективности функционирования рыночных механизмов — нарушению принципа равенства компаний во взаимоотношениях с государством (конфликт интересов собственника и блюстителя равных правил игры), замещению конкурентных механизмов (конкуренция через повышение эффективности или улучшение потребительских свойств выпускаемой продукции) административным ресурсом и лоббистскими возможностями. Как следствие, экономика начинает «пробуксовывать», что выражается в снижении темпов роста, в усиливающемся технологическом отставании от более успешных стран.

Во-вторых, государство — как абстрактное и не персонифицированное понятие — является менее эффективным собственником, чем частные структуры, прежде всего в конкурентных отраслях<sup>1</sup>. Тенденция к менее эффективному хозяйствованию объясняется особенностями государственной собственности, воспринимаемой обычно как некая коллективная («общая») собственность. Механизмы мониторинга результатов деятельности государственных предприятий, разумеется, не могут включать в себя контроль со стороны каждого гражданина. Обычно эта обязанность возлагается на некоторые ведомства исполнительной власти. Тем самым складывается система отношений «принципал — агент», в рамках которой возникает еще больше проблем, связанных с механизмами мониторинга результатов того контроля, который должны осуществлять указанные ведомства. «Мониторинг мониторов» в конечном итоге вырождается

<sup>1</sup> Более подробно эта проблематика, включая эмпирический анализ характеристик эффективности, рассматривается в: [Абрамов и др., 2017].

в неэффективную бюрократическую пирамиду многоступенчатого административного контроля и формальной отчетности.

В-третьих, одним из значимых последствий описанных процессов становится неформальное огосударствление частного сектора экономики и появление «частных государственных компаний»<sup>1</sup>. Одновременно происходит сужение пространства для частной инициативы, эрозия цивилизованных имущественных отношений, возможностей реализации прав частной собственности (частного бизнеса) и конкурентных рынков в связи с экспансией госсектора де-юре и де-факто.

В рамках данного доклада нет необходимости обсуждать целесообразность достаточно существенного (в количественном отношении) государственного сектора и его целевые функции в предоставлении общественных и глобальных общественных благ, компенсации системных провалов или обеспечении геополитических интересов в зависимости от специфических условий национальной экономики. Это касается и упомянутой выше дискуссии о модели государственного капитализма, его этапах и особенностях. Нельзя однозначно утверждать, что государственные компании априори менее эффективны в сравнении с частными. Однако при прочих равных условиях государству сложнее быть эффективным собственником, чем собственнику частному. Масштабы государственной собственности обостряют управленческие проблемы. Это предполагает *особое внимание к проблеме точных оценок госсектора и, соответственно, адекватных приватизационных программ.*

<sup>1</sup> Структуры, которые независимо от формы собственности подконтрольны государству в связи с экспансией государственного сектора де-юре и де-факто [Радыгин, Симачев, Энтов, 2015].

## 2. Российская приватизация: краткий исторический экскурс и современные дилеммы

В России, как и в других странах посткоммунистической трансформации, приватизация становится заметным трендом с конца 80-х гг. XX в.

Практически во всех странах с переходной экономикой необходимо отметить такие проблемы, как связь приватизации с изменением властных отношений в обществе (в частности, проблема реституции), масштабы приватизации; отсутствие рациональной рыночно-конкурентной среды; огромные технические сложности; необходимость идеологического выбора; отсутствие на стартовом этапе необходимой институциональной инфраструктуры; высокий уровень коррупции и иных криминальных явлений.

Хотя России не пришлось решать в ходе приватизации такие проблемы, как реституции или заметный региональный сепаратизм, в российских условиях разработка и реализация приватизационной политики особенно усложнялась

в силу действия (более весомого по сравнению с другими странами переходной экономики) следующих факторов:

- во-первых, параллельно с процессом выбора глобальных моделей<sup>1</sup>, на микроуровне происходит спонтанный перевод государственных предприятий и имущества в иные формы собственности (коллективные и частные, или же квазиколлективные и квазичастные).
- во-вторых, высочайший уровень концентрации наравне с отсталостью многих секторов российской промышленности препятствуют проведению эффективной и социально «мягкой» структурной перестройки до и в ходе приватизации;
- в-третьих, и это, на наш взгляд, особенно важно, именно приватизация и проблемы преобразования собственности являются той областью экономических реформ, где политический и популистский прессинг наиболее тяжел.

Политический фактор в приватизационной политике 90-х гг., в частности, самым непосредственным образом усиливал противоречивость и нестабильность законодательной базы, что проявлялось в отсутствии единого правового подхода, одномоментном действии противоречащих друг другу нормативных актов, частой смене тактических установок и моделей, принятии в ряде конкретных случаев актов, дающих той или иной стороне эксклюзивные права вне рамок законодательства, возможность отмены уже принятых решений. Более того, высочайшая степень политизации приватизационного процесса в России и, следовательно, конфликтно-компромиссный характер его развития обуславливали выбор

<sup>1</sup> В переходных экономиках известны несколько основных моделей приватизации: массовая программа приватизации (МП), модель инсайдеров, модель установления единовременного мажоритарного контроля. Особое место (практически во всех странах) занимает модель смешанного (частно-государственного) контроля. Существуют также специфические для отдельных стран модели, такие как модель «социально ориентированной» собственности, модель «стандартных продаж» по открытой подписке, модель «case-by-case» и др.

приватизационной модели, ориентированной на максимальное достижение социального компромисса. Это, в свою очередь, вело к исключительно высокому уровню транзакционных издержек как в ходе реализации приватизационных программ, так и впоследствии при осуществлении сделок, связанных с перераспределением собственности<sup>1</sup>.

Если 1985–1989 гг. можно охарактеризовать как период косметических изменений действовавшей в СССР системы, когда любые альтернативные формы собственности рассматривались лишь в контексте «многоукладной социалистической экономики» с доминирующим госсектором, то 1990–1991 гг. — это годы более систематических реформ или, что точнее, более систематических концепций прорывных преобразований. Заметный сдвиг произошел в идеологических подходах к вопросам собственности в целом и реформирования соответствующих отношений в частности. Последнее проявлялось и в содержании рассматривавшихся программ, и в принятом в этот период законодательстве. Одновременно — на фоне продолжающихся дискуссий о допустимости альтернативных форм собственности и методах приватизации — резко активизировался спонтанный процесс: номенклатурно-бюрократический, номенклатурно-территориальный, «коллективный», «менеджеральный» и др.

С учетом «спонтанного этапа», в целом в новейшей российской истории можно выделить следующие основные этапы приватизации и соответствующего перераспределения собственности:

- «спонтанный» приватизационный процесс (1987–1991) — нет формализованных целей на макроуровне;
- «массовая» приватизация (1992–1994) — доминирование политических целей и поиск социального компромисса, старт крупномасштабной реформы в сфере отношений собственности на основе разработанного приватизационного за-

<sup>1</sup> Подробно об этом периоде см.: [Радыгин А. Д., 1994].

- конодательства, интенсивное наращивание «критической массы» соответствующих количественных преобразований;
- первый «денежный» этап 1995–1998 гг. (включая залоговые аукционы 1995 г.) — сочетание политических и фискальных целей, в сущности неудачные попытки перехода к новой — «денежной» — приватизационной модели;
  - второй «денежный» этап 1999–2010 гг. — сочетание фискальных (с переменным успехом) и консолидационных (де-факто стратегия госкапитализма) целей, количественный рост госсектора;
  - современный этап (после законодательных изменений 2010 г., запуска и реализации государственной программы по управлению федеральным имуществом в 2013–2018 гг.) — сочетание фискальных и оптимизационных задач. Де-факто продолжается усиление госсектора, причем качественным образом: преимущественно через повышение роли государственных структур (в том числе не имеющих прямого отношения к хозяйственным операциям) в распределении финансовых ресурсов и контроле экономических агентов, активизацию сформированных вертикально интегрированных структур (ВИС) в ряде отраслей, государственных корпораций и институтов развития, передачу в их капитал имущества непубличных государственных компаний, процессы «псевдоприватизации», расширение сфер (зон контроля) государственного регулирования. В той или иной форме продолжается и характерный для 2000-х гг. процесс количественного расширения госсектора — через внесение активов в ВИС, увеличение пакетов акций, принадлежащих государству в капиталах крупнейших публичных компаний и др.

Тем не менее и сегодня — по истечении около 30 лет приватизационной истории современной России — нам не известны официальные заявления высших должностных лиц, в которых приватизация и разгосударствление оценивались бы негативно. Напротив, *на уровне официальных деклараций* политику разгосударствления можно считать однозначным трендом в российской экономической политике:



- 2010 г.— внесены важные поправки в федеральный закон о приватизации, на высшем уровне обсуждается новая «большая» приватизация;
- 2012 г.— предусмотрено завершить к 2016 г. выход государства из капитала компаний несырьевого сектора, не относящихся к субъектам естественных монополий и организациям оборонного комплекса (Указ Президента РФ «О долгосрочной государственной экономической политике» от 7 мая 2012 г. № 596);
- 2012 г.— увеличение прогноза планов приватизации на 2011–2013 и 2014–2016 гг. компаний с государственным участием, относящимся к крупнейшим;
- 2013–2017 гг.— принята и скорректирована Государственная программа по управлению федеральным имуществом на период до 2018 г., которая предполагает максимально сократить присутствие государства в экономике;
- 2017 г.— сокращение доли хозяйствующих субъектов, учреждаемых или контролируемых государством или муниципальными образованияами, в общем количестве хозяйствующих субъектов, осуществляющих деятельность на товарных рынках, отнесено к числу основополагающих принципов государственной политики по развитию конкуренции (Указ Президента РФ № 618 от 21 декабря 2017 г. «Об основных направлениях государственной политики по развитию конкуренции»);
- 2018 г.— «доля государства в экономике должна постепенно снижаться»<sup>1</sup> (Послание Президента РФ Федеральному Собранию 1 марта 2018 г.);
- 2018 г.— «сегодня развитию конкуренции препятствует целый ряд проблем, прежде всего избыточное участие государства в экономике», «следует более активно проводить приватизацию государственной собственности. Хотя это не всегда просто, особенно на региональном и муниципальном уровнях»<sup>2</sup> (из выступления Председателя Правительства РФ на заседании Правительства РФ 30 августа 2018 г.).

<sup>1</sup> <http://www.kremlin.ru/events/president/news/56957>

<sup>2</sup> <https://www.interfax.ru/russia/627178>

По всей видимости, в настоящее время политические и социальные аргументы приватизации уходят сегодня на второй план (особенно на контрасте с началом 1990-х гг.), а фискальные соображения имеют значение, но пока не решающее (по сравнению с 2000-ми гг.). Соответственно, *основным оценочным критерием целесообразности ускоренного разгосударствления становятся вопросы оптимизации государственного сектора в целом и экономической эффективности*<sup>1</sup>.

Именно здесь, по крайней мере на уровне содержательной дискуссии, наиболее значимыми становятся следующие аргументы в пользу дальнейшего разгосударствления российской экономики:

- избыточность государственного имущества с точки зрения исполнения государственных функций;
- в секторах с большим прямым и косвенным участием государства недостаточны условия для справедливой конкуренции, ограничена мотивация к развитию частной инициативы;
- у государства ограничены стимулы к развитию (отраслевого) регулирования (модернизации) при наличии прямых инструментов влияния;
- КГУ преимущественно ориентированы на господдержку и преференции, и эффективность их хозяйственной деятельности, как правило, ниже<sup>2</sup>. Преференции и административный ресурс крупных госкомпаний деформируют рынки;
- разгосударствление в различных сегментах государственной собственности не принесет дополнительного дохода, но позволит снизить расходы бюджета на содержание излишних (с точки зрения функций государства и перерасхода средств) объектов;

<sup>1</sup> Прикладные аргументы общего характера, в том числе применительно к России, подробно рассматривались в материалах, подготовленных для Центра стратегических разработок (ЦСР) в 2016–2018 гг. (см., например: [Радыгин и др., 2018]), а также в: [Радыгин и др., 2011].

<sup>2</sup> См.: [Абрамов и др., 2016, 2017].

- «углубление» приватизации крупнейших КГУ (вплоть до выхода государства из их капитала) позволит привлечь дополнительные бюджетные ресурсы (вторичный и однократный эффект разгосударствления секторов). Тем не менее эта возможность ограничена;
- повышение качества управления в госсекторе, оптимизация бюджетных расходов на эти цели и ликвидация потенциальных «коррупционных окон» ограничиваются субъектной размерностью госсектора, избыточностью активов, наличием неуправляемых и/или кризисных объектов, недостаточным уровнем прозрачности, нечеткостью интересов государства и несовершенством механизмов их представления;
- сохраняются конфликт интересов, двойственность и противоречивость положения государства (как законодателя, регулятора и прямого участника крупных компаний). На практике это проявляется в политике двойных стандартов в отношении российского бизнеса.

Если исходить из приоритетности такого подхода, то риторику антироссийских санкций не следует считать весомым аргументом против приватизации в обозримой перспективе, а нужно рассматривать ее в более широком политико-экономическом контексте «неохотной приватизации»<sup>1</sup>. Речь идет о внешне технической асимметрии в поведении государства, которая обусловлена традиционной приверженностью административным методам управления, нежеланием правящих элит расстаться с привычными рычагами власти, возможностью присваивать частные выгоды в разнообразных формах, в том числе обширных рентных доходов, посредством расширения присутствия государства

<sup>1</sup> Термин *reluctant privatization* введен в: [Bortolotti, Faccio, 2004]. В более широкой постановке асимметричность процессов огосударствления и приватизации в литературе рассматривается в контексте характеристик устойчивости (инерционности) расширения присутствия государства, «эффекта близорукости» (при оценке кратко- и долгосрочных эффектов приватизации), политических ограничений и рынков, фискальных задач и др. (см. также: [Радыгин и др., 2015]).

в экономике. Признаки «неохотной приватизации» чаще можно наблюдать в развивающихся странах, правительства которых особенно настороженно относятся к игре рыночных сил, определяющих приток и отток капитала. Эмпирические исследования практики приватизации в 21 развитой стране в 1977–2002 гг. свидетельствуют о взаимосвязи «неохотной (отложенной) приватизации» и специфики политической (электоральной) системы<sup>1</sup>. Применительно к современной России очевидно, что политическая воля выступает одним из ключевых аргументов при обсуждении прикладных приватизационных решений.

Оставляя в стороне политические аспекты перспектив разгосударствления в России, отметим, что в долгосрочной перспективе принципиальное значение имеет следующая дилемма при выборе стратегии:

- инерционное продолжение политики усиления роли государства (развитие не декларируемой официально модели государственного капитализма, сформировавшейся в 2000-е гг.);
- политика разгосударствления (декларируемая формально на всех уровнях власти), предполагающая поиск прагматичного баланса между сохранением рычагов государственного влияния (прямое вмешательство, жесткий контроль) и полным уходом государства из тех или иных секторов экономики (с замещением отраслевым регулированием и иными формами контроля стратегических компаний).

Переводя данную дискуссию в более прагматичное русло, обратимся к анализу масштабов современного российско-

<sup>1</sup> См.: [Bortolotti, Pinotti, 2008]. Здесь проблематика «неохотной приватизации» рассматривается в контексте политической экономики реформ и актуальной дискуссии о факторах, обуславливающих время осуществления (отсрочки) различных экономических реформ («war-of-attrition models of economic reform»). Однако в данном конкретном случае эмпирические результаты (отсрочка в приватизации тем больше, чем более «фрагментарна» политическая система и больше партий участвуют в электоральном процессе) при всей их условности лишь косвенно подтверждают, что в случае России причины «неохотной приватизации» не связаны с такой фрагментацией.

го госсектора, а также компаний, которые уже фигурируют в приватизационных планах и, собственно, выступают объектом «неохотной приватизации» в современных российских условиях.

### 3. Масштабы государственного сектора

В 2000-е гг. в России серьезно изменилась роль, которую государство играет в экономике, по сравнению с периодом 1990-х гг. В 2000–2005 гг. усилия государства были направлены преимущественно на оптимизацию своего присутствия в экономике, сохранившегося после реализации программ чековой (1992–1994) и денежной (1995–1999) приватизации. В последующие годы масштабы присутствия государства явно расширились за счет активизации компаний с долей государства в капитале. Госкомпании встали на путь расширения масштабов своего бизнеса и его диверсификации, участвуя в слияниях и поглощениях.

После 2005 г. активизировалась политика укрупнения разрозненных активов, остающихся в собственности государства, в интегрированные структуры, которые в ряде случаев охватывали целые отрасли (авиационная и атомная промышленность, судостроение). Новым аспектом в имущественной политике государства стало появление в 2007–2008 гг. государственных корпораций. Кризис 2008–2009 гг., как и во многих

странах, привел к определенному увеличению, по крайней мере, косвенного владения государством, однако в России, в отличие от других стран, реприватизация (обратный выкуп) в 2010–2012 гг. не наблюдалась. Расширение косвенного владения продолжалось и в 2014–2017 гг., затрагивая различные секторы (нефтяной, банковско-финансовый, торговлю и др.).

Для оценки доли государственного сектора в ВВП в ИПЭИ была составлена представительная выборка с показателями российских компаний. В выборку вошли 265 крупнейших частных и государственных российских компаний, по которым доступна публичная финансовая отчетность, из которых 162 имели статус КГУ. В 2017 г. на указанные компании приходилось 96,1% капитализации акций и 22,0% совокупной выручки в российской экономике. Анализ данных по расширенной выборке проводился за период с 2006 по 2017 г. Более ранний период, 2000–2005 гг., рассмотрен на сокращенной выборке из 55 КГУ, входивших в состав крупнейших по выручке компаний из рейтинга Эксперт РА в эти годы и/или в число крупнейших компаний по капитализации на всех российских биржах, из-за отсутствия информации по большому количеству компаний, а также процессов приватизации и реорганизации компаний в тот период.

Проведенные нами расчеты свидетельствуют о росте государственного присутствия в российской экономике с 31,2% ВВП в 2000 до 43,8% в 2017 г. (рис. 2).

Основной вклад в рост доли государственного сектора внесли компании с государственным участием (КГУ)<sup>1</sup> и сектор государственного управления (СГУ)<sup>2</sup>. В 2000–2017 гг.

<sup>1</sup> Согласно определению ОЭСД под компанией с государственным участием (КГУ) понимается организация, контролируемая государством, выступающим в роли единственного собственника, владельца мажоритарного или существенного миноритарного пакета акций (доли в уставном капитале) в размере не менее 10%.

<sup>2</sup> СГУ — органы власти и местного самоуправления, фонды государственного социального обеспечения и некоммерческие организации, финансируемые и контролируемые государством (школы, вузы, больницы, организации культуры и т. п.).

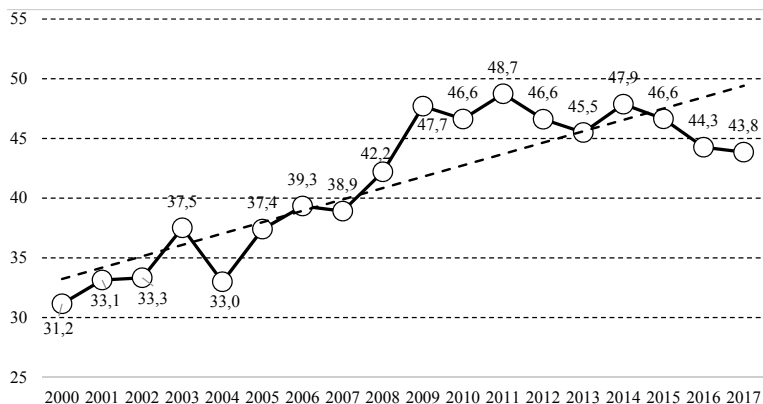


Рис. 2. Доля государственного сектора в ВВП (Индекс размера государственного сектора ИПЭИ РАНХиГС), 2000–2017 гг., % ВВП

Источник: расчеты по данным выборки ИПЭИ РАНХиГС, СПАРК и Росстата.

консервативно оцениваемая доля КГУ в ВВП выросла с 20,1% до 28,7%, а доля СГУ — с 7,1 до 13,7% ВВП (рис. 3)<sup>1</sup>. Доля сектора государственных унитарных предприятий (ГУП) сократилась с 4,1% ВВП в 2000 г. до 1,6% в 2017 г.

Ключевыми факторами роста доли КГУ в ВВП за рассматриваемые годы выступали сделки по приобретению

<sup>1</sup> Методика оценки компонентов доли государственного сектора в ВВП в 2006–2016 гг. была изложена в: [Абрамов и др., 2018]. По сравнению с оценками, приводимыми в указанной публикации, в настоящем докладе учтены следующие корректировки: а) все показатели рассчитаны за более ранний исторический период, начиная с 2000 г. При этом доля КГУ за период 2000–2005 гг. оценена по выборке из 55 КГУ, входивших в состав крупнейших по выручке компаний из рейтинга Эксперт РА в эти годы и/или в число крупнейших компаний по капитализации на всех российских биржах; б) за более поздний период времени оценки сектора КГУ уточнены с учетом расширения исходной выборки компаний до 265 организаций; в) уточнен размер сектора государственного управления (СГУ) за период 2000–2017 гг., размер которого теперь учитывается не по объему выручки, а по добавленной стоимости данного сектора, учитываемой в системе национального счетоводства за все указанные годы.



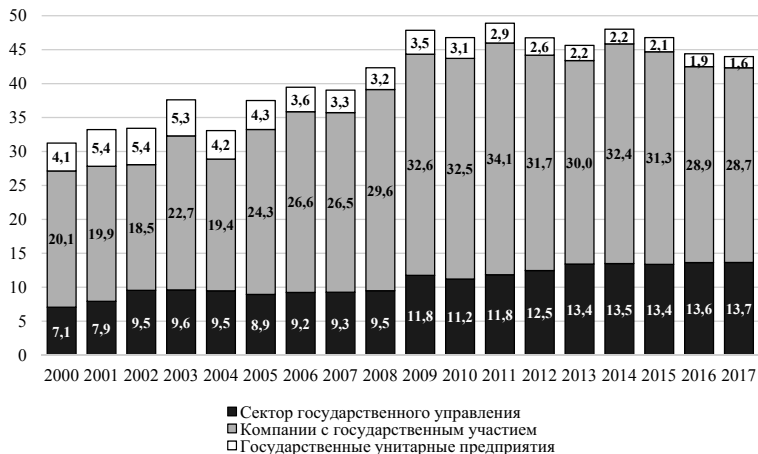


Рис. 3. Компоненты доли государственного сектора (индекса размера государственного сектора ИПЭИ РАНХиГС), 2000–2017 гг., % ВВП

Источник: расчеты по данным выборки ИПЭИ РАНХиГС, СПАРК и Росстата.

крупными КГУ акций и активов частных компаний<sup>1</sup>, создание государственных корпораций (Ростех, Роснано, Росатом и др.), а также опережающий рост выручки компаний ряда отраслей, где КГУ играют основную роль. В скорректированной в 2013 г. версии Прогнозного плана (программы) приватизации федерального имущества на 2014–2016 гг. амбициозные планы выхода государства из капитала крупнейших компаний стали скромнее, а в 2014 г., по всей видимости, были заморожены на неопределенный срок. Соответственно, малореалистичными стали и планы 2012 г. о полном выходе государства из несырьевого сектора<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Приобретение «Юганскнефтегаза» в 2004 г., ТНК-ВР в 2013 г. и «Башнефть» в 2016 г. «Роснефтью», акций компании «Сибнефть» Газпромом в 2005 г., акций «Магнита» банком ВТБ в 2017 г., переход акций банков «ФК Открытие» и Бинбанка во владение Банка России в процессе их докапитализации Банком России в целях предотвращения банкротства в 2017 г.

<sup>2</sup> Изначально программа включала 10 компаний: «Роснефть», «РусГидро», ФСК, «Совкомфлот», РЖД, Объединенная зерновая компания (ОЗК),

Рост размера сектора государственного управления в России в 2000–2017 гг. опережал многие страны не только с развитой, но и с развивающейся экономикой. За указанные годы доля добавленной стоимости СГУ в России выросла с 7,1% ВВП в 2000 г. до 13,7% по оценкам в 2017 г., в то время как средний показатель по 28 странам Евросоюза остался практически неизменным на уровне 12,6% ВВП в 2000 г. и 2017 г. (рис. 4). В результате в 2013 г. вклад СГУ в экономике России превысил средний уровень по рассматриваемым странам Евросоюза. Для сравнения в Китае, где СГУ в ВВП в 2007 г. оценивалась примерно на том же уровне, что и в российской экономике, т. е. 7,4%, к 2015 г. (последние имеющиеся данные) она повысилась всего до 8,1%. Опережающий рост сектора СГУ в России характеризовался не только тем, что в 2000-е гг. государство старалось в определенной мере решить проблему недофинансирования бюджетной сферы, сложившуюся в 1990-х гг., но и недостаточными условиями для развития частного сектора, что привело к опережающему росту занятых в секторе государственного управления.

По сравнению с 41 страной мира, по которой статистика СГУ публикуется OECD, показатель доли добавленной стоимости данного сектора в ВВП в России в 2015 г. соответствовал среднестатистическому уровню (рис. 5). При максимальном в выборке значении доли СГУ в Дании 18,8% ВВП и минимальном в Индонезии в размере 6,3% ВВП соответствующий показатель по России составлял 13,4%. Однако он превышал

«Росагролизинг», ВТБ, Сбербанк, Россельхозбанк. Речь шла о продаже преимущественно блокирующих и миноритарных пакетов акций. В 2012 г. произошла серьезная радикализация приватизационных планов для крупнейших компаний: расширен их перечень (до 25), значимо сокращалась доля государства и прекращалось его участие в капитале до 2016 г. во всех компаниях при возможности использовать специальное право («золотую акцию») в некоторых из них и др.). В 2013 г. произошел возврат к первоначальному варианту: сокращение доли участия Российской Федерации в уставных капиталах многих крупнейших компаний предусматривает сохранение корпоративного контроля или возможности влиять на корпоративное управление посредством блокирующего пакета акций (25% плюс 1 акция).

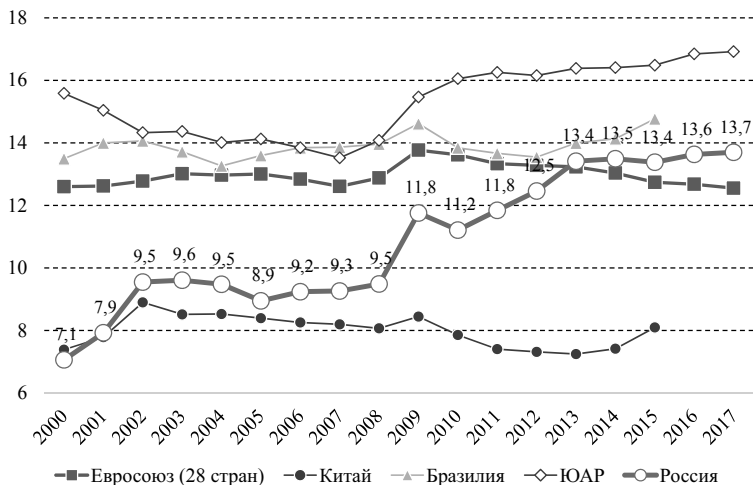


Рис. 4. Доля добавленной стоимости СГУ в ВВП в 2000–2017 гг. в России, Евросоюзе, Китае, Бразилии и ЮАР, % ВВП

Источник: расчеты авторов по данным статистики OECD и статистики национальных счетов Росстата.

средние значения показателя в 19 странах Еврозоны в размере 12,9% и в 28 странах ЕС 12,7%.

Текущая доля капитализации компаний с государственным участием в сводной капитализации российского фондового рынка, составлявшая 50,5% в 2017 г., примерно соответствует аналогичному показателю КГУ 2000 г. в размере 47,4% (рис. 6). Однако за прошедшие 18 лет в динамике капитализации КГУ выделяются два разных периода. В самом начале 2000-х гг. за счет приватизации пакетов акций крупных компаний «Лукойл», «Славнефть» и др.), а также прогресса в сфере корпоративного управления, прежде всего частных АО, доля КГУ в совокупной капитализации сократилась с 47,4% в 2000 г. до 32,7% в 2003 г. Однако в последующем рост присутствия государства в компаниях нефте-газовой отрасли, создание государственных корпораций, преобразование в АО крупных, ранее непубличных КГУ привели к существенному росту доли государственных компаний в капи-

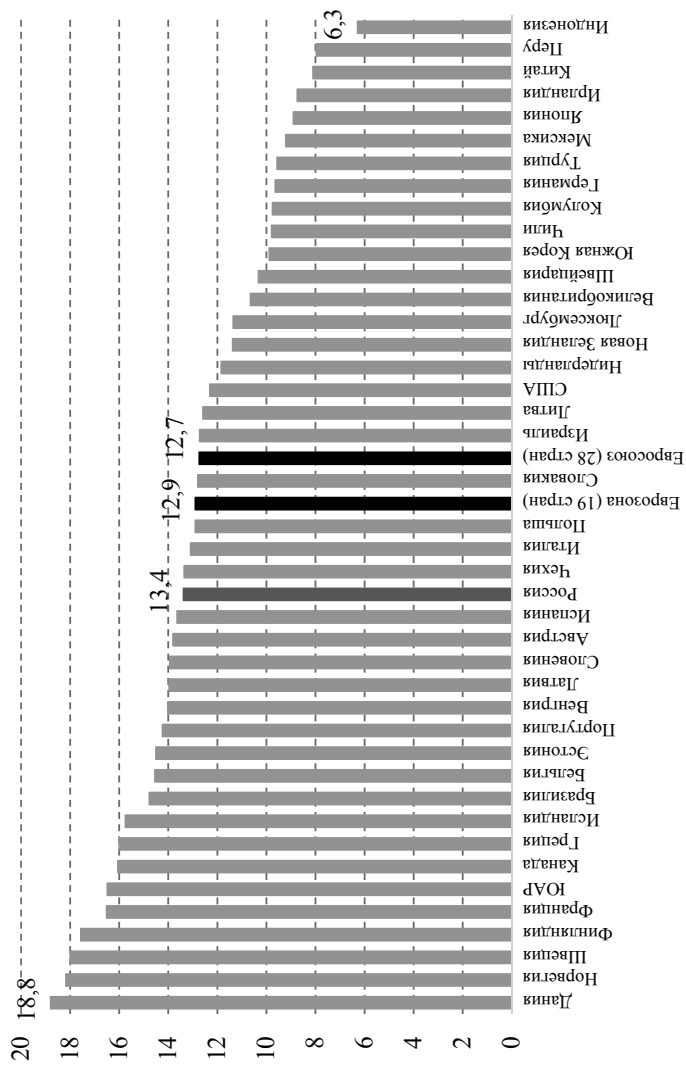


Рис. 5. Доля добавленной стоимости СГУ в ВВП 42 странах, ЕС и еврозоне в 2015 г., % ВВП  
 Источник: расчеты авторов по данным статистики ОЭСД и статистики национальных счетов Росстата.

тализации с 32,7% в 2003 г. до 5,3% в 2009 г. В последующем доля КГУ несколько сократилась, но осталась примерно на уровне 50% к 2017 г. Приватизация пакетов акций крупных компаний, проходившая в 2000–2010-х гг., не оказала существенного влияния на снижение доли КГУ в капитализации, поскольку данные сделки, как правило, не приводили к уменьшению сводного пакета в прямой и косвенной государственной собственности до уровня ниже 10%. Напротив, приобретение статуса КГУ в 2017 г. такими компаниями, как банки «Открытие», Промсвязьбанк и Бинбанк, а также компании «Магнит» повлияло на повышение доли КГУ в сводной капитализации.

Сохранение высокой доли капитализации КГУ в совокупной капитализации, по нашему мнению, является, скорее, негативной тенденцией, поскольку она сочетается со значительной недооценкой компаний и стабильно низким уровнем капитализации. Доля капитализации российских компаний в ВВП, составлявшая 39,0% в 2017 г., остается на уровне даже немного ниже, чем в 2003 г. (39,6%), когда начался опережающий рост капитализации государственного сектора экономики. Иными словами, опережающий рост капитализации КГУ начиная с 2004 г. сопровождался стагнацией общего уровня капитализации российского фондового рынка относительно масштабов ВВП. Государство удерживает свои ключевые позиции в таких конкурентных сферах, как нефте-газовый сектор, банковская деятельность, энергетика и транспорт, создавая ситуацию конфликта интересов с развитием других сфер экономики.

Данные межстранового анализа показывают, что в России КГУ играют более важную роль в капитализации компаний и численности занятых по сравнению с другими странами. В 2015 г. по размеру капитализации КГУ Россия занимала 2-е место из 39 стран выборки OECD (без учета Китая) — рис. 7.

В том же году по доле численности занятых КГУ в общей численности занятых Россия занимала 4-е место из 40 стран выборки OECD (рис. 8, 8а). За период 2006–2016 гг. данный

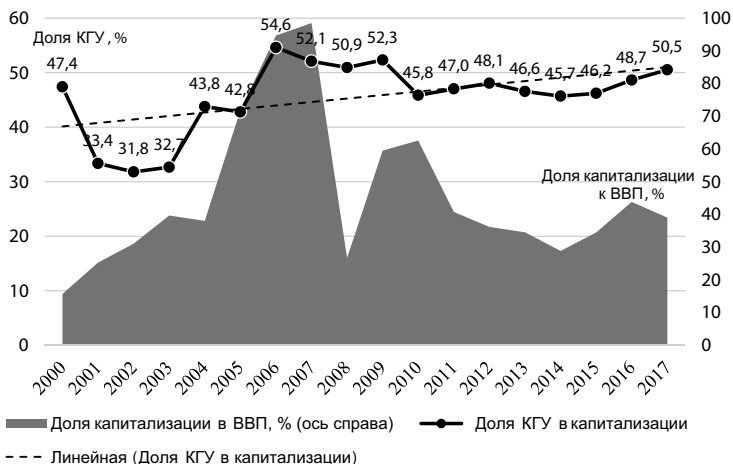


Рис. 6. Доля КГУ в сводной капитализации российских компаний и доля сводной капитализации в ВВП в 2000–2017 гг., %

Источник: расчеты по данным выборки ИПЭИ РАНХиГС, Росстата и Московской биржи.

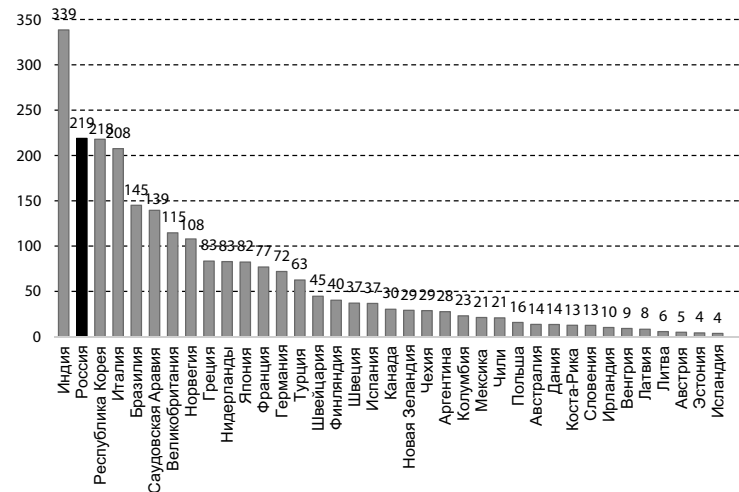


Рис. 7. Сравнение капитализации КГУ в России с показателями других стран по выборке OECD в 2015 г., млрд долл.

Источник: расчеты авторов по данным выборки ИПЭИ РАНХиГС, Московской биржи и OECD, 2017.

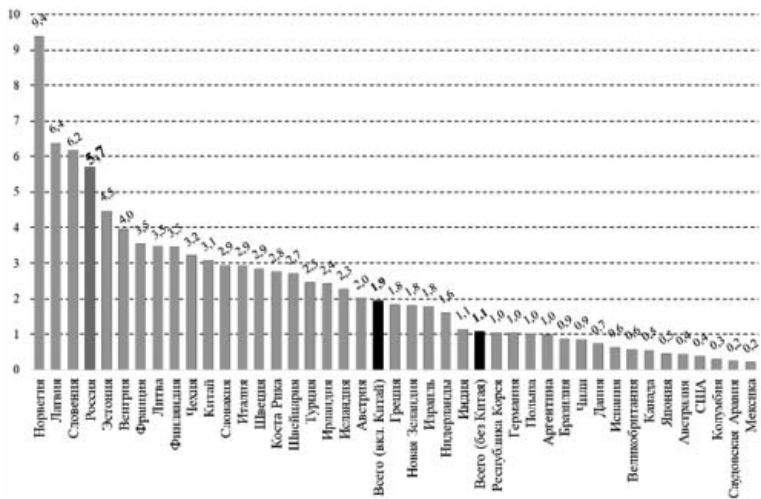


Рис. 8. Доля занятых в КГУ в общей численности занятых: в России и 40 странах по выборке OECD, 2015 г., % )

Источник: расчеты авторов по данным выборки ИПЭИ РАНХиГС, Росстата и OECD, 2017.

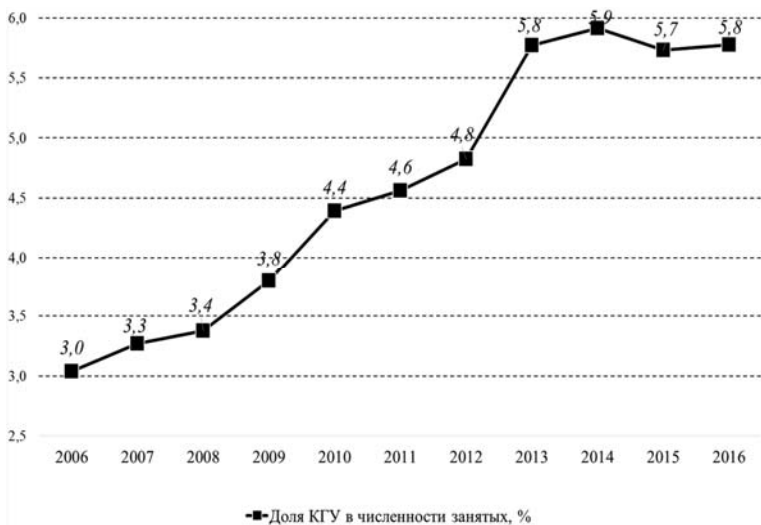


Рис. 8а. Доля занятых в КГУ в общей численности занятых: в России в 2006–2016 гг., %

Источник: расчеты авторов по данным выборки ИПЭИ РАНХиГС, Росстата и OECD, 2017.

показатель в России вырос в 1,9 раза при росте капитализации КГУ всего на треть.

Таким образом, в 2000–2017 гг. в России наблюдался существенный рост государственного сектора экономики за счет роста добавленной стоимости в ВВП, создаваемых в КГУ и СГУ. Это сопровождалось стабильно высокой долей капитализации КГУ в совокупной капитализации внутреннего фондового рынка при стагнации размера капитализации компаний относительно ВВП. Опережающими темпами росла занятость в КГУ. По уровню капитализации и численности занятых в КГУ показатели российской экономики превышают аналогичные характеристики подавляющего большинства других экономик в мире.



## 4. Эффективность государственного сектора: некоторые оценки

Данное исследование не претендует на то, чтобы предложить всеобъемлющую оценку влияния государственной собственности на экономику и деятельность организаций. Тем не менее нами выявлен ряд тенденций, которые могут послужить основой для более всесторонней дискуссии о целесообразности снижения доли присутствия государства в экономике как непосредственного участника хозяйственных операций.

Понятие эффективности деятельности компаний в экономике является сложным и неоднозначным. Во многих исследованиях отмечается наличие взаимосвязи между различными характеристиками размера государственного сектора и экономическим ростом. Например, в работах Гроссмана [Grossman, 1987, 1988, 1990; Afonso и Furceri, 2010; Folster и Henrekson, 2001; Justenen, 2008] отмечается негативное влияние на экономический рост масштабов налоговых изъятий. [Doppelhofer и др., 2004; Romero-Avila и др., 2008] обосновали отрицательное влияние на экономический рост повышения масштабов

государственного потребления. Применительно к российской экономике влияние государственного присутствия в экономике на экономический рост отмечается в работах А. Кудрина и Е. Гурвича (2014), О. Вьюгина (2016).

Общее сопоставление и результаты расчетов по многим странам позволяют утверждать, что увеличение доли государственного сектора в конце XX — начале XXI вв., скорее, отрицательно сказывается на характеристиках эффективности общественного производства. Представленная выше оценка доли государства в ВВП дает возможность включить данный показатель в применяемые модели экономического роста и сопоставлять его с динамикой тех или иных характеристик экономического роста, исследовать влияние масштабов государственного сектора на совокупную факторную производительность.

На микроуровне проблема измерения эффективности КГУ является предметом давней дискуссии<sup>1</sup>. Мы исходим из того, что теоретическая модель КГУ может предполагать следующие варианты: а) чисто государственное предприятие, непубличное (информационно закрытое) и имеющее специфические целевые функции; б) КГУ как публичная корпорация с участием государства, где доля государства в капитале может варьироваться, однако предусматривается рыночный характер ее деятельности. В первом случае характеристики рентабельности действительно могут иметь второстепенное значение (государство может использовать нерыночные критерии поведения, если речь идет, например, о государственных медицинских центрах или университетах, разработке вооружений и др.). Однако тогда все финансовое бремя деятельности таких структур ложится на государство (бюджет), а рыночные механизмы повышения эффективности исчезают. Во втором случае государство сознательно привлекает частный капитал и частную инициативу, и в такой ситуации — существования финансовых рынков — оно вынуждено обеспечивать «нормальные» условия функцио-

<sup>1</sup> Подробнее см., например: [Радыгин и др., 2014].

нирования частного капитала. Соответственно, проблемы рентабельности становятся жизненно важными для корпорации подобного типа.

Исходя из предположения, что вложения средств в более рискованные активы должны компенсироваться премией за риск, за период с 2006 по 2016 г. было проведено сравнение доходности акций КГУ с доходностью широкого портфеля индекса RГВЕУ ОФЗ, в котором представлены выпуски государственных ценных бумаг с разной дюрацией (рис. 9)<sup>1</sup>. Из 22 публичных КГУ в выборке среднегодовая доходность обыкновенных акций только 7 компаний за период 2006–2016 гг. с учетом дивидендов была выше доходности расширенного портфеля ОФЗ (RГВЕУ). Доходность остальных акций была ниже доходности государственных ценных бумаг.

Выбирая для сопоставления долгосрочную доходность акций КГУ и ОФЗ, необходимо учитывать, что в данном случае речь идет о разнокачественных объектах — о ценных бумагах с разной сущностью и не всегда схожими ожиданиями их эмитентов и инвесторов. Однако данное сравнение позволяет выделить серьезные аномалии российского финансового рынка, в частности явное отсутствие на долгосрочном временном горизонте премии за риск по акциям большинства компаний с государственным участием. Совокупный доход по акциям КГУ оказывается *ниже минимальной рыночной доходности* по акциям, а это — при прочих равных условиях — неизбежно сокращает спрос на них со стороны частных инвесторов и, соответственно, увеличивает финансовое бремя, связанное с государственной поддержкой.

В результате у инвесторов формируются стимулы вкладывать средства преимущественно в государственные ценные бумаги, а не инвестировать в акции КГУ. Привлечение средств при IPO–СПО акций КГУ стали редким явлением. *В условиях ограниченности спроса на акции КГУ со стороны*

<sup>1</sup> За рассматриваемый период из 29 КГУ данные о доходности инвестиций с учетом прироста рыночной стоимости акций и начисленных дивидендов были доступны лишь по 22 публичным КГУ (включая дочерние структуры ПАО «Россети»).

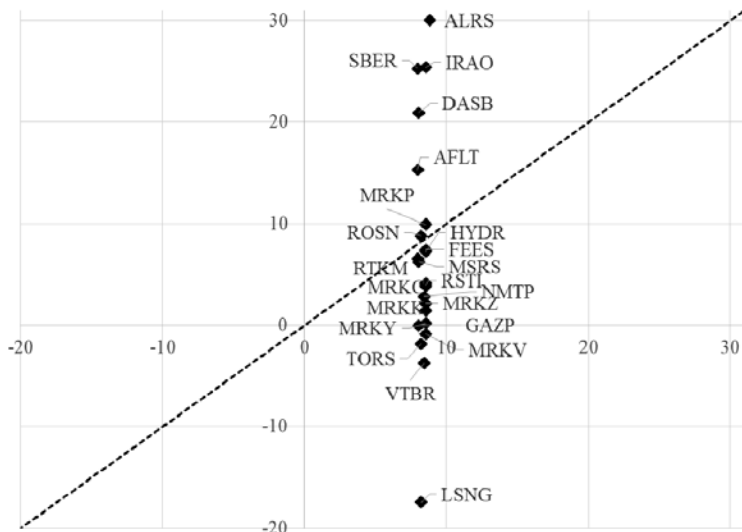


Рис. 9. Среднегеометрическая годовая доходность вложений в акции КГУ и портфель ОФЗ (индекс RGBEY) за период 2006–2016 гг.

Примечание. По оси Y показана среднегеометрическая доходность акций; по оси X — среднегеометрическая доходность ОФЗ, которая рассчитана для разных компаний за разные годы в зависимости от момента, когда компания стала публичной. Пунктирная линия соединяет точки, в которых доходность акций КГУ равна доходности ОФЗ.

Источник: расчеты авторов по данным информационного агентства Bloomberg, СПАРК-Интерфакс и данным о дивидендной доходности соответствующих выпусков акций из Investfunds.ru.

*частных инвесторов данные компании вынуждены прибегать к различным формам финансирования из бюджета и ресурсов государственных банков. Соответственно, повышается финансовая нагрузка на бюджет, который для финансирования проектов КГУ вынужден привлекать средства на рынке ОФЗ под более высокую доходность, чем доходность проектов, которые он финансирует.*

Ряд проблем в деятельности КГУ проявляется при сравнении результатов их деятельности с показателями частных

российских компаний. Подобный метод нередко используется в докладах по китайским КГУ при обосновании необходимости реформ государственного сектора экономики<sup>1</sup>.

Для проведения данного анализа была использована выборка из 16 крупнейших КГУ, по которым имелась возможность собрать финансовую отчетность в базах данных Bloomberg и СПАРК-Интерфакс. Анализ проведен на основе консолидированной отчетности по МСФО, а также рыночных показателей, таких как капитализация, коэффициенты *price-to-earnings* и *price-to-book-value*. Показатели КГУ сравнивались с данными консолидированной отчетности по МСФО 133 частных российских компаний за период 2006–2016 гг. В эту выборку вошли крупнейшие по капитализации частные компании, в структуре собственности которых доля государства составила менее 10% на всем периоде<sup>2</sup>.

Как показано на рис. 10, в 2006–2016 гг. *стабильно сохранялось отставание КГУ от частных компаний по показателю ROE*. В 2006 г. медианное значение ROE по выборке КГУ составило 17,7%, а по выборке частных компаний оно достигало 21,8%, разность равнялась 4,1 п. п. В 2016 г. медианное

<sup>1</sup> [IMF, 2015; Lam et al., 2017].

<sup>2</sup> В этом и дальнейших сравнениях выборок использовался показатель медианы вместо среднего, что позволяет смягчить влияние выбросов среди наблюдений. Этот показатель дает возможность сравнивать границы между худшей и лучшей половиной каждой выборки. При этом репрезентативность обеих выборок достаточно высокая. В выборку КГУ вошли наиболее крупные компании из основных секторов экономики (нефть и газ, энергетика, банки, транспорт и т. п.), а использование консолидированной отчетности позволило косвенным образом включить в расчеты все дочерние предприятия, расширив охват выборки. В набор компаний вошли как относительно эффективные предприятия (например, ПАО «Газпром», ПАО «Роснефть» и пр.), так и менее доходные. Однако состав условно «наихудших» (и, в меньшей степени, «наилучших») по ряду финансовых коэффициентов компаний менялся от года к году, поэтому удалить такие компании из выборки затруднительно и нецелесообразно. Частные компании также распределены по всем отраслям с крупнейшими КГУ и рядом других, что позволяет делать обобщенные выводы о частном корпоративном секторе экономики России и проводить сравнения с сектором КГУ.

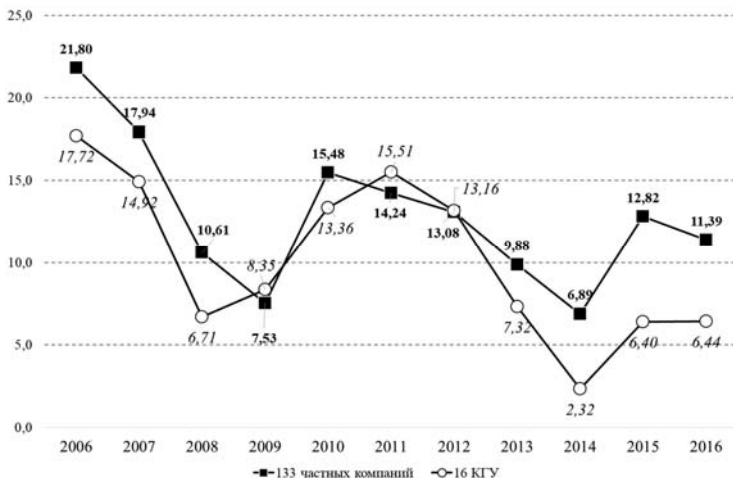


Рис. 10. Динамика медианного значения показателя ROE по выборке из 16 КГУ и 133 частных компаний в России в 2006–2016 гг., %

Источник: расчеты авторов на основе данных Bloomberg, СПАРК и финансовой отчетности эмитентов.

значение ROE КГУ снизилось до 6,4%, у частных компаний — до 11,4%, то есть разность увеличилась до 5 п. п.

Как показано на рис. 11, в 2006–2016 гг. наблюдалось *стабильное отставание КГУ от частных компаний по показателю дивидендной доходности*. В 2006 г. медианная дивидендная доходность по выборке КГУ составила 0,5%, а по выборке частных компаний — 0,6%, разность всего 0,1 п. п. В 2016 г. дивидендная доходность КГУ повысилась до 2,1%, у частных компаний — до 4,3%, то есть разность увеличилась до 2,1 п. п., или в 2 раза. При этом если в 2014–2016 гг. по частным компаниям наблюдалась тенденция к росту дивидендной доходности, то по КГУ в среднем она снижалась. Это важное обстоятельство для инвестиционной привлекательности компании, поскольку по мере развития отношений корпоративного управления возрастает роль дивидендов как фактора доходности вложений инвесторов и ценообразования акций.

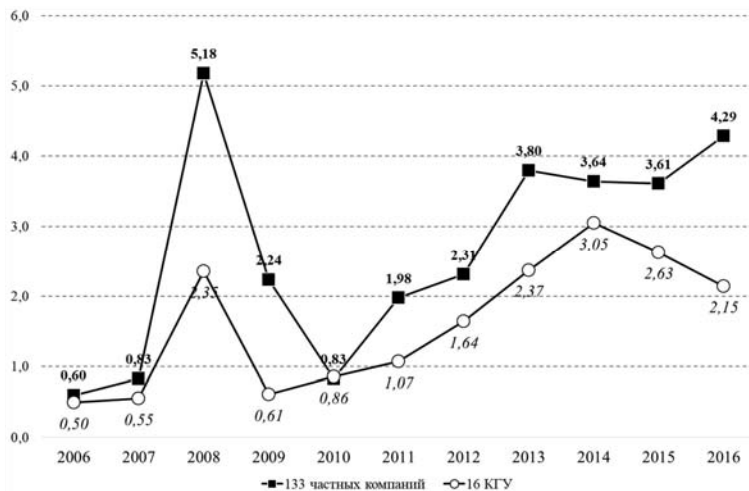


Рис. 11. Динамика медианного значения показателя дивидендной доходности по обыкновенным акциям по выборке из 16 КГУ и 133 частных компаний в России в 2006–2016 гг., %

Источник: расчеты авторов на основе данных Bloomberg, СПАРК и финансовой отчетности эмитентов.

Проблемой большинства КГУ в выборке выступают *более высокие по сравнению с частными компаниями показатели долговой нагрузки*, что предполагает дополнительные риски для государства как собственника в случае их неплатежеспособности. У КГУ в выборке больше кредитное плечо (они принимают на себя и акционеров повышенные риски), однако их отдача для акционеров, включая государство, в виде ROE и дивидендной доходности заметно ниже, чем у частных российских компаний.

Как показано на рис. 12, в 2006–2016 гг., за исключением 2016 г., у КГУ был более высокий уровень долговой нагрузки, измеряемой показателем Net Debt/ЕВITDA, по сравнению с частными компаниями. В 2006 г. медианное значение коэффициента Net Debt/ЕВITDA по выборке КГУ составляло 1,1, а по выборке частных компаний — 0,9. В 2015 г. указанный показатель КГУ увеличился до 1,8, а у частных компаний —

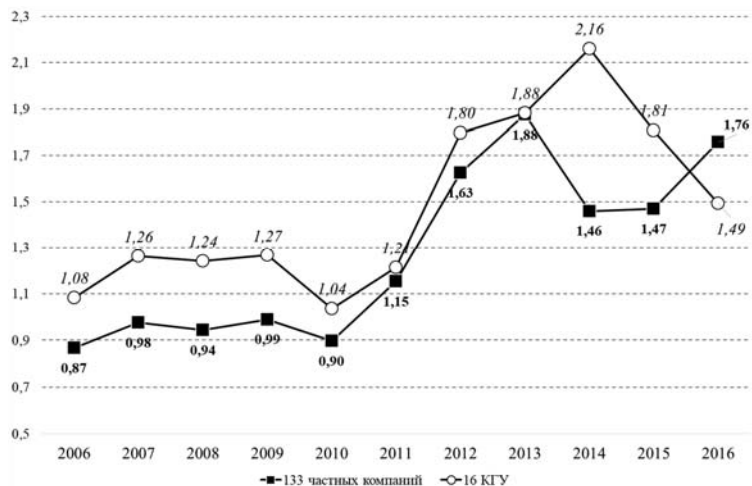


Рис. 12. Динамика медианного значения показателя долговой нагрузки Net Debt-to-EBITDA по выборке из 16 КГУ и 133 частных компаний в России в 2006–2016 гг. (коэффициент)

Источник: расчеты авторов на основе данных Bloomberg, СПАРК и финансовой отчетности эмитентов.

до 1,4. В 2016 г. медианное значение коэффициента долговой нагрузки КГУ стало меньше, чем у частных компаний в выборке. Это может быть связано с влиянием секторальных санкций, в силу чего более крупные КГУ были вынуждены в большей мере, чем частные компании, погашать свои внешние долги без их последующего рефинансирования.

Выявленные закономерности, в том числе повышенная долговая нагрузка КГУ при более низких значениях коэффициентов чистой прибыли на капитал и дивидендной доходности, подтверждаются и при сравнении КГУ с широким кругом конкурентов в разных странах. У КГУ, как отмечалось, больше кредитное плечо, однако их отдача для акционеров, включая государство, в виде ROE и дивидендной доходности заметно ниже, чем у их конкурентов в мире (табл. 1). При ограниченном интересе частных инвесторов к акциям КГУ их деятельность нередко финансируется за счет кредитов государственных банков, использование которых может



быть чрезмерным даже с учетом потенциальных льготных условий. Это выражается в том, что показатель чистого долга (числитель в коэффициенте долговой нагрузки) завышен для ряда КГУ по сравнению с частными компаниями. Другим источником более высокого значения рассматриваемого показателя долговой нагрузки у КГУ может быть относительно низкое значение знаменателя — EBITDA — вследствие меньшей эффективности деятельности компаний с государственным участием по сравнению с частными структурами.

За период 2006–2016 гг. для 10 из 16 КГУ в выборке средние значения показателя ROE оказались меньше, чем у конкурентов, для остальных 6 результаты выше среднего показателя у конкурентов. Размер отклонения среднегодовых значений ROE от индикаторов конкурентов колебался от 1,3 п. п. у ПАО «Ростелеком» до 11,4 п. п. у ПАО ГТЛК. Средние значения показателя дивидендной доходности оказались меньше, чем у конкурентов, у 8 из 16 КГУ в выборке. Еще 4 компании не раскрывали публично указанный показатель или информацию для его расчета. Размер отклонения среднегодовых значений дивидендной доходности КГУ от конкурентов колебался от 1,0 п. п. у ПАО «Газпром» до 5,1 п. п. у ПАО «Транснефть».

За тот же период средние значения показателя долговой нагрузки в виде Net Debt/EBITDA оказались выше, чем у конкурентов, у 7 из 16 КГУ в выборке. Еще 2 компании не раскрывали публично этот показатель. Размер превышения среднегодовых значений долговой нагрузки по сравнению с индикаторами конкурентов колебался от 0,13 у ПАО «Ростелеком» до 9,46 у ПАО «Совкомфлот».

Высокий уровень вмешательства государства в управление коммерческими компаниями сам по себе выступает фактором, отрицательно влияющим на оценки инвестиционного климата в России, а значит, определяющим недооценку стоимости крупнейших российских компаний. *Существенная недооценка крупнейших КГУ по сравнению с глобальными конкурентами действительно имеет место.* Кроме того, приводимые примеры из выборки крупнейших КГУ

Табл. 1. Отклонение среднегодовых значений финансовых показателей 16 российских КГУ за период 2006–2016 гг. от средних значений коэффициентов у их конкурентов (базисных пунктов или единиц)

Компания	Конкуренты (компании/ страны)	ROE
1. ПАО «Сбербанк»	63/24	5,80
2. ПАО «Аэрофлот»	61/33	11,00
3. ПАО «Транснефть»	93/22	5,50
4. ПАО «Газпром»	90/40	3,10
5. ПАО «Роснефть»	79/37	8,20
6. АК «АЛРОСА»	25/7	23,50
7. ПАО НМТП	48/23	-7,00
8. ПАО «РусГидро»	90/25	-5,10
9. ПАО РЖД	12/9	-7,90
10. ПАО «Интер РАО»	63/20	-7,10
11. ПАО «Россети»	91/27	-6,00
12. ПАО «Ростелеком»	87/48	-1,30
13. ПАО ВТБ	97/41	-6,90
14. ПАО ГТЛК	30/13	-11,40
15. ПАО «Совкомфлот»	98/32	-3,60
16. АО «Россельхозбанк»	5/5	-6,20

Примечание. Отрицательное значение означает, что соответствующий коэффициент в среднем за период для некоторой КГУ ниже, чем среднее значение ее конкурентов в мире и России.

Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg, СПАРК-Интерфакс и InvestFunds.ru

Дивидендная доходность	Net Debt-to-Ebitda	P/E	P/BV
-1,80	-4,63	-4,80	0,50
0,40	0,40	-0,84	0,60
-5,10	-2,76		
0,03	-0,42	-6,20	-0,65
-1,10	0,28	-1,42	0,20
	1,93		0,66
0,20	1,34	-5,08	2,31
-1,00	-2,30	-2,56	-0,93
	-0,22		
-2,90	-2,71	-9,57	-0,68
-2,80	-2,93	-13,84	-1,17
-2,50	0,13	-2,50	-1,08
-1,40			-0,29
	5,25		
	9,46		

показывают, что даже в ней недооцененность разных компаний относительно конкурентов различается, что позволяет судить об эффективности их деятельности. Поскольку по критериям рентабельности капитала и дивидендной доходности КГУ уступают и внутренним частным компаниям, и иностранным конкурентам, можно говорить, что КГУ недооценены сильнее, чем частные российские компании.

В государственных компаниях нередко отсутствуют общепринятые рыночные механизмы регулирования эффективности их деятельности. Это проявляется при изучении статистической связи между динамикой показателя реального валового выпуска на одного занятого и показателя рентабельности собственного капитала отдельно для группы компаний с высокой долей государства (25% и более) и группы частных компаний и компаний с миноритарным суммарным участием государства в структуре собственности (рис. 13). Как показано на данном рисунке для КГУ, в которых снизился реальный валовой выпуск на одного работника, не наблюдалось статистически значимой связи между показателями производительности труда и рентабельности капитала в отличие от частных компаний, где зависимость между рассматриваемыми показателями была значимой на 1%-м уровне. В приводимом примере КГУ, по-видимому, имели возможность компенсировать снижение производительности и соответствующий рост издержек за счет повышения цен на выпускаемую продукцию, что позволяло по крайней мере сохранять достигнутый уровень прибыли на собственный капитал.

Меньшая эффективность КГУ по сравнению с компаниями в частной собственности нередко объясняется тем, что государственные предприятия служат инструментом социальной и промышленной политики<sup>1</sup>, или тем, что они, по выражению Дж. Лина (2016, с. 240) несут стратегические и социальные издержки. Однако, как отмечает Лин на основе опыта реформы государственных компаний в Китае, в силу

<sup>1</sup> См., например: [Полтерович, 2012, с. 35].

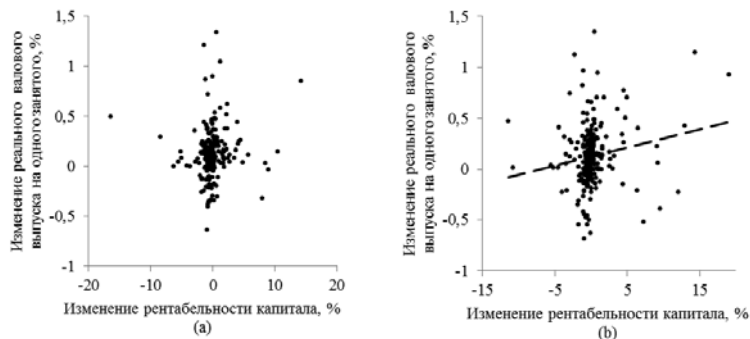


Рис. 13. Реальный валовой выпуск в расчете на одного занятого и рентабельность капитала (для компаний с суммарной долей государства более 25% (а) и для компаний с миноритарным участием государства менее 25%, включая частные (б))

Источник: [Абрамов А., Радыгин А. и др., 2017].

информационной асимметрии государство часто не может получить точные данные об издержках компаний, связанных с реализацией официального экономического курса государства. Это нередко *позволяет государственным компаниям объяснять более высокие операционные издержки проводимой экономической политикой*. По мнению Лина, решить данную проблему можно только за счет избавления компаний от бремени, связанного с экономической политикой, но при учете специфики и значимости для государства производимой компаниями продукции. Если приватизация КГУ проводится до снятия данной нагрузки, то возрастают риски потерь государства вследствие занижения стоимости активов таких предприятий (см.: [Лин, 2016, с. 240–243]).

Следуя данной логике, приватизация подобных КГУ — повод одновременно снять с них бремя стратегических и социальных функций, переложив его напрямую на государственных заказчиков таких услуг. Это делает соответствующие расходы государства количественно измеримыми и будет способствовать в том числе росту прозрачности и бюджетной эффективности выполнения соответствующих государственных функций.

## 5. Критерии и основные направления приватизационной политики

На совещании по вопросам приватизации 1 февраля 2016 г. Президент РФ определил следующие условия приватизации КГУ:

- все приватизационные сделки должны строго соответствовать нормам и требованиям закона при их максимальной прозрачности;
- в результате приватизации государство не должно потерять контроль над стратегически важными предприятиями (контрольный пакет акций системообразующих компаний с госучастием нужно сохранять в руках государства);
- реализация госимущества должна быть экономически оправданна, целесообразна, нужно учитывать конъюнктуру и тенденции рынка (нужно находить золотую середину, но не должно быть продаж акций по бросовой цене);
- больше внимания необходимо уделить качеству инвесторов, их деловой репутации и опыту работы. Переход акций в частные руки возможен

- только при наличии у покупателя стратегии развития приобретаемой компании;
- новые владельцы приватизируемых активов должны находиться в российской юрисдикции. «Серые» схемы, вывод активов в офшоры, сокрытие собственников долей недопустимы;
- будущие инвесторы и приобретатели должны искать собственные ресурсы либо кредитные ресурсы, но не из государственных банков<sup>1</sup>.

Как показывают результаты отраслевого (секторального) анализа, показатель максимальной доли участия государства в экономике РФ по выручке крупнейших компаний существенно варьируется в зависимости от сектора. Фактически в четырех секторах экономики (энергетика, транспорт, добыча полезных ископаемых и финансы) доля выручки госкомпаний в общей выручке 100 крупнейших компаний по каждому сектору близка или превышает 50%. При этом 100 крупнейших компаний указанных четырех секторов (всего 400 компаний) формируют более 30% выручки всех российских компаний. Эти пропорции в существенной мере обуславливают общий высокий уровень участия государства в экономике<sup>2</sup>.

Имеющиеся дисбалансы показателя доли КГУ в выручке для разных отраслей российской экономики требуют учитывать отраслевую специфику при определении дальнейших шагов в сфере приватизации и управления государственной собственностью. В отраслях, где КГУ генерируют менее  $\frac{1}{3}$  выручки, государство может полностью выйти из собственности компаний, создавая возможности для конкуренции. В таких отраслях, как транспорт, энергетика, добыча полез-

<sup>1</sup> См.: <http://kremlin.ru/events/president/news/51249>

<sup>2</sup> Согласно данным ОЭСР по выборке из 40 стран, в структуре численности занятых в КГУ и их стоимости наибольший удельный вес приходился на КГУ инфраструктурных отраслей (электроэнергетики, газовой промышленности, транспорта и телекоммуникационной отрасли), а также на КГУ, осуществляющие финансовую деятельность (ОЭСР, 2017). Оценки применительно к РФ см. в: [Абрамов и др., 2018].

ных ископаемых, финансы и коммунальное хозяйство, доля участия государства в компаниях может снижаться постепенно (см. приложение).

На микроуровне к потенциальным кандидатам для «большой приватизации» в настоящее время, по нашим оценкам, относится около 80 крупных компаний РФ с государственным участием (из 1558 хозяйственных обществ и 1123 ГУП федерального уровня на 2 января 2017 г.). Однако не более 20 из них имеет смысл рассматривать более детально, если подходить прагматично и ориентироваться на предысторию вопроса<sup>1</sup>.

Практически для всех рассматриваемых компаний аргументация в пользу приватизации может сводиться к тому, что запуск приватизационных процедур — уже в силу наличия компаний в прогнозных планах (программах) приватизации — послужит позитивной иллюстрацией соблюдения принципов *планомерности, устойчивости и гарантий долгосрочности в достижении ранее заявленных целей и задач. Преемственность* в этом аспекте экономической политики обусловлена *аналогией с началом нового этапа приватизации в 2010 г.* (увеличение срока действия прогнозных планов (программ) до трех лет, структурирование приватизационных сделок с привлечением инвестиционных консультантов и независимых продавцов), который совпал с *посткризисным восстановлением экономики в 2010–2012 гг.* Разумеется, отдельного обоснования требует выбор момента приватизации с точки зрения потребностей бюджетной системы, возможностей привлечения финансирования, влияния потенциальных сделок на состояние конкретных рынков, развитие отдельных отраслей и регионов.

<sup>1</sup> Детальный анализ эволюции конкретных приватизационных планов соответствующих КГУ проводился нами ранее (см.: [Радыгин, Энтов, 2013]). См. также ежегодно публикуемые обзоры российской экономики ИЭП им. Е. Т. Гайдара за 2010–2017 гг. ([www.ierp.ru](http://www.ierp.ru)). Аргументы «за» и «против» участия государства в капитале крупнейших российских компаний и перспективы его сокращения в 2018–2024 гг. рассматриваются также в: [Радыгин, Энтов, Абрамов, Аксенов, Мальгинов, Чернова, 2018, Приложение 2].



Такой вклад в улучшение инвестиционного климата не лишает государство возможности осуществлять корпоративный контроль в отношении половины рассматриваемых компаний (Банк ВТБ, Россельхозбанк, «РусГидро», «Зарубежнефть», «Транснефть», РЖД, ГТЛК, «Уралвагонзавод») или, по крайней мере, влиять на корпоративное управление за счет наличия федерального блокирующего пакета акций (25% плюс 1 акция) («Аэрофлот», «Ростелеком» и АЛРОСА). При этом для двух последних компаний речь идет о более сложном в исполнении варианте совместного корпоративного контроля, когда прямое участие РФ в капитале сочетается с участием других уровней публичной власти (АЛРОСА) и контролируемых государством структур («Ростелеком»).

Отдельно следует рассматривать «Транснефть» и ВТБ, где часть капитала составляют привилегированные акции. Напомним, что закон об акционерных обществах (ст. 32) допускает возможность их конвертации в обыкновенные и при определенных условиях дает владельцам право голоса. Поэтому сокращение доли государства по пакету обыкновенных акций предполагает детальную оценку перспектив корпоративного контроля в этой компании.

Для крупнейших компаний, где государству принадлежит полный (100%) пакет акций, приватизация фактически предполагает *первичное открытие капитала*. Отметим, что в исходной редакции ГП «Управление федеральным имуществом» 2014 г. в число конкретных результатов, намеченных к достижению в 2018 г., входили *увеличение доли акций компаний с государственным участием, обращающихся на российском организованном рынке ценных бумаг*, и их поэтапное удвоение (увеличение количества контролируемых РФ открытых акционерных обществ (ОАО), акции которых допущены к обращению на российском организованном рынке ценных бумаг)<sup>1</sup>.

Появление на фондовом рынке новых впервые размещаемых ценных бумаг компаний будет способствовать

<sup>1</sup> Постановлением Правительства РФ от 31 марта 2017 г. № 381–12 программа получила новую редакцию, где этот тезис отсутствует.

повышению эффективности работы самих компаний, в том числе за счет законодательных и рыночных требований к публичности и открытости их деятельности. В свою очередь, дальнейшая динамика биржевых котировок их акций станет дополнительным инструментом при оценке качества государственного управления такими компаниями (при сохранении государственного контроля).

Что касается вопроса о приватизации Сбербанка, «Роснефти» и Газпрома, то с вышеуказанных позиций он не выглядит актуальным, поскольку именно в отношении Сбербанка в 2012 г. и «Роснефти» в 2016 г. размер сокращения доли государства соответствовал анонсированному в программах. Газпром не присутствовал ни в одной из них, а ценные бумаги всех трех компаний давно обращаются на российском фондовом рынке и являются высоколиквидными. Конечно, продолжают сохраняться все риски, обусловленные положением этих компаний в российской экономике (значимость для бюджета, взаимосвязь доверия вкладчиков к банкам с участием государства в их капитале, устойчивость банковской системы в целом, существующие барьеры входа на рынки ввиду высокой капиталоемкости соответствующих видов деятельности, необходимость надежного обеспечения транспортировки газа, особенно на экспорт, и т. д.).

Еще одну группу образуют «Совкомфлот», НМТП и ОЗК, в капитале которых предлагается полностью прекратить участие государства. Из указанных компаний для «Совкомфлота» такой вариант более радикальный по сравнению с предложенным в действующей приватизационной программе 2017–2019 гг. — по аналогии с предыдущей 2014–2016 гг. (сохранение федерального пакета в размере 25% плюс 1 акция). В 2017 г. в силу динамики ключевых для компании рынков, ухудшения макроэкономической ситуации, низкой инвестиционной активности, введения ограничительных мер за рубежом сделка по отчуждению доли в капитале была отложена, однако рыночное качество актива, напротив, предполагает целесообразность приватизации. При обсуждении приватизации остальных компаний неизбежно проявляются

определенные нюансы, обусловленные спецификой их деятельности.

Полный выход государства из капитала ОЗК должен быть увязан с передачей от указанной компании иным институтам функций по регулированию зернового рынка (государственные зерновые интервенции). ОЗК создана в 2009 г. на базе ОАО «Агентство по регулированию продовольственного рынка» с внесением в уставный капитал акций 31 предприятия хлебопродуктов (мельничные и мукомольные заводы, элеваторы и т. п.)<sup>1</sup>, включая 17 пакетов контрольной величины, а остальные — блокирующего размера. В соответствующем Указе Президента РФ к приоритетным направлениям деятельности компании отнесены увеличение объемов закупки и реализации зерна на внутреннем рынке, объемов экспорта зерна, модернизация и строительство элеваторов и портовых терминалов.

НМТП как основной «пункт пропуска» для зерновых потоков юга России и страны в целом представляет типичный пример компании с миноритарным участием государства в капитале, когда *размер федерального пакета акций не дает государству возможности не только осуществлять корпоративный контроль, но и влиять на процедуры корпоративного управления.*

Особый случай представляют 12 МРСК ПАО «Россети», где также предлагается сократить косвенное участие государства в капитале — с 50 до 80%<sup>2</sup>. В 2016 г. (законопроект о федеральном бюджете на 2017–2019 гг.) заявлялось о сокращении участия ПАО «Россети» в уставном капитале этих компаний (до 25% плюс 1 акция). При этом в 2017 г. в уставном капитале самого ПАО, включенного в перечень стратегических

<sup>1</sup> Девять из них расположены в регионах Южного и Северо-Кавказского федеральных округов, включая Новороссийский комбинат хлебопродуктов.

<sup>2</sup> В программе приватизации 2014–2016 гг. речь шла о миноритарных пакетах МРСК, оставшихся напрямую в федеральной собственности (0,000...% УК, несущественный технический вопрос), здесь же рассматривается вопрос о продаже контроля во всех МРСК, который осуществляется через «Россети».

организаций, в третий раз повышен порог государственного корпоративного контроля до 88,04% (против изначальной величины 54,52% в 2012 г., 61,7% в 2013 г. и 85,31% в 2015 г.).

Применительно к «Интер РАО» можно говорить о приватизации как предпосылке *большой однородности рынка теплогенерации* с имеющимся доминированием частных производителей, что уравнивается доминированием в иных сегментах электроэнергетики субъектов хозяйствования, связанных с государством (ПАО «РусГидро» и ГК «Росатом»). При этом сложная структура владения компанией (контроль через другие госкомпании — «Роснефтегаз», «РусГидро» и ФСК ЕЭС) требует дополнительного анализа различных вариантов проведения и структурирования приватизационной сделки<sup>1</sup>. Также необходимо учитывать участие «Интер РАО» в реализации отдельных стратегических задач (например, инвестиционные проекты в Крыму и Калининградской области).

Очевидно, что применительно к каждой из рассмотренных компаний решение должно приниматься строго индивидуально (что, собственно, и предусмотрено в действующем законодательстве).

Проект федерального закона «О федеральном бюджете на 2019 г. и плановый период 2020 и 2021 гг.» не содержит информации о доходах от приватизации. Обоснование прогноза поступления в федеральный бюджет средств от приватизации исходит из прогнозного плана (программы) приватизации на 2017–2019 гг., утвержденного в начале 2017 г. распоряжением Правительства РФ № 227-р. В нем анонсирована приватизация 7 крупнейших компаний на основании отдельных решений Президента РФ и Правительства РФ при определении конкретных сроков и способов с учетом конъюнктуры рынка и рекомендаций ведущих инвестици-

<sup>1</sup> В действительности РФ контролирует 51% акций компании. При этом следует учитывать, что продажа в 2014 г. пакета «Роснефтегазу» — это приватизация де-юре, а де-факто было принято решение оптимизировать модель владения компанией. Соответственно, данную сделку нельзя рассматривать как приватизационную.

онных консультантов. В материале к законопроекту о бюджете в качестве потенциальных сделок названы прекращение участия государства в капитале АО «Новороссийский морской торговый порт» (НМТП) и «Объединенная зерновая компания» (ОЗК), а также сокращение доли государства в капитале АО «Совкомфлот». Однако в отсутствие принятых Правительством РФ решений об отчуждении пакетов акций крупнейших компаний в 2019–2021 гг. поступление средств от их продажи в 2019 г. и плановом периоде 2020–2021 гг. не прогнозируется.

## 6. Перспективы приватизации в условиях санкций

Введенные в 2014–2018 гг. антироссийские санкции выступают одним из существенных аргументов против приватизации крупнейших компаний и банков. Безусловно, эти санкции обуславливают значимые риски для финансового рынка, хотя их воздействие на поведение участников рынка носит ограниченный характер. К основным каналам влияния санкций на финансовый рынок относятся ограничение объемов заимствования средств российскими компаниями, удорожание стоимости заемных ресурсов и отток иностранных инвестиций на рынке акций. Имеющиеся оценки влияния санкций на финансовый рынок существенно различаются, однако в основном они выражаются в процентах предполагаемого замедления темпов роста ВВП. Непосредственно анализу последствий санкций для финансового рынка посвящено немного работ. По некоторым оценкам [Гурвич, Прилепский, 2016, с. 33], суммарный дополнительный чистый отток капитала, связанный с санкциями, составил 58 млрд долл. в 2014 г. и 160–170 млрд долл. в 2014–2017 гг.

В краткосрочной перспективе санкции, ограничивающие заимствования ряда компаний на глобальных рынках, не оказывают серьезного влияния на внутренний финансовый рынок: ставки заимствований на нем остаются на том же уровне, что и до введения санкций. Кроме того, они не распространяются на значительное число частных компаний, что позволяет им занимать средства на рынке еврооблигаций. В большей мере санкции влияют на инвестиционную активность компаний — закупки оборудования и технологий за рубежом. Опасаясь применения санкций, многие крупные компании не осуществляют серьезные инвестиции, накапливая денежные средства на счетах банков. В этом смысле санкции сдерживают инвестиционную активность бизнеса, что отрицательно влияет на экономический рост.

Долгосрочный характер санкций и низкая вероятность их отмены в среднесрочной перспективе не должны рассматриваться как ключевой фактор, определяющий решение о приватизации активов. При принятии решений о продаже неконтрольных пакетов акций крупнейших компаний (снижении доли участия государства, не предполагающем полного выхода из актива) необходимо исходить из осознания санкций как новой долгосрочной реальности российской экономики. Иностранцы инвесторы, ограниченные санкциями, должны быть замещены инвесторами из юрисдикций, не ограничивших соответствующие инвестиции/операции (АТР, Ближний Восток).

Приватизация неконтрольных пакетов акций крупнейших компаний — голубых фишек — может стать весомым стимулом для активизации частного внутрироссийского инвестиционного спроса, а с учетом относительно невысоких текущих депозитных ставок, предлагаемых банковской системой, — и хорошей альтернативой для развития рынка сбережений. Поэтому тезис *«в условиях санкций инвесторы не придут»* умозрительно априорный и нуждается в эмпирической проверке. Однако уже сейчас можно привести ряд соображений политико-экономического характера, которые данный тезис как минимум не подтверждают.

1. Не только санкции Запада, но и имеющиеся внутренние нормативно-правовые ограничения в РФ выступают сдерживающим фактором для иностранных инвестиций в процессе приватизации. Вместе с тем практически все компании, которые могут стать объектом приватизации, нуждаются в обновлении, и приток иностранного капитала (вместе с новыми технологиями) необходим. Это связано и с очевидным соображением, что импортозамещение невозможно одновременно во всех отраслях, тем более в условиях и при приоритете технологического развития. Создание субститутов во всех без исключения сегментах научно-технического прогресса — при наличии уже имеющих в мире серийных производств — ведет к снижению совокупной эффективности производства.
2. Опыт индустриализации КНР в конце 1970-х — в 1980-х гг. позволяет предположить, что индустриализация с полноценным участием иностранных инвесторов (участие иностранного капитала в значительной части промышленных компаний, создание полностью иностранных предприятий) придавала дополнительную позитивную динамику китайской экономике<sup>1</sup>. При этом иностранные инвестиции в ходе приватизации, включая сферу вооружений, не несли политических рисков, но давали позитивный эффект, в том числе в сфере новых технологий.
3. Целенаправленная политика России по привлечению иностранных инвестиций, причем не только с рынков (из регионов), где санкционные меры не работают, в том числе в процессе приватизации, в любом случае оправдывает себя. Значительная часть зарубежных компаний, даже в США и Германии, где вопрос антироссийских санкций поставлен наиболее жестко, не заинтересованы в санкционных мерах, так как глобальный рынок диктует свои правила<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Заметим, что индустриализация в СССР осуществлялась на базе иностранного оборудования и с использованием иностранных специалистов (до начала массовых репрессий во второй половине 1930-х гг.), но без привлечения иностранных инвестиций в экономику страны.

<sup>2</sup> «Капитал <...> избегает шума и брани и отличается боязливой натурой. Это правда, но это еще не вся правда. Капитал боится отсутствия прибыли или слишком маленькой прибыли, как природа боится пустоты.



С одной стороны, предполагавшиеся к приватизации начиная с 2010 г. (и приостановленные к продаже после 2014 г.) пакеты акций крупнейших российских компаний, большая часть которых представляет полноценный рыночный актив, при их продаже азиатским и ближневосточным инвесторам усиливают позиции последних в глобальной конкурентной борьбе, что не может устраивать крупный бизнес США и ЕС. С другой стороны, потенциальная конкуренция различных игроков глобального рынка позволяет рассчитывать на более емкую ресурсную базу при приватизации (помимо антисанкционного давления). В определенном смысле можно утверждать, что начало нового раунда большой российской приватизации может стать стимулом для ослабления антироссийских санкций. Вероятно, что в этих противоречивых условиях имеет смысл пересмотреть условия привлечения иностранного капитала, создавая более благоприятный режим в тех или иных секторах экономики.

4. Не существует очевидных рисков при приходе частных иностранных инвесторов даже в компании ОПК. Приобретение менее 25% ограничивает их права в части продажи и передачи соответствующих активов третьим лицам, так как контроль остается у государства<sup>1</sup>. При этом вовлечение иностранных инвесторов с «альтернативных» (санкционным) рынков, в том числе в секторе ОПК, может сопровождаться целым комплексом сопутствующих мер ограничительного и стимулирующего характера одновременно: запрет на перепродажу в течение нескольких (например, трех) лет, премия за риск при подготовке условий сдел-

Но раз имеется в наличии достаточная прибыль, капитал становится смелым. Обеспечьте 10%, и капитал согласен на всякое применение, при 20% он становится оживленным, при 50% положительно готов сломать себе голову, при 100% он попирает все человеческие законы, при 300% нет такого преступления, на которое он не рискнул бы пойти, хотя бы под страхом виселицы. Если шум и брань приносят прибыль, капитал станет способствовать тому и другому. Доказательство: контрабанда и торговля рабами» (цит. по: Маркс, Энгельс (1960). Сочинения. Т. 23, С. 770).

<sup>1</sup> См.: Приватизация и санкции: кто кого? 2016. 26 апреля. <http://rosinvest.com/page/privatizacija-i-sankcii-kto-kogo>

- ки, вхождение в совет директоров при соответствующем пакете акций и дополнительные механизмы влияния через корпоративное управление (расширение прав в интересах прибыльности и технологического обновления) и др.
5. Остаются в силе краткосрочные задачи финансирования (прорывного) технологического развития, где потенциальные доходы от приватизации (помимо приоритетных задач структурного характера и экономической эффективности) выступают альтернативой расходам из ФНБ. Поэтому дискуссия о «преждевременности продаж в ожидании лучшей рыночной конъюнктуры после отмены санкций» приобретает несколько абстрактный характер. С политической точки зрения обвинения в продажах по «более низким ценам, чем можно было бы» неизбежны при любой конъюнктуре. Однако здесь ключевой задачей становится определение «золотой середины» между максимизацией приватизационного дохода и потребностями в текущем финансировании социально-экономических программ.

Конечно, нельзя исключать вероятность резкого обострения финансовых санкций по мере нарастания конфликтных ситуаций в геополитической сфере. В этом случае санкции могут приводить к финансовым шокам на уровне крупных компаний, что, по всей видимости, требует дополнительных мер их поддержки. Более того, в данной ситуации *возникают как дополнительные риски разрастания госсектора, так и потребность в дополнительных финансовых ресурсах* на поддержку государственных и частных компаний, в том числе за счет приватизации имеющихся активов. Соответственно, тезис об отказе от крупных приватизационных сделок по фискальным мотивам окажется важным лишь в краткосрочной перспективе<sup>1</sup>. Фактически может возникнуть порочный

<sup>1</sup> См.: Орешкин объяснил торможение крупной приватизации // РБК. 2018. 7 февраля. <http://www.rbc.ru/economics/07/02/2018/5a7adc529a7947db6df067a0> («У нас, конечно же, в прошлом году снизилось количество крупных приватизационных сделок. Но это на самом деле означает, что у нас больше не стоит жесткой задачи финансировать дыры, которые есть в бюджете»).

круг: разрастание госсектора — изыскание средств на его поддержку — приватизация — поддержка госкомпаний. При этом необходимо принимать во внимание отмеченную выше практику, при которой для финансирования, в частности проектов КГУ, вынуждено привлекаются средства под более высокую доходность, чем доходность большинства указанных компаний.

Наконец, если вернуться к вопросу об оценочных критериях целесообразности ускоренного разгосударствления, потенциальное ужесточение финансовых санкций и, тем более, их вероятно долгосрочный характер неизбежно выводят на первый план вопросы *внутренней конкуренции*, что предполагает активизацию частно-рыночных механизмов хозяйствования, в том числе посредством продолжения приватизационных программ. При выборе такой стратегии практически впервые за 30-летнюю историю российской приватизации *задачи экономической эффективности* могут быть переведены в практическое русло.

## 7. Заключение

По всей видимости, в современных условиях «большая неохотная приватизация» все в большей степени становится реальностью. Как отмечалось выше, некоторые паллиативы (приватизация при сохранении полного государственного контроля) возможны и даже ожидаемы в среднесрочной перспективе. На макроуровне такие решения незначительно повлияют на динамику госсектора в целом. На микроуровне возникает традиционный вопрос: насколько эффективна деятельность компаний, в которых государство продолжает удерживать преобладающую (значительную) долю собственности и контроля? Эмпирические исследования показывают, что сохранение преобладающего пакета акций у государства во многих случаях существенно сдерживало рост эффективности компании после подобной «приватизации» (см., например: [Bubakri et al., 2004]).

Не следует сбрасывать со счетов и общие соображения о том, как имеющиеся специфические институциональные условия (права собственности, контрактные права, политические институты, практики корпоративного управления)

воздействуют на развитие приватизируемых компаний, рынки капитала и экономический рост. В большинстве исследований показано, что приватизация благотворно влияет на преобразования и эффективность на микроуровне, хотя такие изменения происходят быстрее и легче там, где «сильнее» экономические и правительственные институты, выше качество правовых и регулятивных рамок хозяйственной деятельности. Напротив, частичная приватизация может привести к положительным эффектам там, где институты относительно «слабы» [Marcelin, Mathur, 2015].

Очевидно, что разгосударствление российской экономики не сводится к проблематике «большой приватизации». Помимо общих и самодостаточных мер стимулирования возникновения и развития частных компаний, разгосударствление предполагает на долгосрочном горизонте решение комплекса задач. К ним относятся следующие:

- обеспечить устойчивость и планомерность процесса сокращения прямого участия государства в экономике, прежде всего последовательно реализовывать принцип «презумпции полезности» приватизации, гарантировать долгосрочность заявленных планов, готовить поле (включая источники средств) приватизации;
- нормативно ограничить разрастание госсектора в экономике, прежде всего формировать адекватную систему запретов и ограничений, лимитировать приобретение новых активов крупными компаниями с госучастием, провести ревизию состава госхолдингов и госкорпораций;
- сократить масштабы прямого участия государства в экономике, что означает повышение глубины приватизации крупных компаний, предполагает модернизацию сектора и замещение прямого контроля отраслевым регулированием;
- политика чистки госсектора от некрупных «непрофильных» активов означает ускоренную ликвидацию предприятий, не ведущих хозяйственную деятельность, упрощенный порядок продажи низколиквидных активов, приватизацию ГУП в одну фазу, минуя стадию акционирования, передачу

- единичных пакетов дочерних и зависимых обществ (ДЗО) в уставные капиталы их головных компаний и др.;
- повысить качество государственного управления в компаниях с госучастием, что не должно сводиться к модификации корпоративного управления. Необходимо систематизировать интересы государства в стратегическом ядре, все сохраняемые в нем госкомпании должны провести IPO, обеспечить биржевые котировки акций и стать публичными;
- синхронизировать федеральную и региональную политику разгосударствления, транслировать на уровень субъектов РФ и муниципалитетов презумпцию приватизации и контроль за ее проведением;

Важны также следующие меры: сокращение не только прямого, но и косвенного присутствия государства (квазигосударственного сектора) на рынках (привлечение частных инвесторов в ДЗО с заключением долгосрочных контрактов); развитие инструментов финансового рынка, стимулирование участия в приватизации институциональных инвесторов; максимальное вовлечение в коммерческий оборот неиспользуемого недвижимого государственного имущества: упрощение процедур, заявительная приватизация на электронных торгах по предлагаемой рынком цене; перераспределение полномочий и передача недвижимого имущества, не закрепленного за балансодержателями, с федерального на другие публично-правовые уровни; привлечение частных инвестиций в социальную сферу и на рынки услуг, занятые бюджетными учреждениями, без изменения формы собственности (образование, здравоохранение и др.), в том числе путем развития концессионных механизмов с заключением долгосрочных государственных контрактов, а также преобразования коммерчески успешных учреждений в коммерческие организации и т. д. (по критерию качества услуг), концессии с последующим переходом в частную собственность, а также синхронизация разгосударствления с реформой государственного заказа (в части аудита государственных компаний по выбору поставщиков, эффективности

и др.). Все это будет способствовать улучшению инвестиционного климата и росту привлекательности российских предприятий для инвесторов.

## Приложение

### СТРАТЕГИЯ ГОСУДАРСТВА В ОТНОШЕНИИ КОМПАНИЙ РАЗЛИЧНЫХ СЕКТОРОВ

Сектор	Степень участия государства (доля выручки госкомпаний в выручке топ-100 компаний отрасли), по данным годовой бухгалтерской отчетности за 2016 г., в %*	Глобальная стратегия участия государства	Расчистка сохраняемых компаний от непрофильных и профилейных активов, включая продажу подразделений и потребителей предварительным дроблением (разделением) и заключением долгосрочных контрактов	Реструктуризация сохраняемых компаний упрощением структуры владения ДЗО
Транспорт	83,0	Частичный выход	Да	Да
Энергетика	70,9	Частичный выход	Да	Да
Добыча полезных ископаемых	70,0	Частичный выход	Да	Да
Финансы и страхование	46,8	Частичный выход	Да	Да
Коммунальное хоз-во	31,9	Частичный выход	Да	Да
Машиностроение, автомобилестроение	30,9	Полный выход, кроме ОПК	Да	Да
Информатизация и связь, медиа	22,7	Полный выход		
Строительство и стройматериалы	18,4	Полный выход		
Коммерческая недвижимость	15,9	Полный выход		
Образование***	11,8	Частичный выход		



Проведение IPO акций всех 100-процентных АО, сохраняемых в составе государственного ядра	Приватизация с установлением обременений на нового собственника	Оптимизация, повышение прозрачности и усиление контроля за выделением бюджетных инвестиций государственным компаниям	Концессионные и квази-концессионные механизмы	Совершенствование дивидендной политики	ДПР по каждой компании — не как внутренний документ, а как взаимобязанный план действий компании и государства**	Усиление роли независимых директоров с поэтапным отказом от механизма директив
Да				Да	Да	Да
Да				Да	Да	Да
Да				Да	Да	Да
Да				Да	Да	Да
Да				Да	Да	Да
Да		Да		Да	Да	Да
	Да		Да			

Сектор	Степень участия государства (доля выручки госкомпаний в выручке топ-100 компаний отрасли), по данным годовой бухгалтерской отчетности за 2016 г., в %*	Глобальная стратегия участия государства	Расчистка сохраняемых компаний от непрофильных и профильных активов, включая продажу подрядчиков, поставщиков и потребителей предварительным дроблением (разделением) и заключением долгосрочных контрактов	Реструктуризация сохраняемых компаний упрощением структуры владения ДЗО
Здравоохранение***	11,5	Частичный выход		
Химическая промышленность	9,3	Полный выход		
консультационные, юридические и пр. услуги, охрана	8,5	Полный выход		
гостиничные услуги и общественное питание	6,7	Полный выход		
металлургия, металлоизделия и добыча метал. руд	4,4	Полный выход		
культура, искусство, спорт ***	3,5	Частичный выход		
Фармацевтика	2,6	Полный выход		
лесная и деревообрабатывающая промышленность	1,3	Полный выход		
торговля	1,1	Полный выход		

*Продолжение приложения*

Проведение IPO акций всех 100-процентных АО, сохраняемых в составе государственного ядра	Приватизация с установлением обременений на нового собственника	Оптимизация, повышение прозрачности и усиление контроля за выделением бюджетных инвестиций государственным компаниям	Концессионные и квазиконцессионные механизмы	Совершенствование дивидендной политики	ДПР по каждой компании — не как внутренний документ, а как взаимовязанный план действий компании и государства**	Усиление роли независимых директоров с поэтапным отказом от механизма директив
	Да		Да			
	Да		Да		Да	Да

Сектор	Степень участия государства (доля выручки госкомпаний в выручке топ-100 компаний отрасли), по данным годовой бухгалтерской отчетности за 2016 г., в %*	Глобальная стратегия участия государства	Расчистка сохраняемых компаний от непрофильных и проффильных активов, включая продажу подрядчиков, поставщиков и потребителей предварительным дроблением (разделением) и заключением долгосрочных контрактов	Реструктуризация сохраняемых компаний упрощением структуры владения ДЗО
АПК и пищевая промышленность	1,0	Полный выход		
Легкая промышленность	0,7	Полный выход		
Прочее****	4,9	Полный выход		

\* Расчет по данным годовой бухгалтерской отчетности компаний за 2016 г. Выборка топ-100 крупнейших компаний по каждому сектору по объему годовой выручки. Идентификация в выборке контролируемых государством компаний, к которым отнесены компании, более 50% уставного капитала которых принадлежит государству напрямую, и компании, более 50% уставного капитала которых принадлежит государству опосредованно, в том числе через другие государственные компании. Оценка отношения совокупной выручки контролируемых государством компаний из входящих в топ-100 к совокупной выручке всех компаний в топ-100 (по каждому сектору).

\*\* Усиление роли Долгосрочных программ развития (ДПР) в управлении и контроле: стандартизация формата ДПР, детализация финансовых моделей и планов, привязка к ДПР параметров гибкой дивидендной политики, выплат менеджменту и членам СД, персонализация ответственности за КРІ, включая ответственность регулирующих органов.

\*\*\* Без учета сектора бюджетных учреждений.

\*\*\*\* Включая некорректные ОКВЭД, фактически относящиеся к иным группам.

Окончание приложения

Проведение IPO акций всех 100-процентных АО, сохраняемых в составе государственного ядра	Приватизация с установлением обременений на нового собственника	Оптимизация, повышение прозрачности и усиление контроля за выделением бюджетных инвестиций государственным компаниям	Концессионные и квазиконцессионные механизмы	Совершенствование дивидендной политики	ДПР по каждой компании — не как внутренний документ, а как взаимобязанный план действий компании и государства**	Усиление роли независимых директоров с поэтапным отказом от механизма директив

## Список использованной литературы

*Абрамов А., Радыгин А., Чернова М. (2016). Компании с государственным участием на российском рынке: структура собственности и роль в экономике // Вопросы экономики. № 12. С. 61–87. [Abramov A., Radygin A., Chernova M. (2016). State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure and their role in the economy. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 61–87. (In Russian).]*

*Абрамов А., Радыгин А., Чернова М., Энтов Р. (2017). Государственная собственность и характеристики эффективности // Вопросы экономики. № 4. С. 5–37. [Abramov A., Radygin A., Chernova M., Entov R. (2017). State ownership and efficiency characteristics. *Voprosy Ekonomiki*, No. 4, pp. 5–37. (In Russian).]*

*Абрамов А., Аксенов И., Радыгин А., Чернова М. (2018). Современные подходы к измерению государственного сектора: методология и эмпирика // Экономическая политика. Т. 13, № 1. С. 36–69; Т. 13, № 2. С. 28–47. [Abramov A., Aksenov I., Radygin A., Chernova M. (2018). Modern approaches to measuring the state sector: Methodology and empirics. *Ekonomicheskaya Politika*, Vol. 13, No. 1, pp. 36–69; Vol. 13, No. 2, pp. 28–47. (In Russian).]*

Вьюгин О.В. (2016). Путь к росту // Ведомости. 25 мая. [Vyugin O. (2016). The way to growth. *Vedomosti*, May 25. (In Russian).]

Гурвич Е., Прилепский И. (2016). Влияние финансовых санкций на российскую экономику // Вопросы экономики. № 1. С. 5–35. [Gurvich E., Prilepskiy I. (2016). The impact of financial sanctions on the Russian economy. *Voprosy Ekonomiki*, No. 1, pp. 5–35. (In Russian).]

Кондратьев В.Б. Государственный капитализм на марше. Опубликовано на ресурсе: [www.perspektivy.info/book/gosudarstvennyj\\_kapitalizm\\_na\\_marshe\\_2012-08-24.htm](http://www.perspektivy.info/book/gosudarstvennyj_kapitalizm_na_marshe_2012-08-24.htm)

Кудрин А., Гурвич Е. (2014). Новая модель роста для российской экономики // Вопросы экономики. № 12. С. 4–36. [Kudrin A., Gurvich E. (2014). A new growth model for the Russian Economy. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 4–36. (In Russian).]

Лин Дж. Й. (2016). Демистификация китайской экономики. М.: Мысль. [Lin J. Y. (2016). *Demystifying the Chinese economy*. Moscow: Mysl. (In Russian).]

Маркс К., Энгельс Ф. (1960). Сочинения. 2-е изд. М.: Госполитиздат. Т. 23. [Marx K., Engels F. (1960). *Collected works*. Vol. 23. Moscow: Gospolitizdat. (In Russian).]

Мир после кризиса. Глобальные тенденции-2025: Меняющийся мир. М.: Европа, 2009. [Mir posle krizisa. *Global'nye tendentsii-2025: menyayushchiysya mir* [The World After the Crisis. *Global Trends-2025: A Changing World*]. Moscow, Evropa, 2009].

Полтерович В.М. (2012). Приватизация и рациональная структура собственности. М.: Институт экономики РАН. [Polterovich V. M. (2012). *Privatization and the rational ownership structure*. Moscow: Institute of Economics, RAS. (In Russian).]

Радыгин А.Д. Реформа собственности в России: на пути из прошлого в будущее. М.: Республика, 1994. [Radygin A. Ownship reform in Russia: on the way from the past to the future. М., Republic, 1994].

Радыгин А. Россия в 2000–2004 годах: на пути к государственному капитализму? // Вопросы экономики. 2004. № 4. С. 42–65. [Radygin A. Rossiya v 2000–2004 godakh: na puti

k gosudarstvennomu kapitalizmu? Russia in 2000–2004: Heading Towards State Capitalism? *Voprosy ekonomiki*, 2004] № 4, pp. 42–65.

*Радыгин А., Симачев Ю., Энтов Р.* (2011). Государство и разгосударствление: риски и ограничения «новой приватизационной политики» // Вопросы экономики. № 9. С. 4–26. [Radygin A., Simachev Yu., Entov R. (2011). State and denationalization: Risks and limitations of the “New Privatization Policy”. *Voprosy Ekonomiki*, No. 9, pp. 4–26. (In Russian).]

*Радыгин А., Энтов Р.* (2012). «Провалы государства»: теория и политика // Вопросы экономики. № 12. С. 4–30. [Radygin A., Entov R. (2012). Government failures: Theory and policy. *Voprosy Ekonomiki*, No. 12, pp. 4–30. (In Russian).]

*Радыгин А., Энтов Р.* (2013). «Фундаментальная» теорема приватизации: идеология, эволюция, практика // Экономическая политика. № 6. С. 7–45. [Radygin A., Entov R. (2013). «Fundamental» theorem of privatization: Ideology, evolution, practice. *Ekonomicheskaya Politika*, No. 6, pp. 7–45. (In Russian).]

*Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Абрамов А.Е., Аксенов И.В., Мальгинов Г.Н., Чернова М. И* (2018). «Большая неохотная приватизация»: противоречивые подходы в условиях санкций // Вопросы экономики. 2018. № 8. С. 5–38 [Radygin A., Entov R., Abramov A., Aksenov I., Malginov G., Chernova M., (2018). Large-scale reluctant privatization: Contradictions and challenges under sanctions. *Voprosy Ekonomiki*, No. 8, pp. 5–38 (In Russian).]

*Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Мальгинов Г.Н. и др.* (2014). Приватизация в современном мире: теория, эмпирика, «новое измерение» для России: в 2 т. М.: Дело. [Radygin A. D., Entov R. M., Malginov G. N. et al. (2014). *Privatization in the modern world: Theory, empiricism, “a new dimension” for Russia*. In 2 vols. М.: Delo. (In Russian).]

*Радыгин А., Симачев Ю., Энтов Р.* (2015). Государственная компания: сфера проявления «провалов государства» или «провалов рынка»? // Вопросы экономики. № 1. С. 45–79. [Radygin A., Simachev Yu., Entov R. (2015). State-owned company:



Detection zone of government failure or market failure? *Voprosy Ekonomiki*, No. 1, pp. 45–79. (In Russian).]

Радыгин А.Д., Абрамов А.Е., Аксенов И.В. и др. (2018). Эффективное управление государственной собственностью в 2018–2024 гг. и до 2035 г. Аналитический доклад. М.: Центр стратегических разработок. [Radygin A.D., Abramov A.E., Aksenov I. V. et al. (2018). *Effective management of state ownership in 2018–2024 and until 2035*. Analytical report. Moscow: Center for Strategic Research. (In Russian).]

Afoso A., Furceri D. (2010). Government Size, Composition, Volatility and Economic Growth // *European Journal of Political Economy*. Vol. 26. P. 517–532

Boardman A.E., Vining A.R. (1989). Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed and state-owned enterprises. *Journal of Law and Economics*, vol. 32, pp. 1–33.

Borcherding T., Pommerehne W., Schneider F. (1982). Comparing the efficiency of private and public production: The evidence from five countries. *Zeitschrift fur Nationaloekonomie*, Band 89, S. 127–156.

Bortolotti B., Faccio M. (2004). Reluctant privatization. *EGGI Working Paper*. No. 4.

Bortolotti B., Pinotti P. (2008). Delayed privatization. *Public Choice*, Vol. 136, Is. 3–4, pp. 331–351.

Boubakri N., Cosset J., Guedhami O. (2004). Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection. *Journal of Financial Economics*, Vol. 62, pp. 369–399.

Bremmer I. *The End of the Free Market: Who Wins the War Between States and Corporations?* N. Y.: Portfolio, 2010.

Cato S. (2012). The efficiency of state-owned firm and social welfare: A Note. *Bulletin of Economic Research*, Vol. 64, pp. 275–285.

Doppelhofer G., Miller R., Sala-i-Martin X. (2004). Determinants of Long-Term Growth: a Bayesian Averaging of Classical

Estimates Approach // *American Economic Review*. Vol. 94. P. 813–835.

Estrin S., Hanousek J., Kočenda E., Svejnar J. (2009). The effects of privatization and ownership in transition economies. *Journal of Economic Literature*, vol. 47, No. 3, pp. 699–728.

Folster S., Henrekson V. (2001). Growth Effects of Government Expenditures and Taxation in Rich Countries // *European Economic Review*. Vol. 17. P. 1501–1520

Grossman P. (1987). The Optimal Size of Government // *Public Choice*. Vol. 53. P. 131–147.

Grossman P. (1988). Government and Economic Growth: A Nonlinear Relationship // *Public Choice*, vol. 56, p. 193–200.

Grossman P. (1990). Government and Growth: Cross-Sectional Evidence // *Public Choice*. vol. 65, p. 217–227.

IMF (2015). People's Republic of China. Article IV Consultation–Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the People's Republic of China. *IMF Country Report*, No. 15/234, August.

Justesen M. (2008). The Effect of Economic Freedom on Growth Revisited: New Evidence on Causality from a Panel of Countries// *European Journal of Political Economy*, vol. 24, p. 642–660.

Lam W. R., Rodlauer M., Schipke A. (2017). State-owned enterprise reform. In: *Modernizing China: Investing in soft infrastructure*. Ch. 11. Wash.: International Monetary Fund.

Marcelin I., Mathur I. (2015). Privatization, financial development, property rights and growth. *Journal of Banking & Finance*, vol. 50, pp. 528–546.

Meggison W.L. (2005). *The financial economics of privatization*. New York: Oxford University Press

Meggison W.L. (2017). Privatization, state capitalism, and state ownership of business in the 21st century. *Foundations and Trends in Finance*, Vol. 11, No. 1–2, pp. 1–153

Musacchio A., Lazzarini S. Leviathan in Business: Varieties of State Capitalism and Their Implications for Economic Performance. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2070942](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2070942).

OECD (2017). *The size and sectoral distribution of state-owned enterprises*. Paris: OECD Publishing.

Privatization Barometer (2017). *Two record years herald an ongoing privatization wave. The PB Report 2015/2016*. Milano: Privatization Barometer. [www.privatizationbarometer.net](http://www.privatizationbarometer.net).

Privatization Barometer (2016). *The wave builds. The PB report 2014/2015*. Milano: Privatization Barometer. [www.privatizationbarometer.net](http://www.privatizationbarometer.net).

Shirley M., Walsh P. (2000). Public versus private ownership: The current state of the debate. *WB Policy Research Working Paper*, No. 2420.

State Capitalism: Special Report // *The Economist*. 2012. January 21.

Научное издание

Серия «Научные доклады: экономика»

*Заказное издание*

Радыгин Александр Дмитриевич  
Энтов Револьд Михайлович  
Абрамов Александр Евгеньевич  
Чернова Мария Игоревна  
Мальгинов Георгий Николаевич

**Приватизация 30 лет спустя**

*Масштабы и эффективность государственного сектора*

Выпускающий редактор *Е.В. Попова*  
Редактор *О.В. Черкасова*  
Художник *В.П. Коршунов*  
Оригинал-макет *О.З. Элоева*  
Верстка *Т.А. Файзуллиной*

Подписано в печать 03.12.18. Формат 60×90/16.  
Гарнитура «ПТ Сериф Про». Усл. печ. л. 4,75.  
Тираж 500 экз. Заказ № 1424

Издательский дом «Дело» РАНХиГС  
119571, Москва, пр-т Вернадского, 82

Коммерческий центр  
тел. (495) 433-25-10, (495) 433-25-02  
[www.ranepa.ru](http://www.ranepa.ru)  
[delo@ranepa.ru](mailto:delo@ranepa.ru)

Отпечатано в типографии РАНХиГС  
119571, Москва, пр-т Вернадского, 82