

Как повысить эффективность госкомпаний: приватизация или реформы внутри госсектора?

Юрий Данилов, ведущий научный сотрудник
кафедры макроэкономической политики и
стратегического управления Экономического
факультета МГУ

Дискуссия Диспут-клуба Ассоциации независимых центров
экономического анализа 15 сентября 2016 года

Вводное замечание (Disclaimer)

- Мнение, которое я здесь выскажу, только мое.
- Аффилированные со мной структуры и лица, пригласившие меня на диспут, не несут никакой ответственности за мои безответственные заявления (особенно если учесть, сколько достойнейших специалистов отказалось выступать с данной позицией, которая в нормальном обществе является единственно логичной и верной)

ЧАСТЬ 1. КТО ЭФФЕКТИВНЕЕ В ЭКОНОМИКЕ – ГОСУДАРСТВО ИЛИ ЧАСТНЫЙ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬ?

Аксиома и оговорки.

Аксиома: частный предприниматель
в целом эффективнее

Что говорит теория?

- Исследования 1980-х – начала 2000-х годов убедительно продемонстрировали преимущество частного сектора в эффективности в экономике в целом и даже в большинстве отраслей, где считалось, что государственное предпринимательство может быть эффективнее
 - Это совсем не миф!!! (Мой оппонент утверждал в статье в НГ: «Мы помним, как в 1990-х годах в период массовой приватизации в общественное сознание внедрялись мифы о неэффективности государственной собственности» - Независимая газета. 08.08.2016. Режим доступа: http://www.ng.ru/economics/2016-08-08/4_privat.html)
- Современная экономическая наука не противопоставляет частный бизнес и государство, а формулирует рецепты их оптимального взаимодействия (в т.ч. в странах с развитыми системами индикативного планирования)

Основные результаты исследований

- Крупные промышленные фирмы со смешанной собственностью и аналогичные фирмы, полностью принадлежащие государству, обнаруживают существенно меньшую эффективность по сравнению с подобными им частными компаниями» (Boardman A. E., Vining A. R., 1989)
- Благодаря переходу к частному предпринимательству снижаются удельные затраты труда и капитала ((D'Souza, Megginson, 1999)
- J. Vickers и G. Yarrow (1988) считают, что менеджеры государственных предприятий не имеют стимулов к добросовестной деятельности
- A. Shleifer и R. W. Vishny (1994) подчеркивают, что политическое вмешательство со стороны государства в дела компании выражается в избыточной рабочей силе, нерациональном распределении ресурсов и в извращенных стимулах в работе менеджеров
- Исследования 2000-х годов, в том числе в странах Центральной и Восточной Европы и СНГ, показывают, что приватизация оказывает положительное влияние на уровень ВВП и экономический рост (Estrin, Hanousek, Kocenda, Svejnar, 2009; Bortolotti, Siniscalco, 2004; Megginson, 2005)

Источник: Приватизация в современном мире: теория, эмпирика, «новое измерение» для России. Под ред. А.Д.Радыгина. В 2-х томах. – М.: Дело, 2014.

Суммируя результаты исследований

- Работа Shirley M., Walsh P. (2000). Public versus Private Ownership / The Current State of the Debate. WB Policy Research Working Paper. No. 2420.
- Исследования проводились в основном в рамках отраслей, в которых может быть целесообразно применение государственного предпринимательства (уборка мусора, водоснабжение, авиакомпания, электроэнергетика, железнодорожный транспорт).
- В 32 исследованных работах делается вывод о большей эффективности частных компаний; в 15 работах сделан вывод об отсутствии существенных различий в эффективности государственных и частных компаний; в 5 работах сделан вывод о преимуществе государственных компаний (в т.ч. в 4 был обследован сектор электроэнергетики).

Источник: Приватизация в современном мире: теория, эмпирика, «новое измерение» для России. Под ред. А.Д.Радыгина. В 2-х томах. – М.: Дело, 2014.

Оговорки

- есть сферы, в которых отдельные параметры инвестиционной и/или предпринимательской деятельности – сроки, объемы, доходности и т.д. - существенно ограничивают возможности частного бизнеса и государство вынуждено его подменять
- не существует «универсально оптимальной» формы собственности вне конкретных ситуаций
- оптимальная доля государства в экономике циклично изменяется
- весьма значимы для соотношения частной и общественной собственности национальные особенности (кибуцы в Израиле)
- частная собственность (и, соответственно, приватизация) эффективна только в условиях конкурентной среды (как в экономике, так и в политике)
- частная собственность эффективна в условиях позитивного отбора, т.е. наличия «эффективных собственников» (предпринимателей, а не политтехнологов)
 - почти 87% российской капитализации в начале 2000-х годов приходилось на предприятия, обладавшими политическими связями - Ficció M. (2006). Politically Connected Firms // American Economic Review. Vol. 96. Нет никаких оснований полагать, что сейчас эта доля уменьшилась.

ЧАСТЬ 2. ДОЛЯ ГОСУДАРСТВА В ЭКОНОМИКЕ

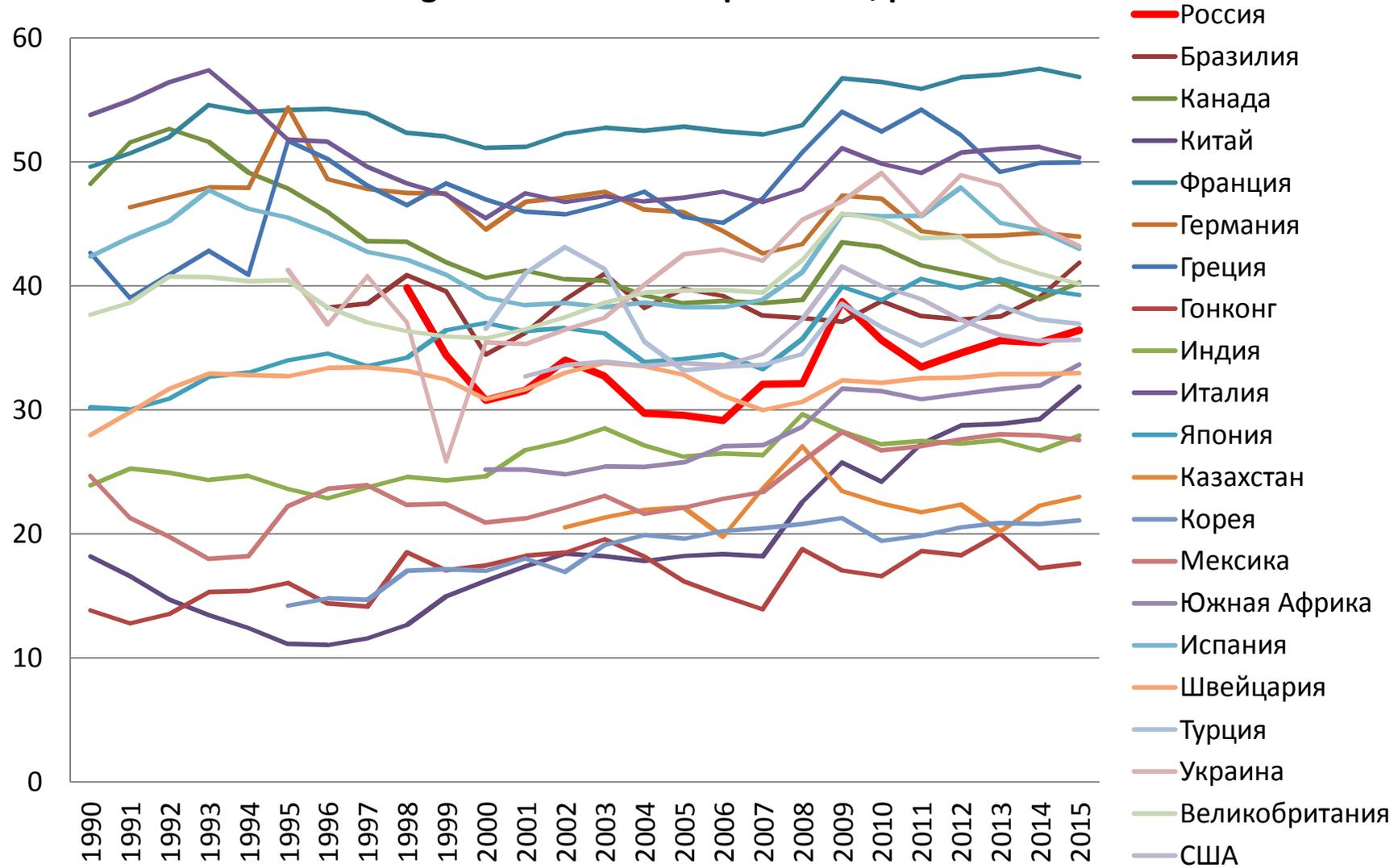
Оценки доли государства в экономике

- La Porta R., López-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1998). Law and finance // Journal of Political Economy. Vol. 106:
 - Страны с общим правом 11%
 - Страны с французским правом 15%
 - Страны с немецким правом 12%
- Privatization Barometer :
 - Развитые страны 5%
 - Бедные развивающиеся 7%

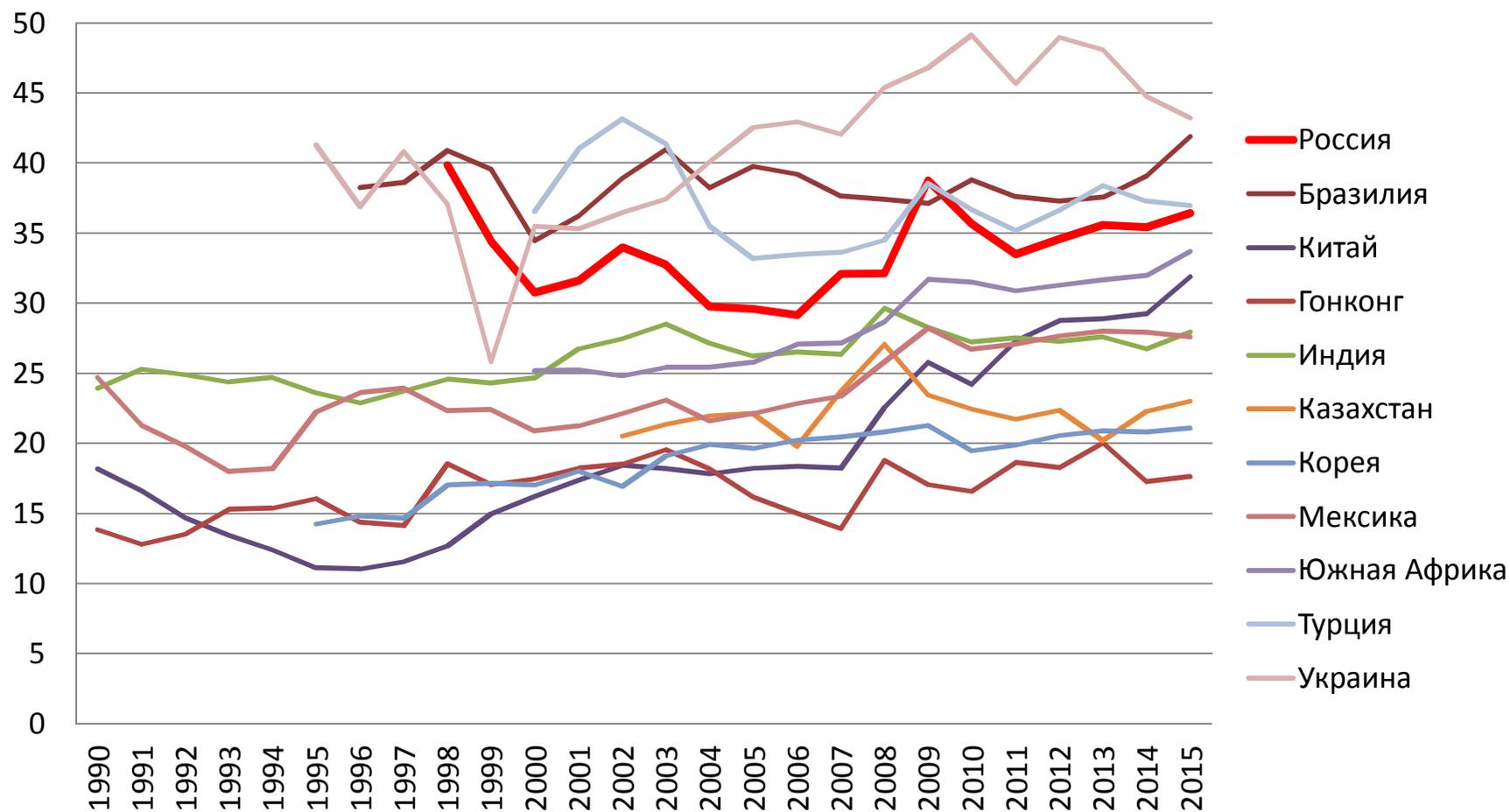
Оценки доли госсектора в ВВП России

- 1990 г. 93% (Всемирный банк)
- 1995 г. 42% (Всемирный банк)
- 1998 г. 25% (ВШЭ)
- 2005 г. 35%(Институт Гайдара по методологии ЕБРР)
- 2006 г. 38% (Институт Гайдара по методологии ЕБРР)
- 2008 г. 40% (Институт Гайдара по методологии ЕБРР)
- 2012 г. 50% (BNP Paribas)
- 2013 г. 50% (Министерство экономики)
- 2014 г. 71% (МВФ)
- 2015 г. 70% (К.Андросов)

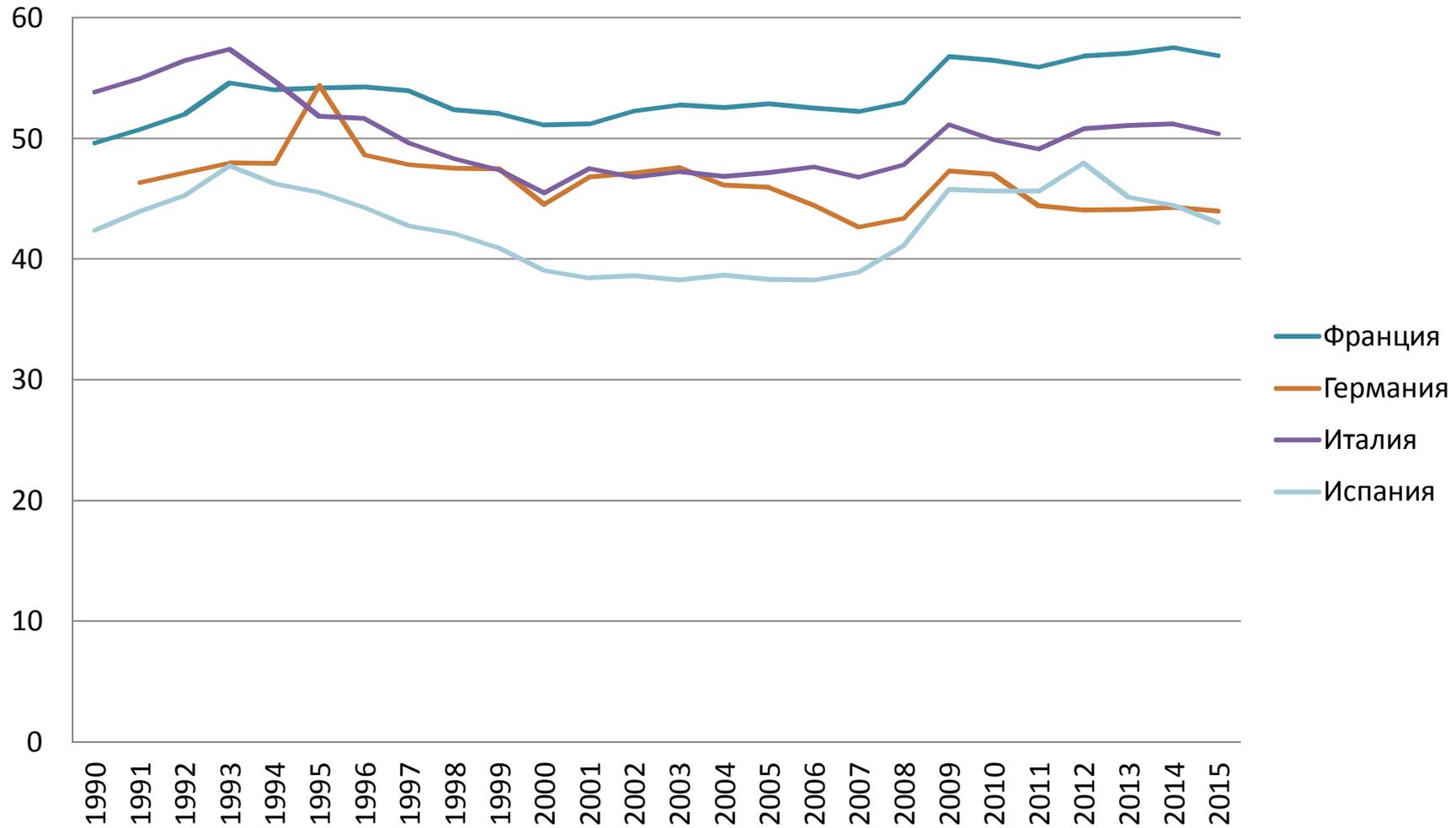
General government total expenditure, percent of GDP



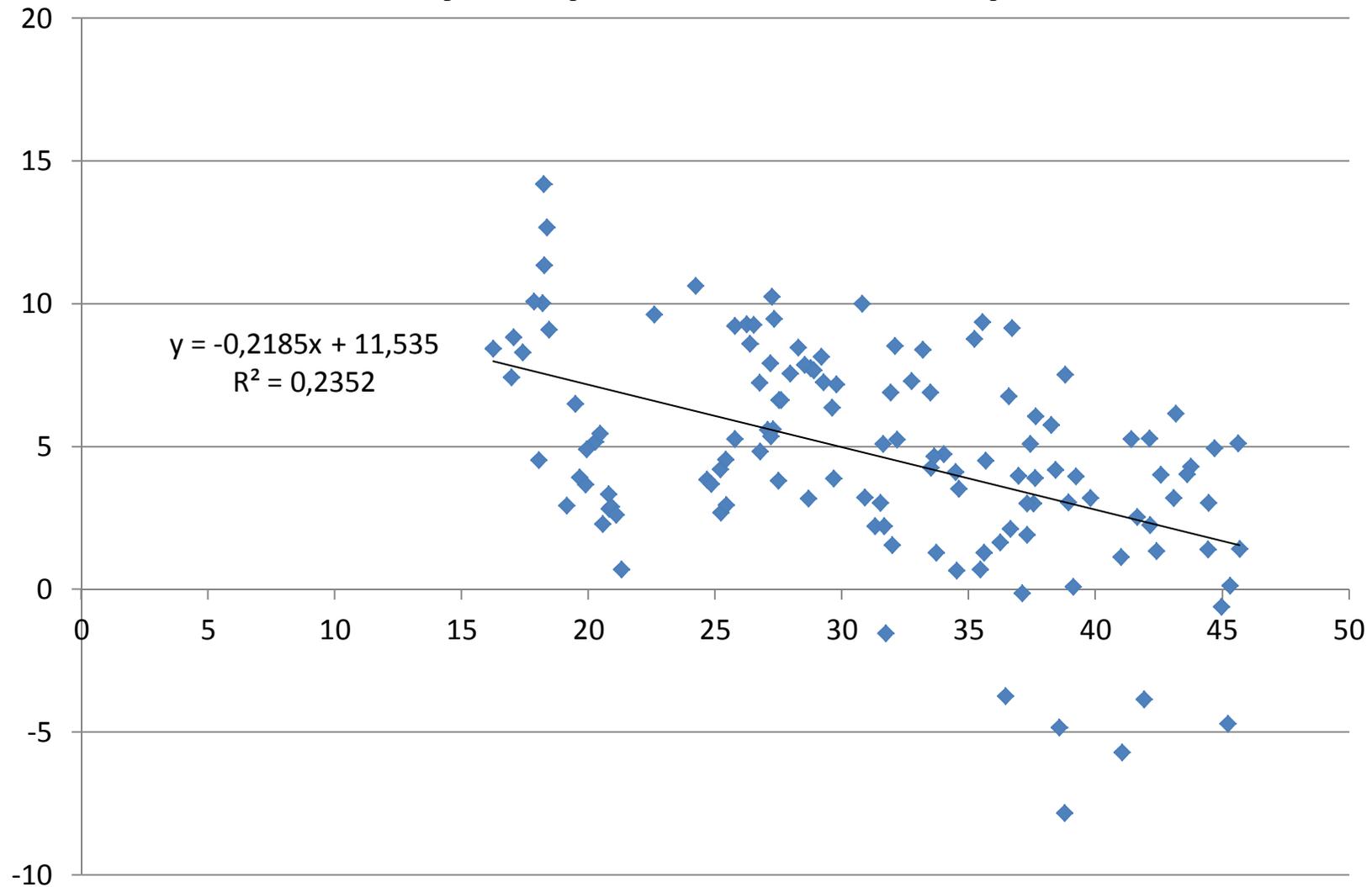
General government total expenditure, percent of GDP
 (развивающиеся экономики и экономики, перешедшие из развивающихся в развитые)



General government total expenditure, percent of GDP, влияние на
уровень потребительских цен



Зависимость темпов роста ВВП от доли государственных расходов



Выводы из анализа доли государства в экономике

- Доля государства зависит от степени развития национальной экономики – чем выше уровень развития, тем более высокую долю государственных расходов эта экономика может себе позволить
- Высокий уровень государственных затрат в крупнейших развивающихся экономиках способствует снижению темпов экономического роста; возникновению политической нестабильности
- Чем выше доля государственных расходов в ВВП, тем выше уровень (не темп, а именно уровень!) потребительских цен в национальной экономике. Кроме обширных эмпирических исследований, любой из нас всегда это очень хорошо ощущает, перемещаясь из Испании (43% ВВП) или Германии (44% ВВП) во Францию (57%)
- Чем ниже доля государства, тем выше концентрация финансовых ресурсов, и, соответственно, выше конкурентоспособность страны как МФЦ

Доля государства в экономике и национальное стратегическое планирование

- Доля государства в экономике никак не связана с качеством национального стратегического планирования и управления. Более того, напротив, чем ниже и чем стабильнее доля государства в экономике, тем более комплексный характер носит система национального стратегического планирования (примеры Индии и Кореи)
- Гипотеза: повышение доли государства в экономике и эффективное стратегическое планирование являются в определенной мере альтернативами действий государства в условиях кризисных периодов нестабильности

ЧАСТЬ 3. ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПРИВАТИЗАЦИИ

Приватизация – простейший
способ преодоления «провалов
государства»

Оценка эффективности приватизации

- Эффективность приватизации имеет много аспектов
 - бюджетный;
 - социальный;
 - структурный;
 - финансово-экономический.
- В финансово-экономическом смысле эффективность приватизации никогда не рассматривалась как максимизация однократно уплачиваемой продавцу суммы – это миф !!!
 - как сказал оппонент в статье в НГ – «Если же такой конкуренции нет [имеется в виду конкуренция частных покупателей активов с компаниями с государственным участием], активы, выставленные на рынке, явно будут недооцениваться»

Методика оценки

- Приватизация крупных компаний (продажа долей в крупных компаниях) – частный случай публичного размещения, в том случае, когда речь идет о крупных корпорациях и не предполагается продажа контрольного пакета одному стратегическому инвестору
- Поэтому для оценки эффективности приватизации может применяться формула Cumulative adjusted return (CAR) или формула Wealth Relative (WR).
- Данные формулы используются практически всеми исследователями парадокса Underperformance of Initial Public Offerings, впервые выявленного Jay Ritter в работе The Long-Run Performance of Initial Public Offerings (JF, 1991)

Парадокс недооценки акций после IPO и его отрицание приватизацией

- *Jay Ritter* (1991) установил, что динамика показателей компаний, вышедших на IPO, в следующие три года заметно отстает как от среднерыночных показателей, так и от показателей похожих компаний, вышедших на IPO раньше
- В статье [Zielinski, 2013] проведено обобщение 40 работ по исследованию результатов анализа поведения цен акций на временном горизонте не менее трех лет после IPO на рынках 29 стран, с целью демонстрации того факта, что негативная динамика такого показателя в долгосрочной перспективе является повсеместно наблюдаемым парадоксом
- PIPO (приватизационные IPO) не подчиняются общему правилу – исследования либо приводят к выводу о примерном соответствии изменения стоимости приватизированных корпораций среднерыночным трендам, либо об outperformance of PIPO. Первой из такого рода работ стала работа Choi S.D., Lee I., Megginson W. (2010). Do privatization IPOs outperform in the Long-Run? // *Financial Management*, Volume 39, Issue 1, в которой на основе анализа 241 приватизационного IPO в 42 странах за период 1981 – 2003 гг. был сделан вывод о доходности выше рынка размещавшихся в ходе приватизации акций. Т.е. **случай приватизации – это отрицание парадокса Underperformance**
- Одно из объяснений исключения из общего правила – рост эффективности приватизируемой компании при переходе из государственной собственности в частную

Россия: отрицание отрицания

- Исследование российских IPO, проведенное нами в 2013 году в рамках РАНХиГС, показало, что наибольшую недооценку в среднесрочном и долгосрочном плане демонстрируют компании из группы больших компаний, значительную долю этой группы составляют приватизированные компании (наибольшее влияние – ВТБ и энергетические компании с контролем государства)

N of firms	Type of firms	Liquidity type	WR
40	All Russian	Weak	0,8825
21	Large Russian	Weak	0,8432
19	Small Russian	Weak	0,9245
18	All Russian	Strong	0,6681
10	Large Russian	Strong	0,5233
8	Small Russian	Strong	0,9078

Кейс ВТБ (все публичные размещения акций ВТБ)

Дата	Продавец	Тип РО	Целевая группа инвесторов	Цена за одну акцию, руб.
Май 2007	Эмитент	IPO	Население («народное IPO»)	0,136
Сентябрь 2009	Эмитент	SPO	Государство (РФ)	0,048
Февраль 2011	Акционер (РФ)	-	Иностранные инвесторы	0,0915
Май 2013	Эмитент	SPO	«Свои»	0,041

Текущая цена акций ВТБ 0,074 р.

Критерий эффективности приватизации

- Существует достаточное количество исследований, подтверждающих наличие устойчивой связи между капитализацией корпорации и динамикой основных мультипликаторов этой корпорации. В свою очередь, мультипликаторы, учитывающие показатели прибыли или дохода, естественным образом связаны с объемом налоговых платежей (по крайней мере, в части налогов на прибыль или доход). Поэтому максимизация капитализации означает одновременно и максимизацию бюджетных поступлений от приватизируемой компании.
- Поэтому для достижения максимальной бюджетной эффективности критерием ценообразования в ходе IPO должна быть не максимизация цены размещения, а максимизация долгосрочного роста капитализации приватизируемой компании

Проблема «своих»

- Лучшие инвестиционные объекты в нефтедобывающей отрасли становятся объектом захвата со стороны лиц с повышенным уровнем политического влияния: сначала ЮКОС, теперь Башнефть.
- Оценка акций Башнефти традиционно учитывала риск захвата со стороны Роснефти, оставаясь примерно на 10 – 15% ниже фундаментальной стоимости (если рассчитывать фундаментальную стоимость относительно средней по отрасли фундаментальной стоимости, оцененной по ключевым мультипликаторам).
- Дисконт «разрушителя стоимости» - такой дисконт наблюдается по всем акциям корпораций, в капитале которых есть присутствие подконтрольных структур или которыми он интересуется как потенциальными объектами поглощения
- «Разрушитель стоимости» против «Создателя стоимости»

Прямой запрет и его альтернативы

- Прямой запрет на участие в приватизации компаниям с государственным участием является простейшим механизмом, препятствующим проявлениям экстраординарных запросов бюрократии (в широком смысле) на расширение поля своего контроля. Бюрократия в России особо жадная и вороватая, поэтому «какая страна – такие и инструменты».
- Альтернативы прямому запрету на участие в приватизации компаниям с государственным участием:
 - высокие требования к уровню free float в критериях листинга, в инвестиционных декларациях пенсионных накоплений, в других критериях, позволяющих участвовать в конкуренции за наиболее крупные и долгосрочные инвестиции (Гонконг; Китай);
 - ограничение на долю государства в экономике (как целевой индикатор стратегического планирования) - Индия;
 - через механизмы корпоративного управления, когда собственник (государство) и СД с участием независимых директоров взвешенно решали бы вопрос об участии в приватизации в качестве покупателя – это фантастическое предположение;
 - иные стимулирующие механизмы, учитывающие национальную специфику (пример Китая – использование рентоориентированного поведения менеджеров SOE)

Почему частный сектор всегда будет эффективнее государственного - «философская гипотеза»

- Государственный сектор – это служба.
- Службы (военная, государственная и т.д.) различаются уровнем жесткости и формализации отношений и иерархии, но всегда в рамках любой службы этот уровень выше, чем в бизнесе, являющемся разновидностью творчества
- Очень сложно творить, неся службу!
- И совершенно невозможно творить в системе «ты начальник – я дурак; я начальник – ты дурак», присущей нынешнему российскому государственному сектору