

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ
СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»
(РАНХиГС)

Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.

СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ К ИЗМЕРЕНИЮ ГОСУДАРСТВЕННОГО СЕКТОРА
ЭКОНОМИКИ И ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ В СТРАНОВЫХ СРАВНЕНИЯХ

Научно-исследовательская работа выполнена в соответствии с Государственным заданием
РАНХиГС на 2020 год

Москва 2020

Аннотация

В настоящем исследовании показаны различные способы и индикаторы измерения государственного сектора в экономике на примере российских компаний, являющихся эмитентами ценных бумаг. В исследовании показано, что масштабы государственного сектора в России продолжают расти, хотя и наблюдается некоторое замедление в 2019 году. Общая доля государственного сектора в 2019 году упала с 54,6% в 2018 году до 53,1% в 2019 году, оставаясь примерно на линии долгосрочного тренда к росту масштабов государственного сектора. Сравнительный анализ показателей по ключевым критериям оценки корпоративного сектора: рентабельности, дивидендной политики, рыночной оценки и кредитной нагрузки, показал, что частные компании довольно значительно отличаются от компаний с государственным участием, а сами КГУ неоднородны и разделяются на три большие группы. Наиболее выделяются крупнейшие финансовые КГУ: их показатели рентабельности, размером дивидендных выплат, рыночной оценки наиболее высоки среди всех рассмотренных групп публичных российских компаний. Малые нефинансовые КГУ значительно проигрывают малочисленной группе крупнейших КГУ практически по всем показателям и критериям. Наиболее неоднозначно сравнение частных компаний и крупных нефинансовых КГУ. У КГУ наиболее высокие показатели дивидендной политики, как с точки зрения роста и размера дивидендных выплат, так и с точки зрения дивидендной доходности. По показателям рентабельности КГУ проигрывают частным компаниям, как и по рыночной оценке. При этом кредитная нагрузка падает для всех категорий КГУ с 2014 года в то время, как нагрузка частных компаний растет.

Радыгин А.Д. д. э. н., проф., декан экономического факультета РАНХиГС, член совета директоров Института экономической политики имени Е. Т. Гайдара (Москва)

Абрамов А.Е. заведующий научно-исследовательской лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Чернова М.И. научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Обозначения и сокращения

КГУ – компания с государственным участием

ПАО – публичное акционерное общество

Содержание

Аннотация.....	2
Обозначения и сокращения	3
Введение	5
1 Оценка масштабов государственного сектора в России.....	5
2 Индекс государственной собственности и его компоненты	12
3 Влияние доли государства в структуре собственности крупнейших публичных компаний на показатели их деятельности.....	16
Заключение.....	22

Введение

В настоящем исследовании рассматриваются различные аспекты измерения государственного сектора в экономике. В исследовании показано, что государственный сектор в России растет по целой совокупности различных мер. Кроме того, получены оценки государственного сектора для выборки стран и выявлено негативное их влияние на все меры развития фондового рынка: капитализацию, объемы биржевых торгов акциями и размеры финансовых активов домашних хозяйств.

Сравнительный анализ показателей по ключевым критериям оценки корпоративного сектора: рентабельности, дивидендной политики, рыночной оценки и кредитной нагрузки, показал, что частные компании довольно значительно отличаются от компаний с государственным участием, а сами КГУ неоднородны и разделяются на три большие группы. Наиболее выделяются крупнейшие финансовые КГУ: их показатели рентабельности, размером дивидендных выплат, рыночной оценки наиболее высоки среди всех рассмотренных групп публичных российских компаний. Малые нефинансовые КГУ значительно проигрывают малочисленной группе крупнейших КГУ практически по всем показателям и критериям. Наиболее неоднозначно сравнение частных компаний и крупных нефинансовых КГУ. У КГУ наиболее высокие показатели дивидендной политики, как с точки зрения роста и размера дивидендных выплат, так и с точки зрения дивидендной доходности. По показателям рентабельности КГУ проигрывают частным компаниям, как и по рыночной оценке. При этом кредитная нагрузка падает для всех категорий КГУ с 2014 года в то время, как нагрузка частных компаний растет.

По результатам исследования обновлены данные мониторинга ключевых индексов государственного сектора в России, которые используются для целей развития уже работающего в настоящее время публичного ресурса РАНХиГС, администрируемого силами нашей лаборатории (адрес в сети Интернет: <https://ipei.ranepa.ru/ru/kgu>) и в целях стимулирования роста научной активности в данном направлении со стороны студентов различных ВУЗов, научных центров и государственных ведомств.

Настоящий препринт был написан на основе научно-исследовательской работы на тему «Современные подходы к измерению государственного сектора экономики и их использование в страновых сравнениях», выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2020 г.

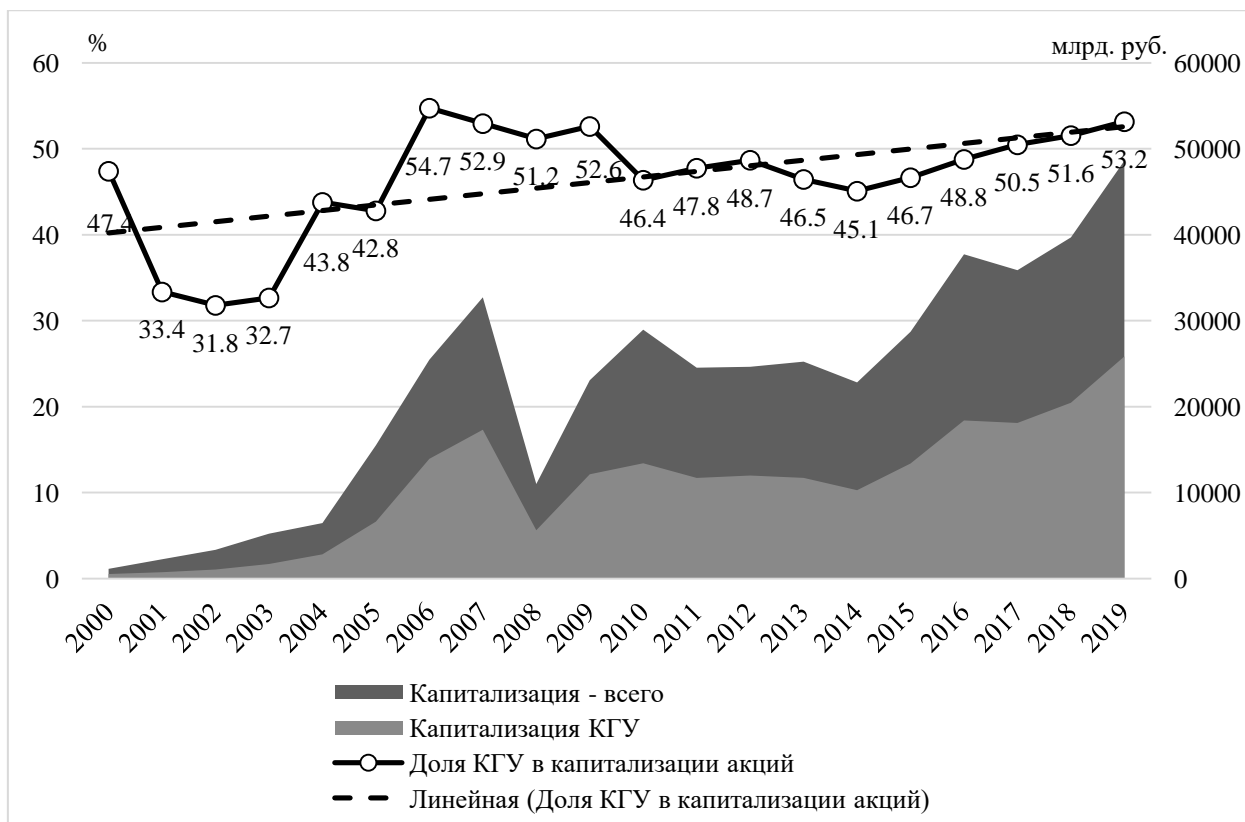
1 Оценка масштабов государственного сектора в России

В настоящем исследовании рассматриваются различные аспекты измерения государственного сектора в экономике, а также влияние размера государственного

вмешательства на эффективность деятельности как корпоративного сектора, так и развитие фондового рынка. В исследовании показано, что государственный сектор в России растет по целой совокупности различных мер.

Используемая выборка частных компаний и компаний с государственным участием была расширена в рамках текущей работы. Обновлена структура собственности всех компаний в нашей базовой выборке за 2019 год по соответствующим годовым отчетам. В выборку добавлено также небольшое количество новых компаний, однако дальнейшее расширение выборки планируется в ближайшем будущем. Добавлено 8 новых компаний из листинга Московской биржи, а также компании, которые являются крупнейшими эмитентами корпоративных облигаций. Как и ранее, основной принцип составления выборки обусловлен наличием у них публичной отчетности, представленной в системах СПАРК-Интерфакс и Блумберг. В текущей версии в выборку включены 308 компаний, из которых 182 компании имели статус КГУ хотя бы в одном году за рассматриваемый промежуток времени с 2006 по 2019 гг. Принцип классификации компаний на КГУ и частные компании остался неизменным: сумма прямого и косвенного участия государства в структуре собственности должна быть более 10% для признания компании КГУ. Добавление новых компаний немного скорректировало ретроспективные значения наших индексов, так как сопровождалось сбором данных за весь временной интервал с 2006 по 2019 гг.

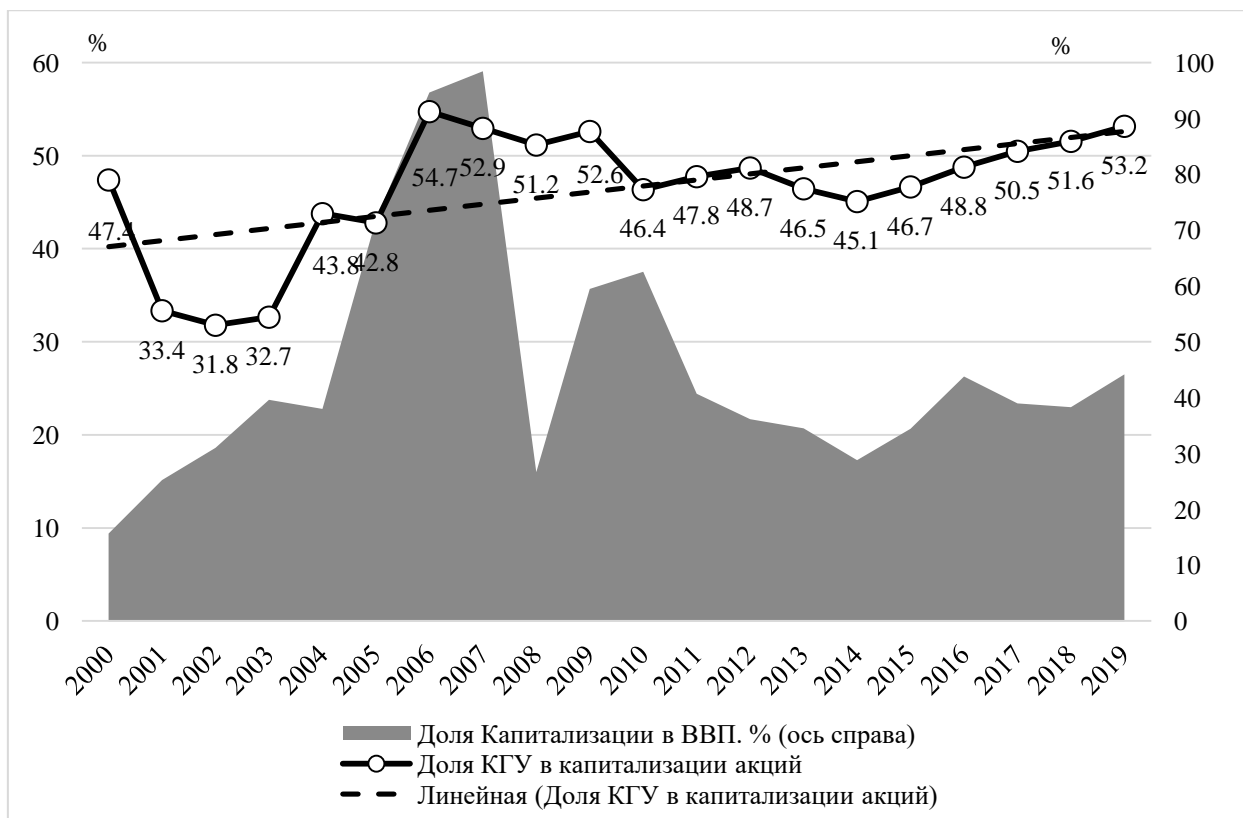
Добавление новых компаний позволяет увеличить долю компаний с раскрытой собственностью в капитализации. Версия нашей базы данных два года назад покрывала 96,1% от всей капитализации листинга Московской Биржи в 2017 году, версия в прошлом году с увеличенной выборкой покрывала 97,9% капитализации в 2018 году. Обновленная база данных покрывает 99,5% капитализации в 2018 году и 98,7% капитализации в 2019 году. Стоит отметить, что получить полностью равенство капитализации нашей выборки и листинга Московской биржи невозможно, так как капитализация листинга Московской биржи учитывает привилегированные акции наравне с обыкновенными. Для расчетов мы используем только обыкновенные акции, считая их приоритетными для компаний. В 2019 году продолжается рост доли КГУ в капитализации до 53.2% (рисунок 1). Капитализация КГУ выросла с 20474 млрд руб. в 2018 году до 25861 млрд руб. в 2019 году, в то время как капитализация всего листинга выросла с 39715 млрд руб. в 2018 году до 48640 млрд руб. в 2019 году.



Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных СПАРК, Блумберг, Московской Биржи и Росстата.

Рисунок 1 – Индекс капитализации компаний с государственным участием (% от капитализации листинга Московской Биржи, ось слева) и общая капитализация листинга Московской Биржи, а также капитализация КГУ (млрд руб., ось справа), 2000-2019 гг.

Рост капитализации КГУ сопровождается небольшим повышением капитализации относительно ВВП с 38,3% в 2018 году до 44,2% в 2019 году (рисунок 2). В целом сохраняется долгосрочный тренд на рост доли КГУ в капитализации, который значительно ускорился в 2014 году.

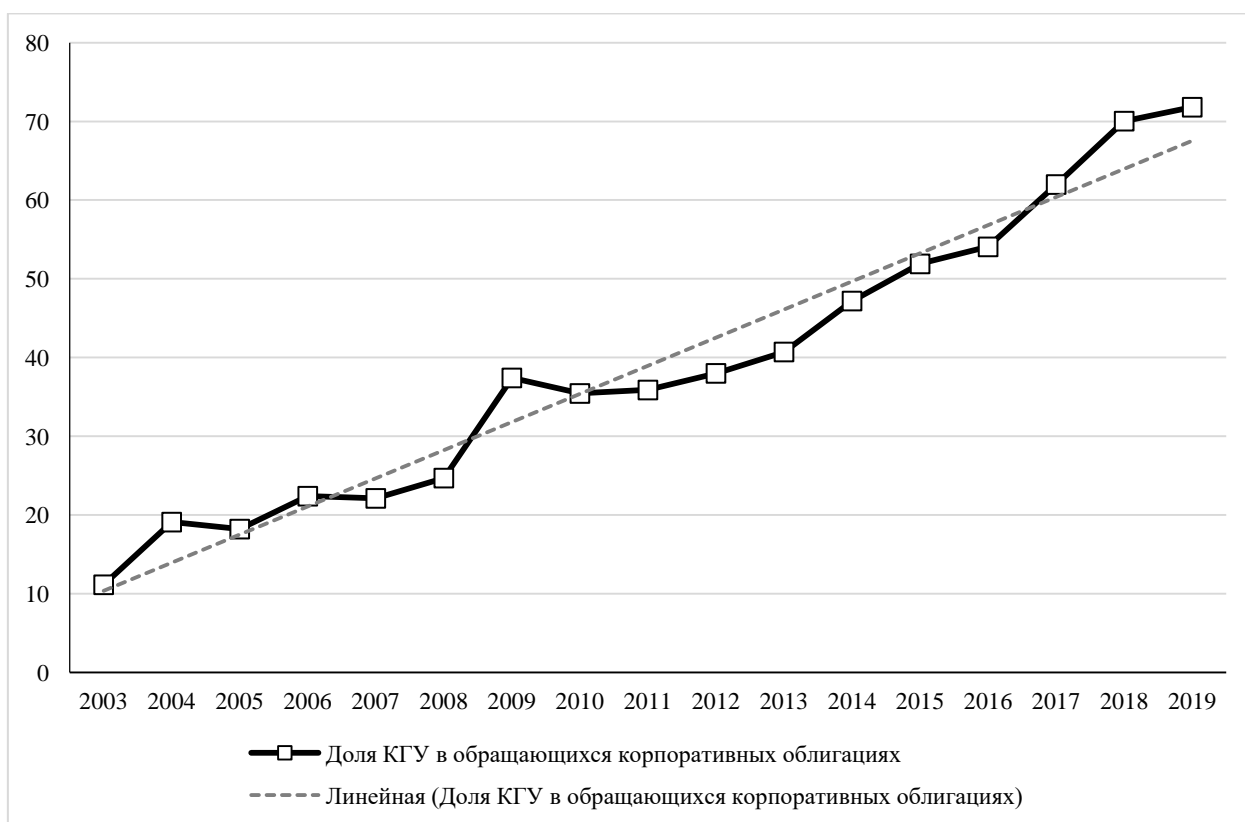


Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных СПАРК, Блумберг, Московской Биржи и Росстата

Рисунок 2 – Индекс капитализации компаний с государственным участием (% от капитализации листинга Московской Биржи, ось слева) и доля общей капитализации в ВВП (% , ось справа), 2000-2018 гг.

В прошлом году в состав индексов индикаторов государственного сектора добавлено участие компаний с государственным участием в общем объеме корпоративных облигаций в обращении на Московской бирже. Мотивы расчета такого показателя схожи с оценкой доли КГУ в капитализации фондового рынка. Расчеты произведены на основе данных портала Sbonds о большинстве корпоративных облигаций за период с 2003 по 2019 гг. Среди всех эмитентов корпоративных облигаций (КО) выделены только те, чья структура собственности проанализирована и раскрыта нами в нашей базе данных. Масштаб участия государства на рынке корпоративных облигаций можно оценить как долю объем корпоративных облигаций КГУ в общем объеме облигаций в обращении по имеющейся выборке выпусков КО. Нами не учитывался рынок валютных облигаций. В выборку вошли только рублевые корпоративные облигации, что может привести к занижению доли КГУ, так как ряд крупнейших КГУ размещают преимущественно еврооблигации, ориентированные на зарубежных инвесторов (например, Газпром). По той же причине мы не используем общие индексы объема рынка корпоративных облигаций, которые, как правило, включают в себя еврооблигации. Это

ограничение можно будет снять в будущем исследованиях путем добавления в выборку еврооблигаций и расширении анализа, однако стоит отметить, что проблема еврооблигаций несколько отлична от оценки внутреннего долгового рынка и требует скорее отдельного индекса и методики расчета. Была проделана значительная работа с данными для сбора информации о структуре собственности как можно большего числа эмитентов корпоративных облигаций. За 17 лет участие компаний с государственным участием быстро росла на рынке корпоративных облигаций с практически линейным трендом (рисунок 3). В 2017 году по нашим оценкам доля КГУ составляла 61% от объема корпоративных облигаций в обращении, к 2018 году доля выросла до 70%, а к 2019 году еще подросла до 72%.



Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных СПАРК, Блумберг, Cbonds.

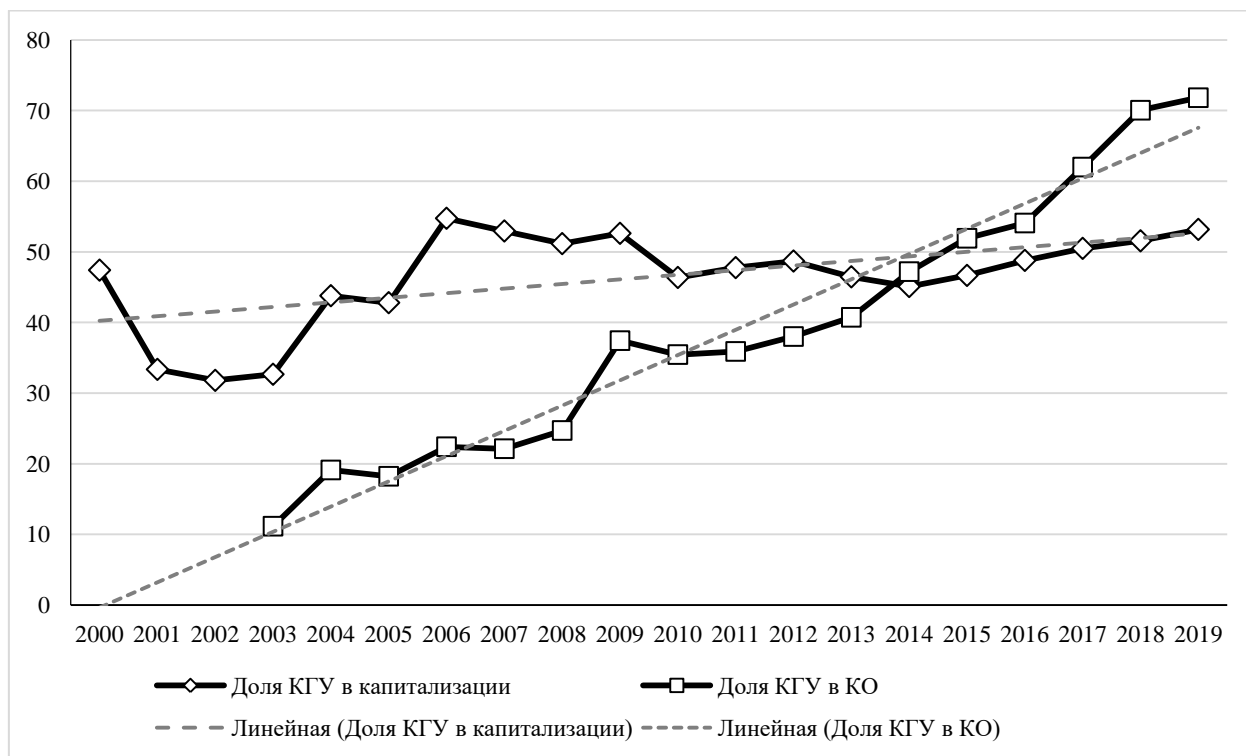
Рисунок 3 – Индекс объема корпоративных облигаций компаний с государственным участием (% от объема КО в обращении), 2003-2019 гг.

Сопоставление двух показателей выше выявляет, что особенностью фондового рынка в России является высокая доля компаний с государственным участием (КГУ)¹ в

¹ Компания с государственным участием (КГУ) - организация, контролируемая государством, выступающим в роли единственного собственника, владельца мажоритарного или существенного миноритарного пакета акций (доли в уставном капитале) в размере не менее 10%.

капитализации акций и стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении². Как показано на рисунке 4, доля КГУ в капитализации в 2019 г. составила 53,2%, что немногим меньше исторического максимума, который наблюдался в 2006 году (54,7%). За 20 лет с 2000 по 2019 гг. динамику показателя доли КГУ в капитализации определяли разнонаправленные процессы: приватизация акций крупных компаний в 2000-х гг., рост присутствия государства в компаниях нефтегазовой отрасли, создание государственных корпораций, преобразование в АО ранее непубличных КГУ. С 2017 г. доля КГУ повышалась по мере перехода в статус государственных компаний банков «Открытие», Промсвязьбанк и Бинбанк, а также компании Магнит.

На рынке долговых бумаг доля КГУ в стоимости находящихся в обращении корпоративных облигаций (КО) росла еще более быстрыми темпами. Если в начале становления рынка корпоративных облигаций в январе 2003 г. доля КГУ составляла лишь 22,2%, то к декабрю 2019 г. она повысилась до 71,8%, что наглядно отражало характер эволюции внутреннего фондового рынка как механизма, поддерживающего преимущественно государственные компании.



Примечание – Источник: расчеты авторов по данным Bloomberg и Cbonds.

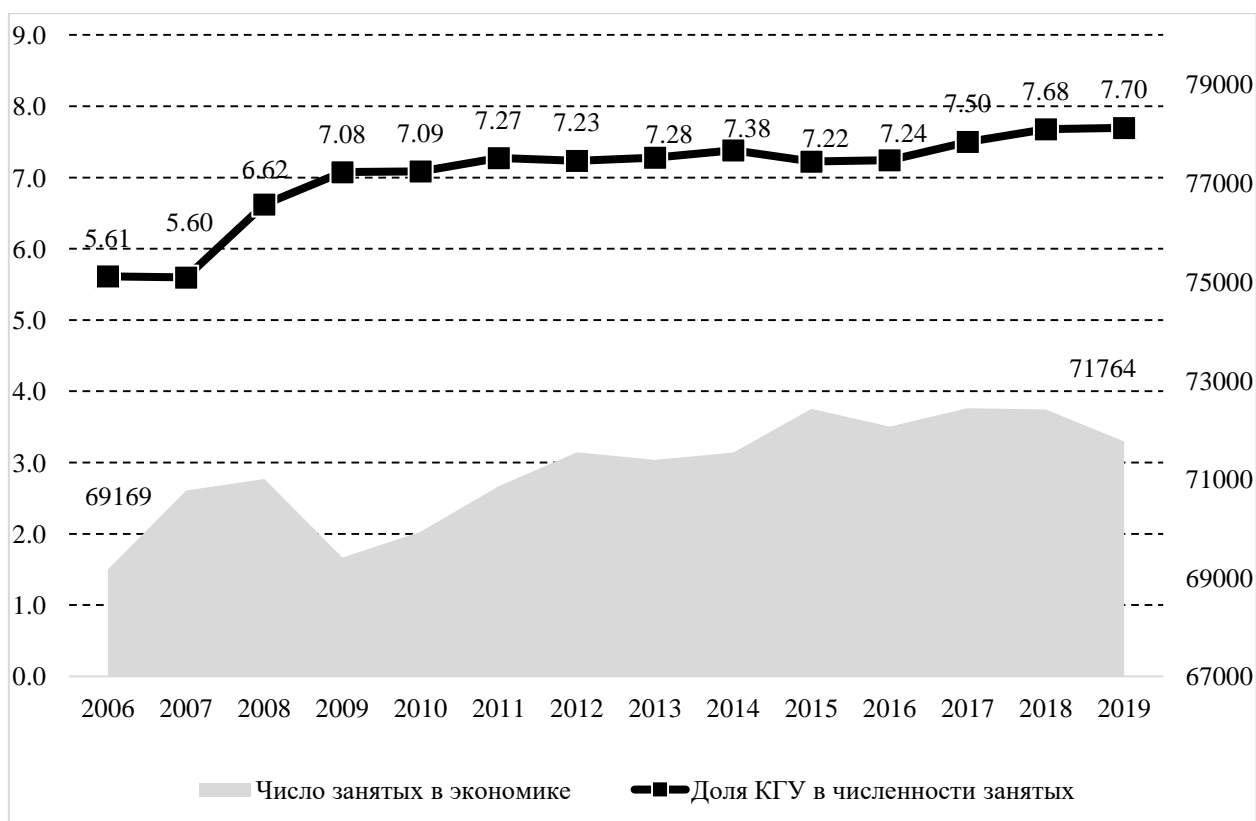
Рисунок 4 – Доля КГУ в капитализации акций и стоимости корпоративных облигаций (КО) в обращении, %, 2000 - 2019 гг.

² Использована представительная выборка крупнейших частных и государственных компаний, по которым доступна публичная финансовая отчетность. В 2018 г. на указанные компании приходилось 98% капитализации акций. Период 2000-2005 гг. рассмотрен на сокращенной выборке крупнейших по выручке компаний из рейтинга Эксперт РА из-за отсутствия информации, а также процессов приватизации и реорганизации компаний в тот период.

Высокая доля КГУ на рынках акций и облигаций, является, скорее, негативной тенденцией. Удерживание государством ключевых позиций в таких сферах как нефтегазовый сектор, банковская деятельность, энергетика и транспорт, снижает рыночные стимулы структурной модернизации экономики. Падение роли частных компаний в капитализации косвенным образом может свидетельствовать об ухудшении инвестиционного климата и условий финансирования их деятельности со стороны банковской системы и других источников средств.

На рынке облигаций долговые обязательства частных компаний оцениваются как более рискованные. Стабильный рост доли КГУ в стоимости корпоративных облигаций показывает, что государственным эмитентам проще строить доверительные отношения с государственными банками, контролируемые государством негосударственными пенсионными фондами (НПФ) и другими инвесторами. Это затрудняет привлечение частными компаниями капитала через эмиссию облигаций, и не позволяет рынку выполнять одну из ключевых функций по реструктуризации экономики и финансированию ускоренного развития частных компаний.

Не изменилась доля компаний с государственным участием в общем количестве занятых в экономике (рисунок 5). Добавление новых компаний не повлияло на результат, так как добавлены достаточно небольшие компании. Примечательно, однако, что даже на фоне падения занятости в 2019 году доля КГУ остается неизменной. В 2017 году доля КГУ в общем числе занятых составила 7,5%, в 2018 году немного выросла до 7,68%, а в 2019 году – до 7,7%. Важное примечание к расчетам заключается в том, что этот индикатор учитывает только занятых в КГУ в корпоративном секторе, не включая бюджетный и не коммерческий секторы.



Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных СПАРК, Блумберг и Росстата, данные по числу занятых в экономике – Росстат.

Рисунок 5 – Индекс численности занятых компаний с государственным участием (% от численности занятых по экономике России) и общая численность занятых (тыс. чел.), 2006-2019 гг.

2 Индекс государственной собственности и его компоненты

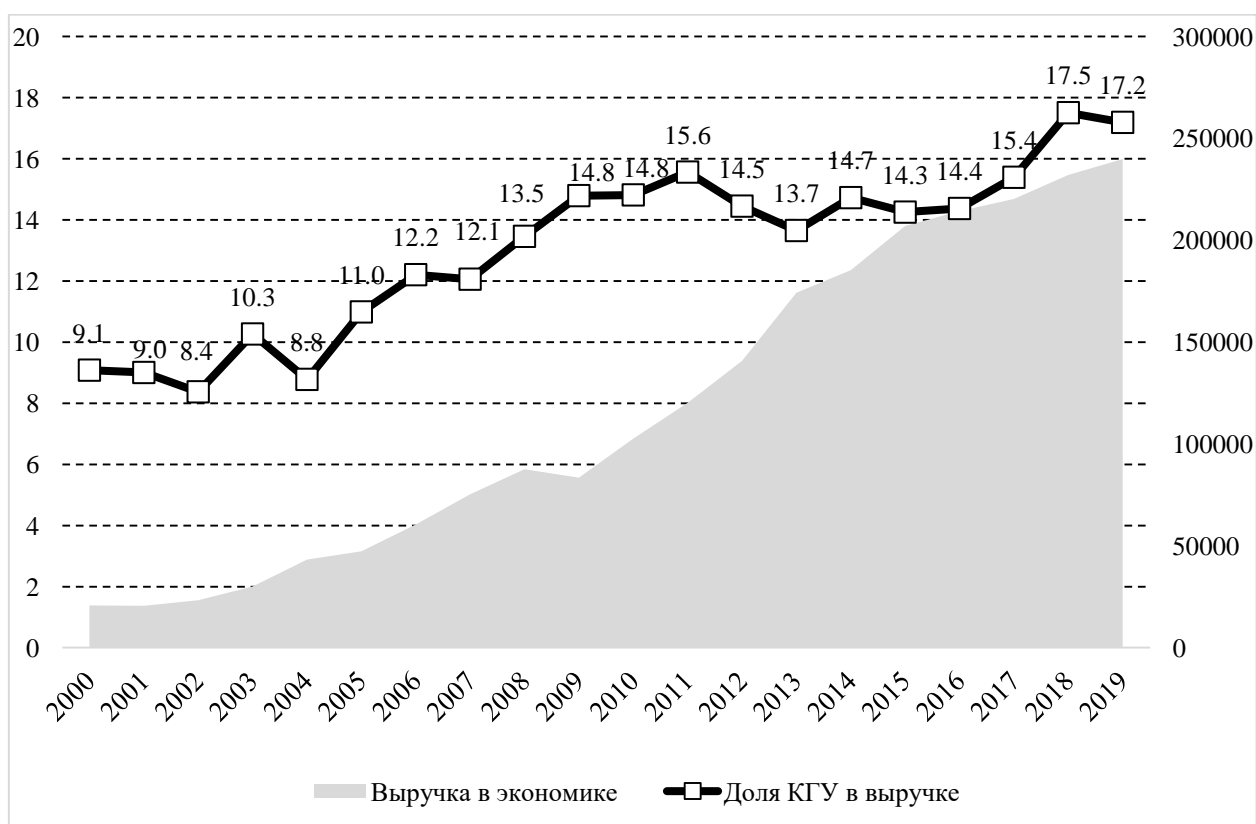
Исторические данные о совокупной выручке в экономике получены из базы данных Росстата, однако из-за значительной задержки публикации этих данных, а также ряда выявленных проблем за 2017, 2018 и 2019 годы используются наши оценочные данные. Расчеты были сделаны на основе агрегирования информации из годовой бухгалтерской отчетности всех компаний, которые подали отчетность в ФНС России и, соответственно, данные о которых содержатся в системе СПАРК-Интерфакс.

С 2000 года по 2005 год оценка проводилась по данным СПАРКа. Далее данные Росстата с 2006 по 2016 гг. Далее Росстат не публиковал данные о совокупной выручке или опубликованные данные были завышены, поэтому они также были рассчитаны на основе данных СПАРК о выручке компаний. Так, скорректированы цифры с 2016 года, так как в базе данных СПАРК и единой базе данных отчетности компаний, предоставляемой в ФНС России и Росстат, обнаружена ошибка в виде некорректных единиц измерения выручки одной из компаний. Вследствие этого произошло ложное

завышение выручки на несколько триллионов рублей. За 2016-2019 гг. выручка пересчитана по более корректной методике.

Согласно данным Спарк-Интерфакс и нашим собственным расчетам, выручку российских компаний по всей экономике можно оценить в 239,9 трлн. руб. в 2019 году. Эти данные являются предварительной оценкой, которую нам необходимо провести из-за большого запаздывания официальных индикаторов.

По нашим оценкам достаточно быстрый рост доли КГУ в выручке, который наблюдался с 2015 года, в 2019 году остановился. Доля КГУ в общей выручке по экономике упала с 17,5% в 2018 году до 17,2% в 2019 году (рисунок 6). Причиной этому стало снижение выручки крупнейших КГУ (например, Газпрома с 8,2 трлн руб. в 2018 году до 7,6 трлн. руб.), а также рост общей выручки в экономике.

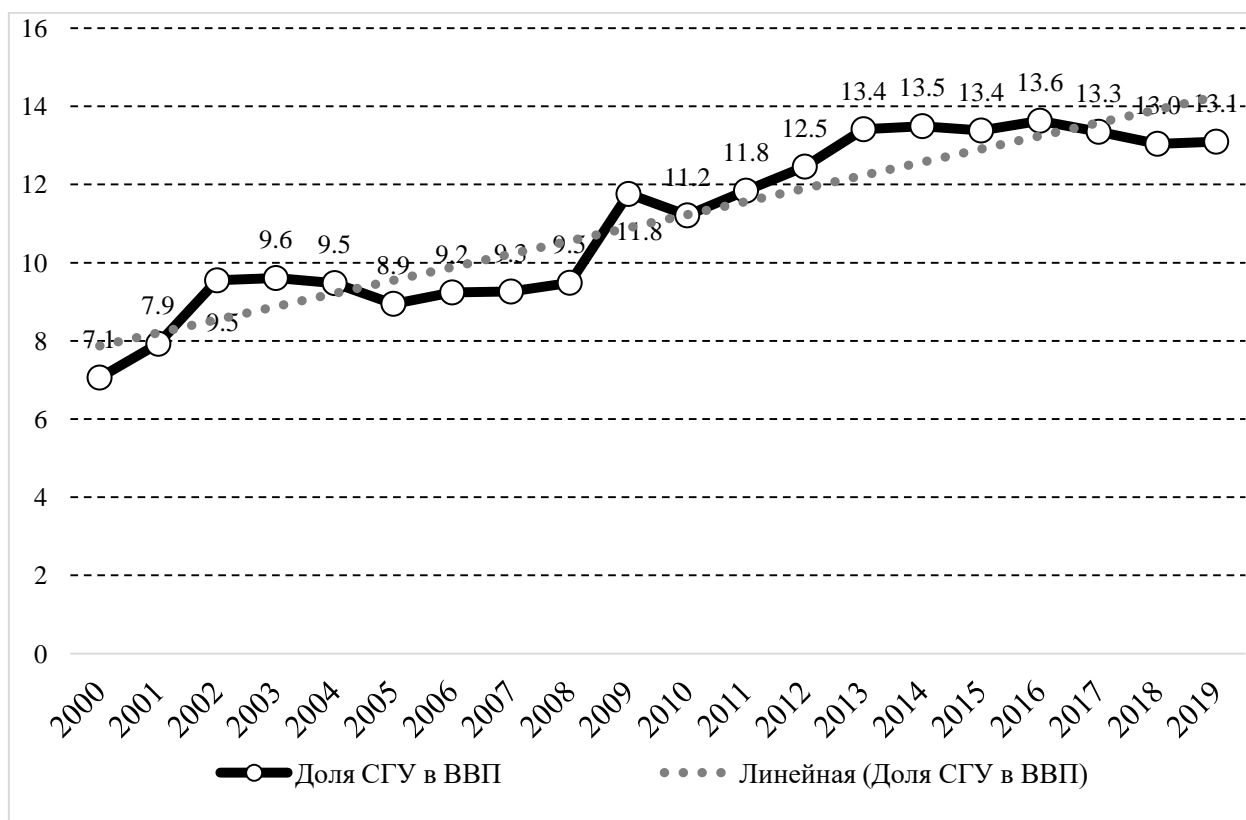


Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных СПАРК, Блумберг и Росстата.

Рисунок 6 – Индекс выручки компаний с государственным участием (% от совокупной выручки по экономике России, ось слева) и общая выручка по экономике (млрд. руб.), 2000-2019 гг.

Оценка сектора государственного управления (СГУ) осложнена уже двухлетней задержкой в публикации официальных данных счета производства этого сектора в национальных статистических сборниках Росстата. Последними опубликованными данными по этому сектору являются данные 2018 года. За 2019 год не опубликован

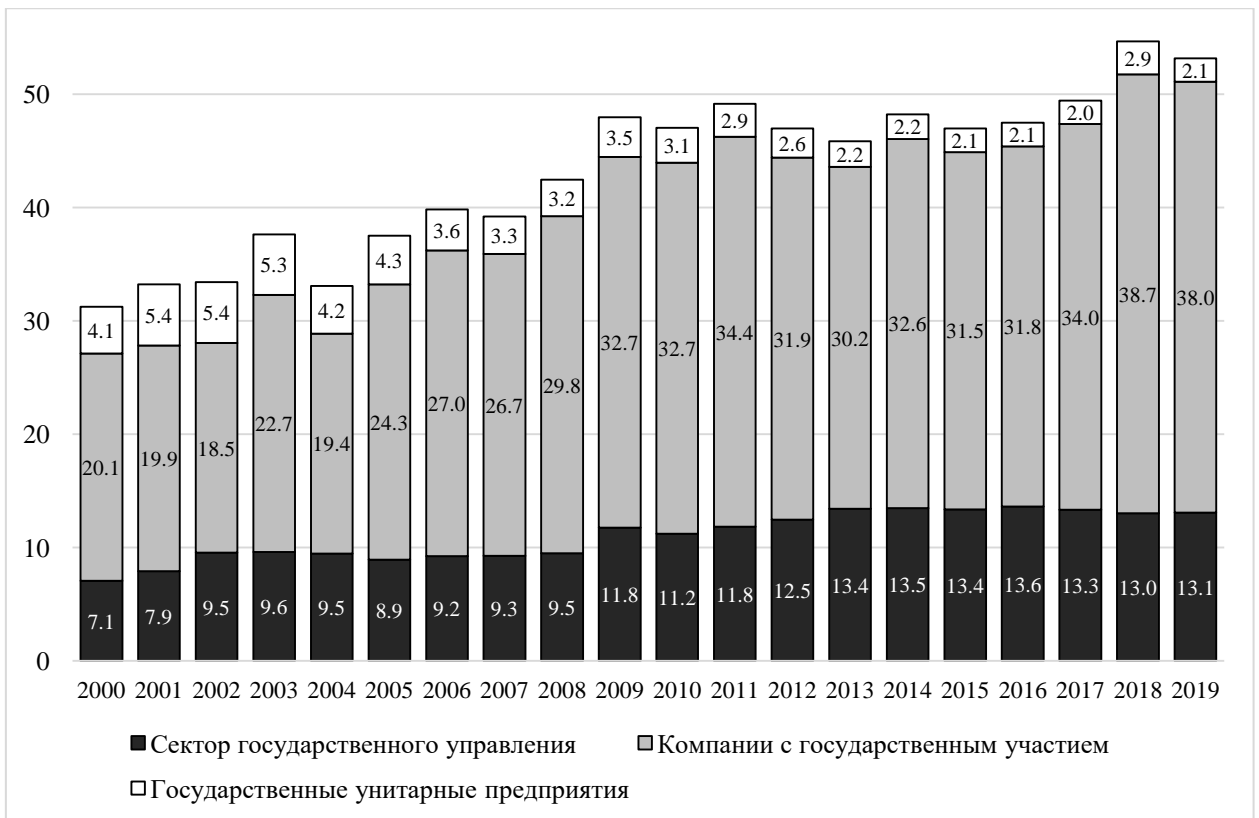
консолидированный счет производства, поэтому мы не можем использовать темпы роста его статей в качестве аппроксимации. Поэтому используется темп роста валовой добавленной стоимости по отраслям экономики, а именно по отрасли государственного управления и обеспечения военной безопасности, что является довольно неточным прокси, но лучшим из доступных. Таким образом, доля добавленной стоимости сектора СГУ по счету производства в ВВП незначительно выросла в 2019 году (рисунок 7) до 13.1% по оценочным данным.



Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных Росстат.

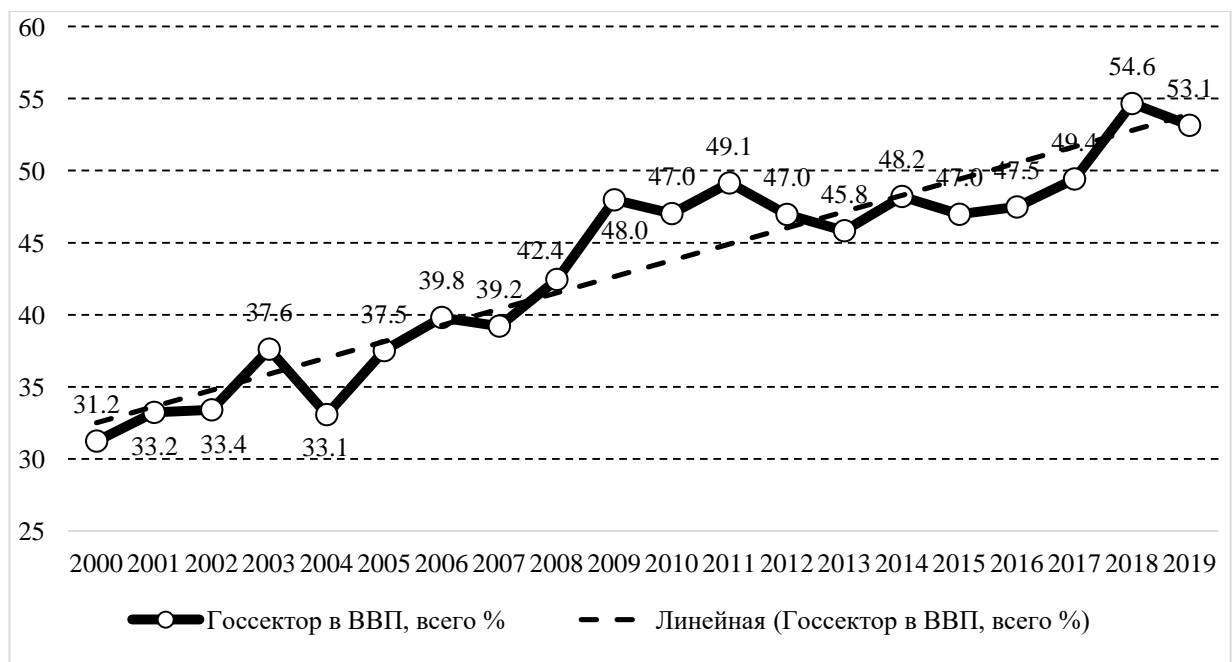
Рисунок 7 – Доля сектора государственного управления (% от ВВП), 2000-2019 гг.

Согласно нашей методике, доля КГУ в выручке пересчитана с использованием фиксированного коэффициента в долю КГУ в ВВП. Вслед за снижением доли КГУ в выручке снизилась и их доля в ВВП до 38% (рисунок 8). Выручка ГУПов и их доля в ВВП, соответственно, упала до 2,1% от ВВП с 2019 году с 2,9% в 2018 году. Доля СГУ осталась практически неизменной. Вследствие этого общая доля государственного сектора в 2019 году упала с 54,6% в 2018 году до 53,1% в 2019 году, оставаясь примерно на линии долгосрочного тренда к росту масштабов государственного сектора (рисунок 9).



Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных Блумберг, Росстат, СПАРК, Сbonds, Московской Биржи.

Рисунок 8 - Компоненты Индекса размера государственного сектора России, 2000-2019 гг. (% от ВВП)



Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных Блумберг, Росстат, СПАРК, Сbonds, Московской Биржи.

Рисунок 9 - Индекс размера государственного сектора России, 2000-2019 гг. (% от ВВП)

3 Влияние доли государства в структуре собственности крупнейших публичных компаний на показатели их деятельности

В рамках данного исследования проведен текущий мониторинг частных компаний и компаний с государственным участием по ключевым критериям оценки результативности корпоративного сектора: рентабельности, дивидендной политики, рыночной оценки и кредитной нагрузки. Выборка компаний, составленная авторами данной работы, состоит из 298 компаний. В основе выборки информация, предоставляемая компаниями для публичного доступа, а именно информация о структуре собственности (использовались ежеквартальные отчеты компаний) и финансовые данные компаний (отчетность МСФО, где это возможно, РСБУ). Информация собрана из различных источников, таких как информационные системы СПАРК, Bloomberg, официальные сайты компаний.

Для проведения анализа компании разделены на четыре категории. Первая категория – частные компании, доля владения государства в которых отсутствует вовсе или составляет менее 10% (обозначение в дальнейшем - Private). Количество частных компаний в выборке – 175. Вторая категория – компании с государственным участием (КГУ), в которых пакет акций размером не менее 10% прямо или косвенно (принадлежит компании управляемой государством) находится в государственной (федеральной, субъектов Российской Федерации), муниципальной собственности или принадлежит государственной корпорации (например государственной корпорации «Ростех»), что соответствует подходу Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР, англ. - OECD) к определению данного типа компаний. В выборку вошли 123 различных КГУ.

КГУ были разделены на подкатегории:

- крупнейшие финансовые КГУ (далее – BigFinSoes);
- крупнейшие нефинансовые КГУ (далее – BigSoes);
- все остальные КГУ (далее – OtherSoes).

При анализе выборки сравнивались группы компаний по различным критериям их финансовой эффективности. Период ограничен 2006-2019 гг., а для краткости сокращенные результаты в текущей работе представлены только в усредненном формате и дополнены данными за 2019 год.

Рассматривались следующие категории и коэффициенты для оценки деятельности компаний:

1. Коэффициенты рентабельности и роста доходов:

- a. Маржа операционной прибыли. Этот коэффициент используется для измерения ценовой стратегии и операционной эффективности компании, измеряется в процентах. Рассчитывается как отношение операционной прибыли (убытка) к чистой прибыли, умноженной на 100;
- b. Рентабельность капитала. Данный коэффициент позволяет измерить прибыльность компании, сравнивая прибыль компании и вложенные акционерами средства, измеряется в процентах. Рассчитывается как отношение чистой прибыли к средней сумме собственного капитала умноженное на сто. Под средним собственным капиталом понимается среднее между начальным и конечным значением размера собственного капитала. Если начальное или конечное значение отрицательное, то рентабельность собственного капитала не рассчитывается.
- c. Рентабельность активов. Это показатель прибыльности компании по отношению к ее активам. Рентабельность активов дает представление о том, насколько руководство компании использует ее активы для получения прибыли. Рассчитывается как отношение чистой прибыли за 12 месяцев к средней сумме активов умноженное на 100, измеряется в процентах.
- d. Доходность свободного денежного потока. Данный коэффициент – один из ключевых параметров при анализе привлекательности компании. Рассчитывается как отношение текущего свободного денежного потока на текущую цену акции умноженного на 100, измеряется в процентах. Чем меньше данный коэффициент, тем менее привлекательна для инвесторов данная компания.
- e. Годовой рост выручки – процентное изменение выручки от продаж при сравнении текущего и предыдущего года. Рассчитывается как $(\text{выручка за текущий год} - \text{выручка за предыдущий год}) * 100 / \text{выручку предыдущего года}$.
- f. Коэффициент устойчивого роста. Это мера того, насколько компания может вырасти без дополнительных займов. Рассчитывается как $\text{рентабельность собственного капитала} * (1 - (\text{коэффициент выплаты дивидендов} / 100))$.

2. Коэффициенты дивидендной политики:

- a. Коэффициент выплаты дивидендов. Коэффициент показывает, какую долю прибыли фирма выплачивает своим акционерам в качестве

дивидендов, в процентах. Рассчитывается коэффициент как отношение выплаченных дивидендов умноженное на 100 к чистой прибыли до вычета налогов и выплаченных дивидендов.

- b. Дивидендная доходность акций. Коэффициент рассчитывается как отношении суммы дивидендов на акцию за предыдущие 12 месяцев к текущей цене акции.
- c. Пятилетний среднегеометрический рост дивидендной доходности.

3. Коэффициенты рыночной оценки

- a. Коэффициент P/E – соотношение цены акций годовой прибыли на акцию. Коэффициент является одним из основных показателей, применяемых для сравнительной оценки инвестиционной привлекательности компаний.
- b. Коэффициент P/B. Рассчитывается как отношение последней цены акций к балансовой стоимости компании
- c. Отношение стоимости компании к ее продажам на конец года. Данный коэффициент дает возможность инвесторам оценить количественно показатель того, как можно оценить компанию на основе данных о ее продажах, учитывая при этом собственный капитал и долговые обязательства компании. Более низкое значение коэффициента указывает на то, что компания более привлекательна для инвестиций, т.к. скорее всего она недооценена. Данный коэффициент не подходит для оценивания финансовых компаний, по этой причине были исключены из сравнения крупные финансовые КГУ.

4. Кредитная нагрузка

- a. Кредитное плечо. Коэффициент показывает отношение общего долга к активам компании.
- b. Отношение чистого долга к EBITDA (прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации). Коэффициент долговой нагрузки компании позволяет оценить способность компании погашать свои долги.
- c. Отношение EBITDA к процентным расходам. Используется для измерения способности компании покрывать свои расходы.
- d. Z-оценка Альтмана. Данная оценка указывает на вероятность объявления банкротства компанией в течение следующих двух лет. Чем выше значение, тем меньше вероятность банкротства. Оценка ниже 1,8 указывает на неизбежность банкротства. Оценка выше 3 говорит о том,

что банкротство маловероятно. Данная оценка доступна только для публичных компаний, т. к. формула оценки включает в себя довольно большое количество переменных. Рассчитывается по формуле: $1,2 * (\text{оборотный капитал} / \text{материальные активы}) + 1,4 * (\text{нераспределенная прибыль} / \text{материальные активы}) + 3,3 * (\text{ЕВIT} / \text{материальные активы}) + 0,6 * (\text{рыночная стоимость капитала} / \text{общие обязательства}) + (\text{продажи} / \text{материальные активы})$. Для крупных финансовых КГУ данный показатель не рассчитывается.

В таблице 1 представлены сводные значения для групп компаний по каждому из рассмотренных коэффициентов на протяжении всего исследуемого периода. Для наглядности по каждой из группы компаний в каждый год найдено медианное значение всех показателей, которое затем было усреднено по всему периоду оценки.

Таблица 1 – Сводная таблица оценки групп компаний за 2006-2019 гг.

Коэффициент	Private	BigSoes	BigFinSoes	OtherSoes
Рентабельность				
Маржа операционной прибыли	11.90	14.87	27.87	7.76
Рентабельность капитала	12.60	11.44	10.52	7.46
Рентабельность активов	4.61	5.45	1.02	2.80
Доходность свободного денежного потока	13.08	12.12	30.25	11.42
Годовой рост выручки	11.70	10.29	11.20	8.98
Устойчивый рост	3.68	5.46	20.05	-1.33
Дивидендная политика				
Выплата дивидендов	15.54	25.51	24.90	12.23
Годовая дивидендная доходность	3.99	3.58	2.34	2.29
5-ти летний геометрический рост дивидендной доходности	21.96	23.10	27.98	-32.89
Рыночная оценка				
P/E	9.87	7.52	15.48	11.67
P/B	1.28	1.07	1.72	0.90
$\frac{\text{Стоимость компании}}{\text{продажи на конец года}}$	1.03	1.20	-	0.94
Кредитная нагрузка				
Кредитное плечо	29.21	23.06	25.53	26.28
$\frac{\text{Чистый долг}}{\text{ЕВITDA}}$	1.60	1.36	-	1.50
$\frac{\text{ЕВITDA}}{\text{процентные расходы}}$	6.13	13.39	-	6.53
Z-оценка Альтмана	2.71	2.27	-	1.81

Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных Блумберг, СПАРК.

Как видно из таблицы 1, при оценках прибыли, дивидендной и рыночной оценке зачастую проигрывают компании из группы небольших КГУ. Группы компаний крупных

КГУ (чаще финансовые компании), за некоторым исключением, оказываются более успешными по сравнению с группой частных компаний.

При кредитной оценке наиболее успешными оказываются компании, относящиеся к группе крупнейших КГУ, а также малые КГУ (за исключением z-оценки Альтмана, указывающей на вероятность банкротства). Частные компании имеют наибольшую кредитную нагрузку.

В таблице 2 представлены сводные значения для групп компаний по каждому из рассмотренных коэффициентов в 2019 году. Как видно из таблицы 2, в 2019 году для оценки прибыли, рыночной и кредитной оценок ситуация не отличается от аналогичных закономерностей, выявленных за четырнадцатилетний период. По дивидендной политике имеются наибольшие отличия: медианный показатель дивидендных выплат частных компаний упал до нуля, в то время как он значительно вырос для всех КГУ. Дивидендная доходность КГУ выросла больше всего, как и 5-летний рост размера дивидендов.

Таблица 2 – Сводная таблица оценки групп компаний за 2019 гг

Коэффициент	Private	BigSoes	BigFinSoes	OtherSoes
Рентабельность				
Маржа операционной прибыли	12.92	13.64	28.19	9.19
Рентабельность капитала	13.81	9.36	14.43	7.43
Рентабельность активов	4.28	5.42	1.01	2.59
Доходность свободного денежного потока	4.2	2.19	8.12	2.46
Годовой рост выручки	9.21	6.15	13.15	5.78
Устойчивый рост	6.02	8.3	14.5	4.66
Дивидендная политика				
Выплата дивидендов	0	44.75	20.66	17.02
Годовая дивидендная доходность	6.43	6.55	6.28	5.53
5-ти летний геометрический рост дивидендной доходности	4.66	22.18	20.93	13.1
Рыночная оценка				
P/E	9.59	8.17	6.09	5.6
P/B	1.27	0.96	1.22	0.47
$\frac{\text{Стоимость компании}}{\text{продажи на конец года}}$	0.97	1.08	-	0.72
Кредитная нагрузка				
Кредитное плечо	32.34	21.83	8.88	24.36
$\frac{\text{Чистый долг}}{EBITDA}$	2.02	1.5	-	1.5
$\frac{EBITDA}{\text{процентные расходы}}$	4.73	10.87	-	7.15
Z-оценка Альтмана	2.52	1.87	-	1.68

Примечание – Источник данных: расчеты авторов на основе данных Блумберг, СПАРК.

Сравнительный анализ показателей по ключевым критериям оценки корпоративного сектора: рентабельности, дивидендной политики, рыночной оценки и

кредитной нагрузки, показал, что частные компании довольно значительно отличаются от компаний с государственным участием, а сами КГУ неоднородны и разделяются на три большие группы. Наиболее выделяются крупнейшие финансовые КГУ: их показатели рентабельности, размером дивидендных выплат, рыночной оценки наиболее высоки среди всех рассмотренных групп публичных российских компаний. Малые нефинансовые КГУ значительно проигрывают малочисленной группе крупнейших КГУ практически по всем показателям и критериям. Наиболее неоднозначно сравнение частных компаний и крупных нефинансовых КГУ. У КГУ наиболее высокие показатели дивидендной политики, как с точки зрения роста и размера дивидендных выплат, так и с точки зрения дивидендной доходности. По показателям рентабельности КГУ проигрывают частным компаниям, как и по рыночной оценке. При этом кредитная нагрузка падает для всех категорий КГУ с 2014 года в то время, как нагрузка частных компаний растет.

Заключение

В настоящем исследовании показаны различные способы и индикаторы измерения государственного сектора в экономике на примере российских компаний, являющихся эмитентами ценных бумаг.

В исследовании показано, что государственный сектор в России растет по целой совокупности различных мер. Вслед за снижением доли КГУ в выручке снизилась и их доля в ВВП до 38%. Выручка ГУПов и их доля в ВВП, соответственно, упала до 2,1% от ВВП с 2019 году с 2,9% в 2018 году. Доля СГУ осталась практически неизменной. Вследствие этого общая доля государственного сектора в 2019 году упала с 54,6% в 2018 году до 53,1% в 2019 году, оставаясь примерно на линии долгосрочного тренда к росту масштабов государственного сектора.

Сравнительный анализ показателей по ключевым критериям оценки корпоративного сектора: рентабельности, дивидендной политики, рыночной оценки и кредитной нагрузки, показал, что частные компании довольно значительно отличаются от компаний с государственным участием, а сами КГУ неоднородны и разделяются на три большие группы. Наиболее выделяются крупнейшие финансовые КГУ: их показатели рентабельности, размером дивидендных выплат, рыночной оценки наиболее высоки среди всех рассмотренных групп публичных российских компаний. Малые нефинансовые КГУ значительно проигрывают малочисленной группе крупнейших КГУ практически по всем показателям и критериям. Наиболее неоднозначно сравнение частных компаний и крупных нефинансовых КГУ. У КГУ наиболее высокие показатели дивидендной политики, как с точки зрения роста и размера дивидендных выплат, так и с точки зрения дивидендной доходности. По показателям рентабельности КГУ проигрывают частным компаниям, как и по рыночной оценке. При этом кредитная нагрузка падает для всех категорий КГУ с 2014 года в то время, как нагрузка частных компаний растет.

По результатам исследования обновлены данные мониторинга ключевых индексов государственного сектора в России, которые используются для целей развития уже работающего в настоящее время публичного ресурса РАНХиГС, администрируемого силами нашей лаборатории (адрес в сети Интернет: <https://ipei.ranepa.ru/ru/kgu>) и в целях стимулирования роста научной активности в данном направлении со стороны студентов различных ВУЗов, научных центров и государственных ведомств.