

---

И.И. Смотрицкая  
Н.Д. Фролова

УПРАВЛЕНИЕ КОМПАНИЯМИ  
С ГОСУДАРСТВЕННЫМ УЧАСТИЕМ:  
ВОПРОСЫ ТЕОРИИ  
И ЭМПИРИЧЕСКИЕ ИЗМЕРЕНИЯ

Москва  
Институт экономики  
2024

Рецензенты:  
д.э.н., проф. А.Е. Городецкий,  
д.э.н. Е.Б. Ленчук

**Смотрецкая И.И., Фролова Н.Д.** Управление компаниями с государственным участием: вопросы теории и эмпирические измерения: Научный доклад – М.: Институт экономики РАН, 2024. – 46 с.

ISBN 978-5-9940-0778-5

**Аннотация.** В докладе исследуются комплекс теоретических и прикладных проблем, связанных с трансформацией роли государства в современной экономике, адаптацией экономической деятельности государства к новым глобальным вызовам. Одно из возможных направлений такой адаптации – развитие рыночных форм экономической деятельности государства, в том числе участие в акционерном капитале компаний. По результатам анализа статистических данных выделены ключевые тренды в управлении российскими компаниями с государственным участием. С применением инструментария эконометрического моделирования исследован потенциал развития института инсайдерской собственности для нивелирования рисков агентского конфликта в компаниях, обоснован вывод о возможности использования института инсайдерской собственности для согласования интересов стейкхолдеров и повышения качества управления компаниями с государственным участием.

**Ключевые слова:** экономическая деятельность государства, компании с государственным участием, государственный акционерный капитал, управление компаниями, агентская проблема, инсайдерская собственность.

**Классификация JEL:** G38, H 82, L33, C 51.

**Smotritskaya I. I., Frolova N.D.** STATE-OWNED COMPANY GOVERNANCE: ISSUES OF THEORY AND EMPIRICAL MEASUREMENTS: Scientific report. – М.: IE RAS, 2024. – 46 с.

The authors examine a number of theoretical and applied problems associated with the transformation of the role of the state in the modern economy, the adaptation of the state's economic activity to new global challenges. One of the possible directions of such adaptation is the development of market forms of the state's economic activity, including participation in the equity of companies. Based on the results of the analysis of statistical data, the main trends in the governance of Russian state-owned enterprises (SOE) are identified. Using the tools of econometric modelling, the potential of the development of insider ownership to reduce the risks of agency conflicts in companies was examined. The conclusion on the possibility of using insider ownership to reconcile the interests of stakeholders and improve the governance quality of SOE was substantiated.

**Key words:** economic activity of the state, state-owned enterprises, SOE, state equity, company governance, agency problem, insider ownership.

**JEL Classification:** G38, H 82, L33, C 51.

© Смотрецкая И.И., Фролова Н.Д., 2024  
© Институт экономики РАН, 2024  
© Валериус В.Е., дизайн, 2007

## ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение .....	4
Глава I. К вопросу развития экономической деятельности государства .....	6
Глава II. Компании с государственным участием в российской экономике.....	11
Глава III. Агентская проблема в компаниях с госучастием ..	20
Глава IV. Инсайдерская собственность как инструмент решения агентской проблемы.....	24
Глава V. Влияние инсайдерской собственности на эффективность деятельности компаний .....	30
Заключение.....	37
Литература .....	39

## Введение

Современные аспекты трансформации места и полномочий государства в экономике нашли отражение в развитии новых концептуальных подходов к пониманию государства и его функций, построению экономической теории государства, модели государственного управления. В контексте возрастания экономической роли государства происходит ренессанс понятия «государственный капитализм», теоретические границы и содержательное наполнение которого в настоящее время выступают предметом острых дискуссий и требуют отдельного углубленного научного исследования (*Wright et al, 2021, The Oxford Handbook...*, 2022; *Musacchio, Lazzarini, 2014; Kim, 2022; и др.*).

Несмотря на то что в ряде публикаций термин «государственный капитализм» называют «зонтичным термином», потому что он слишком широк (*Журавлев, Мамвеев, 2022а, 2022б*), можно выделить круг рассматриваемых проблем, связанных с «прикладным» аспектом деятельности государства как субъекта экономических отношений, в том числе эффективностью компаний с государственным участием; развитием рыночных форм деятельности; управлением государственным акционерным капиталом. В данном контексте государство оказывает воздействие на рынки с помощью формализованных институтов, таких как собственность, и неформальных — посредством политического влияния (*Wright et al, 2021*).

В этой связи большой пласт российских и зарубежных исследований посвящен государственным компаниям и компаниям с государственным участием, сочетающим экономическую деятельность, обусловленную положением на рынке, с неэкономическими функциями, определяемыми государственным собственником, что предопределяет институциональные особенности формируемой модели управления.

В нашей стране, как и в ряде крупнейших экономик БРИКС (Китай, Индия, Бразилия), компании с государственным

участием играют доминирующую роль, поэтому поиск возможных инструментов для повышения эффективности модели управления рассматривается в качестве необходимого условия для реализации стратегических целей развития.

В настоящем исследовании авторы воспользовались идеями агентской теории для изучения сложившейся модели управления российскими компаниями с государственным участием. Агентская теория фокусируется на проблемах, связанных с конфликтом интересов акционеров компании (принципалов) и менеджеров (агентов), разделением собственности и контроля, что характерно для указанных компаний. Цель работы заключается в определении возможности использования института инсайдерской собственности для нивелирования возникающего конфликта с учетом существующей тенденции к концентрации акционерного капитала. Проведенное исследование базируется на официальной статистике и анализе собранных данных о структуре акционерного капитала с сайтов крупнейших российских публичных компаний.

Представленный научный доклад подготовлен в рамках выполнения темы государственного задания «Трансформация и развитие институтов государственного управления в новых социально-экономических условиях» (регистрационный номер НИОКТР - 124020100125-4).

## К вопросу развития экономической деятельности государства

Экономическая роль, которую государство должно играть в рыночной экономике, является одним из наиболее постоянных дискуссионных вопросов экономической теории. Как отмечает Дж. Ю. Стиглиц в фундаментальной работе «Экономика государственного сектора»: «Расхождение во взглядах на роль государства, которое возникло за последние пятьдесят лет, часто имело место также и в прошлом» (Стиглиц, 1997, С. 15). Обобщение и анализ статистических наблюдений по разным странам в течение длительного периода показывает, что роль государства в экономике меняется. При всех национальных и социокультурных различиях стран наблюдается общая тенденция к росту государственного участия в экономике. Если сто лет назад отношение всех государственных расходов к ВВП (величина «государственной квоты» в экономике) составляла в странах 5–7%, то сегодня от 40 до 60% (Экономическая теория государства..., 2020, С.9). В настоящее время данная тема приобрела особую актуальность вследствие глобальных геополитических и технологических вызовов, нарастающих кризисных явлений социально-экономического характера, что создает предпосылки для государственного вмешательства. Как отмечает К. Перес, современный кризис требует мер «не менее решительных и творческих, чем политика социального государства и Бреттон - Вудское соглашение, но при этом он завязан на потребность устойчивого глобального развития, общее направление которого задается современным информационным обществом» (Маццукато, 2023, С.18).

В данном дискурсе роль государства не может ограничиваться вмешательством в макроэкономику только в качестве «регулятора» или пассивного спонсора исследований и разработок, государство должно выступать как предприниматель, формирующий рынок и готовый идти на риск. (Маццукато, 2023,

С.15). То есть изменение роли государства предполагает, что его экономическая деятельность адаптируется к новым вызовам, она должна эволюционировать, приспособиться к рыночной среде и одновременно влиять на эту среду. (Танци, 2018). Одним из возможных направлений такой «адаптации» является развитие рыночных форм экономической деятельности государства, в том числе посредством участия в акционерном капитале компаний.

Однако целесообразность и эффективность деятельности государства в качестве акционера - собственника является чрезвычайно дискуссионной темой. Одна из наиболее распространенных позиций заключается в присущей государству как собственнику неэффективности, так как формируемая им модель управления не может обеспечить надлежащего уровня контроля менеджмента, поскольку классическая агентская проблема «принципал-агент» усугубляется сложностью «механизмов мониторинга результатов контроля» (Абрамов и др., 2017).

Данную позицию подтверждают и результаты эконометрических исследований. Так, на основании выявленной обратной зависимости производительности труда от участия государства в капитале компаний обоснован вывод о неэффективности государства как собственника. (Ружанская и др., 2009). В то же время авторы публикации отмечают, что присутствие государства как акционера способствует повышению защиты прав собственности частных инвесторов, повышает устойчивость и конкурентоспособность компании на рынке капитала.

В свою очередь, результаты ряда комплексных исследований позволяют сделать вывод о возможности положительного влияния государственной акционерной собственности на деятельность компаний. Например, в работе (Tian, Estrin, 2008) авторы демонстрируют разнонаправленность влияния государства на стоимость компании. По результатам эконометрического анализа они обнаружили U-образную зависимость стоимости компании от доли участия государства в акционерном капитале исследуемых компаний. Полученный результат свидетельствует о том, что до достижения определенного порога государственно-го участия стоимость компании обратно пропорциональна доле

государственной собственности в капитале, однако при превышении выделенного исследователями критического значения направление влияния меняется на противоположное.

Зеркальные результаты получены в исследовании (Jun, 2008): зависимость, обнаруженная автором, имеет форму перевернутой U-образной кривой, т.е. при малых долях государственной собственности ее увеличение позитивно влияет на эффективность деятельности компании, такой эффект интерпретирован как феномен «руки помощи». Однако когда государство становится держателем контрольного пакета акций, дальнейший рост государственного участия приводит к снижению эффективности деятельности компании, данный эффект получил название «влияние хватательной руки».

Положительное влияние государственного участия в акционерном капитале на показатели рентабельности активов подтверждают и результаты анализа финансово-экономической деятельности 146 производственных компаний, зарегистрированных на Пакистанской фондовой бирже, за период 2003–2012 гг. (Din et all, 2021).

Для темы настоящего доклада особое значение имеет концептуальное положение академика В.М. Полтеровича о возможности эффективности компаний с государственным участием не только как самостоятельных экономических агентов, но и как «инструментов государственной социальной и промышленной политики» (Полтерович, 2013). В фундаментальном исследовании (Полтерович, 2012) представлен масштабный обзор эмпирических работ, посвященных сравнительному анализу эффективности государственных и частных предприятий, а также оценка результатов приватизации в развитых и развивающихся странах. Обоснован вывод, что решающим фактором для повышения эффективности предприятий и обеспечения экономического роста является не форма собственности, а качество институциональной среды. Виктор Меерович отмечает, что госпредприятия, обладая длинным горизонтом планирования и преимуществом в фондировании, в определенной мере могут выполнять роль институтов развития, поддерживая внедрение инновационных решений для модернизации экономики.



Отметим, что роль государственного инновационного предпринимательства как ведущую в обеспечении экономического роста рассматривает в своей книге и М. Маццукато (*Маццукато, 2023*). По ее мнению, «предпринимательское государство» действует там, где частный сектор в силу недостаточной рентабельности и высоких рисков действовать не может. При этом достигнутые государством результаты должны становиться достоянием широкого круга экономических агентов и коррелироваться со стратегическими задачами государства по стимулированию экономического развития. Однако, указанный подход не всегда позволяет обеспечить достижение экономической эффективности компаний с государственным участием. Данное противоречие, обусловленное дуализмом интересов государства как акционера, было ранее рассмотрено авторами настоящего доклада в работе (*Смотрицкая, Фролова, 2023а, С. 12*).

Острые дискуссии вокруг рыночных форм экономической деятельности государства разворачиваются в рамках концепции *нового государственного капитализма* (*Musacchio, Lazzarini, 2014; Wright et al, 2021; Смотрицкая, Фролова, 2024*). Несмотря на широкое распространение указанного понятия в современной экономической литературе, консенсус относительно его интерпретации и содержательного наполнения аналитической полезности не достигнут (*Alami, Dixon, 2020*). Так, в работе (*Wright et al, 2021*) под государственным капитализмом понимается экономическая система, в которой государство использует различные инструменты для активного вмешательства в экономическое производство и функционирование рынков. В качестве инструментов государственного вмешательства авторы рассматривают государственную собственность, систему общественных закупок, субсидии и государственные инвестиции, формальные и неформальные координационные механизмы. Приоритеты и задачи государственного вмешательства в экономику определяются стратегическими политическими целями государства, а также его экономическими возможностями. Но государственный капитализм не тождествен централизованному административным режимам управления экономикой.

В исследовании К. Ким, посвященном анализу признаков государственного капитализма в странах с развитой экономикой (Kim, 2022), представлен обзор научной литературы, посвященной проблемам деятельности государственных предприятий (Bruton et al, 2015; Cuervo-Cazurra et al, 2014; Dolfsma, Grosman, 2019; Musacchio, Lazzarini, 2014). К. Ким рассматривает понятие «государственный капитализм» сквозь призму государственной собственности и предлагает следующее определение: «разновидность капиталистической экономической системы, в которую правительства инвестируют свой собственный капитал для получения экономических выгод» (Kim, 2022, С. 288). В соответствии с данным определением масштаб «государственного капитализма» определяется величиной государственных инвестиций, при этом государственное участие в капитале компаний рассматривается как форма государственных инвестиций.

В рамках концепции «нового государственного капитализма» государственная акционерная собственность рассматривается и как инструмент реализации экономической политики страны на международных рынках (Apeldoorn, Graaff, 2022). Однако цели зарубежной экспансии компаний с государственным участием могут существенно различаться: они подчинены стратегическим задачам развития страны или бизнес-интересам компаний. Компании с государственным участием в акционерном капитале, сочетающие выполнение задач национальной политики с собственными экономическими интересами, а также интересами частных инвесторов рассматриваются как «гибридные организации» (Alami, Dixon, 2020; Bruton et al, 2015; Musacchio, Lazzarini, 2014). Под «гибридностью» компаний понимается совмещение в стратегии их деятельности политических и экономических целей, что требует достижения баланса «сил и влияния между публичными и частными акторами» (Sperber, 2019, с. 116).

Возрастающее значение «рыночных форм» экономической деятельности государства обуславливает исследовательский интерес к российским компаниями с государственным участием, поиск новых подходов и инструментов повышения эффективности сложившейся модели управления.

## Компании с государственным участием в российской экономике

На современном этапе тенденция к возрастанию роли государства, в том числе за счет увеличения масштабов государственной собственности, характерна для всей мировой экономики. Например, доля компаний с государственным участием в выручке и совокупных активах топ-500 мировых компаний, входящих в рейтинг Global Fortune, за пять лет (с 2015 по 2020 г.) увеличилась более чем в 3 раза. При этом текущие данные о компаниях с государственным участием неоднозначны с точки зрения их методологической обоснованности вследствие отсутствия общепринятого содержательного определения данного понятия<sup>1</sup>.

Отметим, что понятие «компания с государственным участием» не имеет единой трактовки и в российской экономической и правовой литературе. В этой связи авторы базируются на определении, обоснованном ранее в научных исследованиях ИЭ РАН. Под компаниями с государственным участием мы понимаем «коммерческие организации, созданные в организационно-правовых формах акционерного общества и общества с ограниченной ответственностью, акционером (участником) которых выступает Российская Федерация и (или) субъект Федерации» (Яковлев, 2019, с. 7).

В соответствии с российским законодательством следует выделить публичные акционерные общества (ПАО) и непубличные (АО). Согласно ст. 66. 3 Гражданского Кодекса РФ<sup>2</sup> публичным является акционерное общество, акции и ценные бумаги которого, конвертируемые в его акции, публично размещаются

- 
1. О роли компаний с государственным участием в мировой экономике см. (Фролова, 2024).
  2. «Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая)» от 30.11.1994 № 51-ФЗ (ред. от 08.08.2024, с изм. от 31.10.2024) URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/b23786a5f489c53fbf3cbe5586f973a7ab876c0/?ysclid=m34arrkvi6865861233](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/b23786a5f489c53fbf3cbe5586f973a7ab876c0/?ysclid=m34arrkvi6865861233) (дата обращения: 05.11.2024).

(путем открытой подписки) или публично обращаются на условиях, установленных законодательством о ценных бумагах. В свою очередь, непубличные – это АО, акции которого распределяются только среди учредителей или заранее определённого круга лиц<sup>3</sup>.

Обобщение и анализ официальных статистических данных о акционерных обществах и обществах с ограниченной ответственностью, находящихся в государственной собственности в период 2016 – 2023 гг. (см. рис. 1), позволили выделить следующие основные тренды.

Во-первых, наблюдается снижение общего количества компаний с государственным участием – в целом оно сократилось на треть (32%): с 3 532 ед. на конец 2016 г. до 2416 ед. на конец 2023 г. Отметим, что произошло существенное сокращение публичных акционерных обществ – их количество уменьшилось на 79% (с 1 777 ед. на конец 2016 г. до 372 ед. на конец 2023 г.).



Рис. 1. Компании с государственным участием, единицы\*

Источник: составлено авторами по данным Росстат<sup>4</sup>.

**Примечание.** \* Данные приведены по итогам года (состоянию на 1 января года, следующего за указанным) без учета статистической информации по Донецкой Народной Республике (ДНР), Луганской Народной Республике (ЛНР), Запорожской и Херсонской областям.

3. В соответствии с п. 2 ст. 7 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ (ред. от 08.08.2024) «Об акционерных обществах» ключевое отличие публичного акционерного общества от непубличного в праве проводить размещение акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в его акции, посредством открытой подписки.
4. Количество хозяйствующих субъектов, относящихся к государственной собственности, по данным государственной регистрации с 2017 г./ Единая межведомственная информационно-статистическая система URL: ЕМИСС (fedstat.ru) (Дата обращения: 05.06.2024).

В то же время растет количество непубличных акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью (соответственно на 25% и 3%), что является следствием реализации планов по реорганизации и приватизации государственного имущества. В частности, происходила реорганизация государственных унитарных предприятий в форму акционерных обществ или обществ с ограниченной ответственностью<sup>5</sup>, за рассматриваемый период число унитарных сократилось на 67 %.

Во-вторых, для экономической деятельности государства, наряду с количеством компаний, существенное значение имеет масштаб государственного участия в акционерном капитале. Диаграммы, представленные на рис. 2, свидетельствуют о росте (в стоимостном выражении) участия государства в капитале акционерных обществ.

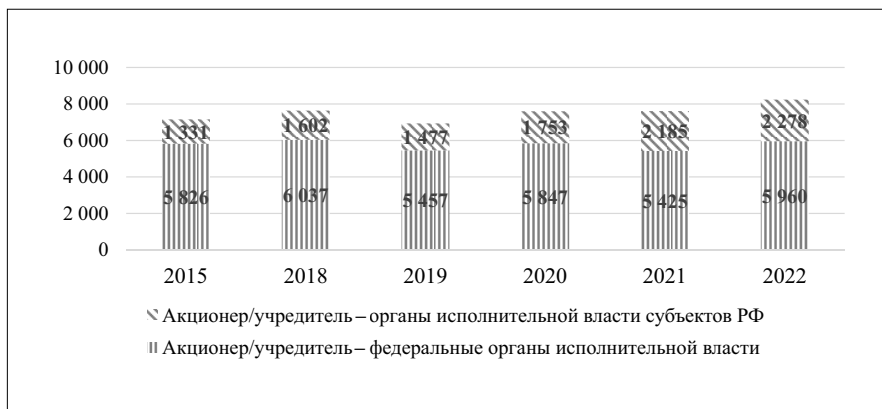


Рис. 2. Уставный капитал (фонд) в государственной собственности, млрд рублей

Источник: составлено авторами по данным Росстат (Инвестиции в России, 2023, с. 133).

В целом в период 2015–2022 гг. рост (в стоимостном выражении) участия государства в капитале акционерных обществ составил 15% (с 7 157 млрд рублей в 2015 г. до 8 238 млрд в 2022 г.). Следует учитывать, что представленные официальные статистические данные отражают прямое государственное участие государства в предпринимательском капитале, доля государ-

5. В случае если балансовая стоимость активов приватизируемого объекта составляет менее 100 000 рублей, но не менее минимального допустимого размера уставного капитала ООО.

ства с учетом косвенного государственного участия в официальных статистических данных не отражается. По оценке председателя Совета по финансово-промышленной и инвестиционной политике Торгово-промышленной палаты Российской Федерации РФ В.А. Гамзы, более половины активов экономических субъектов в экономике России, т.е. более 230 трлн рублей, принадлежит государству<sup>6</sup>.

Рассмотрим подробнее, как распределяется государственный акционерный капитал по компаниям с различной организационно - правовой формой (табл. 1).

Таблица 1. Распределение государственного уставного (акционерного) капитала по компаниям, в процентах

Форма компаний	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Публичные акционерные общества	58,0	53,8	58,2	56,4	50,9	10,0
Непубличные акционерные общества	41,7	45,6	40,7	42,3	47,4	88,1
Общества с ограниченной ответственностью	0,3	0,6	1,1	1,3	1,7	1,9

Источник: составлено авторами по данным Росстат<sup>7</sup>:

Представленные статистические данные (табл.1) свидетельствуют о том, что в 2022 г. произошло существенное перераспределение капитала между публичными и непубличными акционерными обществами, что, в частности, является следствием рассмотренного ранее тренда уменьшения количества ПАО и роста АО.

В настоящее время государство является крупнейшим акционером на российском фондовом рынке. В рамках соглашения о сотрудничестве, заключенного с Росимуществом, Московская биржа на регулярной основе осуществляет расчет индекса акций компаний с государственным участием (МОЕХ SCI) и индекса акций компаний с регулируемой деятельностью (МОЕХ RCI). Критерием для включения компаний в базу расчета индексов являются:

6. Точечная приватизация / Монокль, 25 ноября 2024. URL: <https://monocle.ru/2024/11/25/privatizatsiya-prodolzhayetsya/> (дата обращения: 03.12.2024).

7. Уставный капитал (фонд) с 2017 г. / ЕМИСС. URL: [ЕМИСС \(fedstat.ru\)](https://fedstat.ru) дата обращения: (07.06.2024).

- рекомендации Росимущества и Минэкономразвития;
- для индекса MOEX SCI – наличие компании в специальном перечне Правительства 91-р<sup>8</sup>;
- для индекса MOEX RCI – наличие компании в реестре субъектов естественных монополий Федеральной антимонопольной службы<sup>9</sup>.

Компании, на текущий момент включенные в базу для расчета индексов MOEX SCI и MOEX RCI, представлены в табл. 2. Индексы отражают динамику рыночной стоимости компаний и используются в качестве одного из показателей, по которым Росимущество оценивает эффективность деятельности данных компаний.

Таблица 2. База расчета индексов акций государственного сектора

Наименование индекса	MOEX SCI – Индекс акций компаний с государственным участием	MOEX RCI – индекс акций компаний с регулируемой деятельностью
Наименование эмитентов, данные по которым используются для расчета индекса	ПАО «НК «Роснефть», ПАО Сбербанк, ОАО «Газпром нефть», ПАО «Газпром», ПАО «Татнефть» имени В.Д. Шашина», ПАО «ОАК», Банк ВТБ (ПАО), АК «АЛРОСА» (ПАО), ПАО «Интер РАО», ПАО «РусГидро», ПАО «ФСК - Россети», ПАО «Транснефть», ПАО «Ростелеком», ПАО «НМТП», ПАО «Аэрофлот»	ПАО «ФСК - Россети», ПАО «Транснефть», ПАО «Ростелеком», ПАО «НМТП», ПАО «Ленэнерго», ПАО «Россети Сибирь», ПАО «МОЭСК», ПАО «Россети Северный Кавказ», ПАО «Россети Центр и Приволжье», ПАО «Россети Урал», ПАО «Россети Центр», ПАО «Таттелеком», ПАО «Россети Волга», ПАО «Россети Юг», ПАО «Россети Северо-Запад», ПАО «Томская распределительная компания».

Источник: составлено авторами по данным МосБиржи<sup>10</sup>.

8. Распоряжение Правительства РФ от 23.01.2003 № 91-р (ред. от 09.08.2024) «О перечне акционерных обществ, в отношении которых определение позиции акционера – Российской Федерации осуществляется Правительством Российской Федерации, Председателем Правительства Российской Федерации или по его поручению Заместителем Председателя Правительства Российской Федерации» URL: <http://pravo.gov.ru/proxy/ips/?searchres=&bpas=cd00000&intelsearch=%D0%E0%F1%EF%EE%F0%FF%E6%E5%ED%E8%E5+%CF%F0%E0%E2%E8%F2%E5%EB%FC%F1%F2%E2%E0+%D0%D4+%EE%F2+23.01.2003+N+91-%F0+%28&sort=-1> (дата обращения: 06.11.2024).
9. Реестр субъектов естественных монополий на 01.07.2023 / ФАС России. URL: <https://fas.gov.ru/documents/689073?ysclid=m35i2pg97y589954810> (дата обращения: 06.11.2024).
10. Индексы акций государственного сектора / Московская Биржа. URL: Индексы акций государственного сектора — Московская Биржа | Индексы (moex.com) (дата обращения: 06.06.2024).

Динамика указанных индексов в период с 2011 до 2023 г. представлена на графике рис. 3.

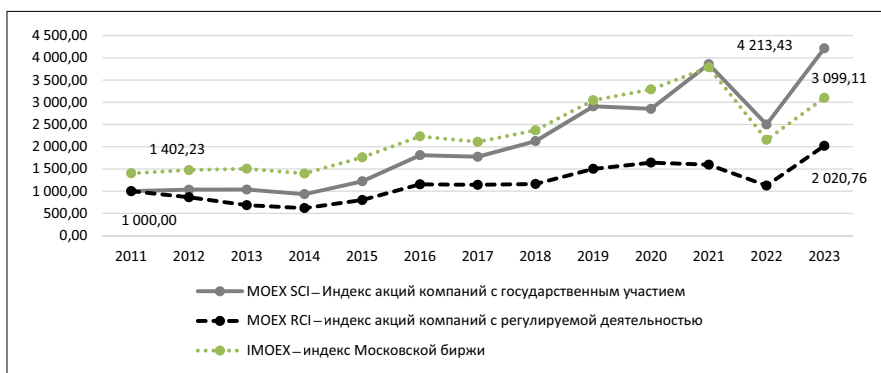


Рис. 3. Динамика индексов акций государственного сектора

Источник: составлено авторами по данным МосБиржи<sup>11</sup>.

Как следует из данных, представленных на рис. 3, в целом прирост индекса MOEX SCI (за период 2011–2023 гг.) составил 321%, а MOEX RCI – 102%. При этом прирост индекса Московской биржи IMOEX, используемого в качестве бенчмаркинга, за аналогичный период составил 121%. То есть прирост стоимости акций компаний, включенных в базу расчета индекса MOEX SCI, существенно выше среднерыночного, а компаний, включенных в базу расчета индекса MOEX RCI, несколько ниже среднерыночного. В прошедшем (2023 г.) прирост индексов MOEX SCI и MOEX RCI за год превышал прирост индекса IMOEX соответственно на 25% и 36%.

Существенную долю в индексе акций компаний с государственным участием (MOEX SCI) составляют наиболее значительные по капитализации компании российского фондового рынка, такие как Сбербанк, Газпром, Роснефть и т.д. Совокупная капитализация компаний, включенных в базу расчета индексов MOEX SCI и MOEX RCI, по итогам I квартала 2024 г. составила 42,5% совокупной капитализации российского рынка акций. При этом они составляют лишь 17% от общего числа компаний, акции которых обращаются на Московской фондовой бирже.

11. Индексы акций государственного сектора / Московская Биржа. URL: Индексы акций государственного сектора — Московская Биржа | Индексы (moex.com) (дата обращения: 06.06.2024).



Проведенный анализ позволяет сделать вывод, что при общей тенденции к сокращению числа компаний с государственным участием, не происходит снижения экономической активности государства. Более того, наблюдается тренд к возвращению стратегически важных объектов в государственную собственность. Так, в марте 2024 г. РФ стала владельцем 100%-ного уставного капитала АО «Челябинский электрометаллургический комбинат» (ЧЭМК), АО «Серовский завод ферросплавов» и АО «Кузнецкие ферросплавы»<sup>12</sup>. В текущем году принято решение о присоединении КЦТЛ к АО «Объединенная судостроительная компания» (ОСК)<sup>13</sup> и передаче в государственную собственность активов группы компаний «Макфа»<sup>14</sup>. В государственную собственность по решению суда переданы акции Ивановского завода тяжелого станкостроения (ИЗТС)<sup>15</sup>, агроконцерна «Покровский»<sup>16</sup>, ПАО «Ростовский оптико-механический завод» (РОМЗ)<sup>17</sup> и ряда других хозяйственных обществ<sup>18</sup>. Ранее, в 2023 г., были конфискованы в пользу государства акции АО «Коммерческий центр, транспорт и лес» (КЦТЛ)<sup>19</sup>.

В настоящее время доходы от дивидендов составляют основную часть поступлений в бюджет от управления федеральным имуществом. По итогам 2022 г. доходы бюджета в виде дивидендов по акциям компаний, принадлежащим Российской Федерации

- 
12. РФ стала владельцем базового предприятия группы ЧЭМК / ИНТЕРФАКС, 14.03.2024. URL: <https://www.interfax.ru/business/950332> (дата обращения: 17.06.2024).
  13. РФ передала ОСК 100% акций терминала в морпорту Петербурга / ИНТЕРФАКС, 07.02.2024. URL: <https://www.interfax.ru/business/944964> (дата обращения: 17.06.2024).
  14. Новость от 08.05.2024. Оглашение решения по иску Заместителя Генерального прокурора Российской Федерации, действующего в интересах Российской Федерации / Центральный районный суд города Челябинска, 08.05.2024 URL: (дата обращения: 17.06.2024).
  15. Суд взыскал в пользу государства акции Ивановского завода тяжелого станкостроения / ИНТЕРФАКС, 27.03.2024. URL: <https://www.interfax.ru/russia/952807> (дата обращения: 17.06.2024).
  16. Концерн «Покровский» конфискован за коррупционные доходы его бенефициара / Коммерсантъ, 25.10.2023. URL: <https://www.kommersant.ru/doc/6297195?ysclid=lxix3zk0a9171619213> (дата обращения: 17.06.2024).
  17. Суд изъял в пользу РФ акции Ростовского оптико-механического завода / ИНТЕРФАКС, 20.09.2023. URL: <https://www.interfax.ru/russia/921786> (дата обращения: 17.06.2024).
  18. Какие частные компании прокуратура требует передать государству / РБК, 29.03.2024. URL: <https://www.rbc.ru/business/29/03/2024/64e3a6769a7947634c7c9f53> (дата обращения: 17.06.2024).
  19. Бизнес-омбудсмен Петербурга лишился крупного актива / РБК, 20.03.2023. URL: [https://www.rbc.ru/spb\\_sz/20/03/2023/64181e439a794773b018036b](https://www.rbc.ru/spb_sz/20/03/2023/64181e439a794773b018036b) (дата обращения: 17.06.2024).

и субъектам Российской Федерации, достигли 752,9 млрд рублей, что составило 96% от общего дохода от управления федеральным имуществом<sup>20</sup>. В 2023 г. поступления в бюджет в виде дивидендов от акций составили более 630 млрд рублей<sup>21</sup>. Снижение данного вида дохода стало следствием решения Правительства РФ (в отношении ряда акционерных обществ) отказаться от выплаты дивидендов в связи со сложившейся экономической обстановкой, а также снижением чистой прибыли отдельных компаний.

Формирующаяся модель управления компаний существенно зависит от концентрации собственности, т.е. распределения акционерного капитала между различными собственниками внутри компаний. Чем больше доля акций, принадлежащая крупнейшему собственнику или группе владельцев, тем выше концентрация собственности. В данном исследовании нас будет интересовать вопрос, как концентрация инсайдерской собственности влияет на поведение экономических агентов и результаты деятельности компаний. В этой связи представляет интерес доля участия государства в уставном капитале рассматриваемых акционерных обществ федеральной собственности (табл.3).

Таблица 3. Акционерные общества (федеральной собственности) по доле участия государства, в процентах от общего числа акционерных обществ в федеральной собственности

Доля участия государства	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
До 25%, в т.ч.:	48	50	52	53	50	45	40	34
Золотая акция	6	6	7	7	9	4	5	4
Свыше 25% и до 50%	9	9	8	8	8	9	9	8
Свыше 50%	43	41	41	39	42	46	51	58
Всего компаний (%)	100	100	100	100	100	100	100	100
Всего компаний, ед.	1 356	1 189	1 084	989	756	646	507	446

Источник: составлено авторами по данным Росстат<sup>22</sup>.

20. О результатах деятельности Росимущества за 2022 год и ключевых задачах на 2023 год / Росимущество URL: [rosim.gov.ru/Attachment.aspx?Id=253337](https://rosim.gov.ru/Attachment.aspx?Id=253337) (дата обращения: 06.06.2024).
21. Антон Силуанов: первоочередная задача Росимущества – обеспечение дополнительных поступлений в бюджет от приватизации и использования госимущества / Минфин России, 13.03.2024. URL: [https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id\\_4=38904-anton\\_siluanov\\_pervostepennaya\\_zadacha\\_rosimushchestva\\_\\_obespechenie\\_dopolnitelnykh\\_postuplenii\\_v\\_byudzhete\\_ot\\_privatizatsii\\_i\\_ispolzovaniya\\_gosimushchestva](https://minfin.gov.ru/ru/press-center/?id_4=38904-anton_siluanov_pervostepennaya_zadacha_rosimushchestva__obespechenie_dopolnitelnykh_postuplenii_v_byudzhete_ot_privatizatsii_i_ispolzovaniya_gosimushchestva) (дата обращения: 06.06.2024).
22. Количество акционерных обществ, акции которых находятся в федеральной собственности, по данным государственной регистрации с 2017 г. / ЕМИСС. URL: [ЕМИСС \(fedstat.ru\)](https://fedstat.ru) (дата обращения: 07.06.2024).

Обобщение и анализ данных (табл. 3) позволяет сделать следующие выводы. При сокращении общего числа компаний в федеральной собственности в период 2016–2019 гг. компании с пакетом акций государства до 25% ежегодно составляли около половины общего числа компаний. Но начиная с 2020 г. их доля стала сокращаться и достигла в 2023 г. 34% от общего числа акционерных обществ в федеральной собственности. Противоположный вектор наблюдается у компаний, в которых государство выступает контролирующим акционером, владеющим более 50% акций. Если в период с 2016 по 2019 г. их доля в общем числе компаний сократилась с 43 до 39%, то по итогам 2023 г. данный показатель составил 58%. Практически неизменной остается доля компаний, где государству принадлежит от 25 до 50% пакета акций.

Сокращается доля компаний с «золотой акцией», в которых реализуется специальное право Российской Федерации и ее субъектов на управление акционерными обществами вне зависимости от величины пакета акций, принадлежащих государству. Несмотря на те преимущества, которые дает «золотая акция» как дополнительный инструмент контроля государства над предприятиями, тенденция к сокращению представляется обоснованной, так как «золотая акция» относится к вне рыночным механизмам регулирования экономики и существенно ограничивает права других акционеров. Отметим, что целесообразность института «золотой акции» является дискуссионным вопросом, но его рассмотрение не является задачей настоящего исследования.

В свою очередь, устойчивый тренд к увеличению доли компаний с «контрольным пакетом акций», принадлежащим государству, в общем количестве акционерных обществ в федеральной собственности, позволяет сделать следующее заключение. В условиях усложнения социально-экономической ситуации для государства как собственника приоритетным становится не получение прибыли, а возможность определять выбор стратегии развития, цели и задачи компании. Однако концентрация собственности создает дополнительные предпосылки для обострения агентских отношений и, как следствие, снижения эффективности деятельности компаний.

## Агентская проблема в компаниях с госучастием

Центральным сюжетом агентской проблемы, оказавшейся в фокусе внимания исследователей с момента выхода фундаментальной работы А. Берле и Дж. Минза «Современная корпорация и частная собственность» (*Berle, Means, 1932*), является конфликт интересов собственников и топ-менеджмента, возникающий в результате отделения функций управляющих от функций собственников. В соответствии с агентской теорией в корпорациях возникает существенный риск использования менеджментом акционерной собственности для достижения личных выгод, что в конечном счете может негативно отражаться на стоимости компании и эффективности ее деятельности (*Jensen, Meckling, 1976*).

Дело в том, что для организации управления в крупных акционерных компаниях с технологически сложным производством (бизнесом) требуются менеджеры с высоким уровнем профессиональных компетенций. Формируется так называемая «техноструктура», контролирующая систему управления и противостоящая собственникам капитала (*Либман, 2005*). В результате возникает ситуация информационной асимметрии, когда управляющие лучше акционеров (инвесторов) информированы о положении дел в компании.

Отметим, что достаточно остро проблема разнонаправленности интересов акционера (принципала) и менеджера (агента) проявляется в компаниях с государственным участием, так как полномочия принципала, как правило, возлагаются на специализированный орган исполнительной власти (министерство, ведомство и т.д.), где, по сути, происходит «распыление» полномочий собственника и функций контроля. Возникающая «бюрократическая пирамида многоступенчатого административного контроля и формальной отчетности» является одним из ключевых факторов, снижающих общую эффективность деятельности компаний с го-

сударственным участием (Абрамов, Радыгин, 2017, С. 7). В итоге государство как собственник не может эффективно контролировать менеджмент, в том числе из-за высокой асимметрии информации.

При этом в компаниях с контрольным пакетом акций, принадлежащих государству, «внешние механизмы мониторинга деятельности менеджмента (банкротство, рынок корпоративного контроля, рынок труда менеджеров, конкуренция на товарных рынках) практически не играют своей дисциплинирующей функции» (Ружанская, 2009, с. 45).

Лауреат Нобелевской премии Бенгт Р. Хольмстрем, исследуя проблему агентских отношений с позиции заинтересованности менеджеров, показал, что при условии тесной связи вознаграждения менеджера с результатами деятельности компании, можно согласовать интересы принципала и агента (Смотрицкая, Черных, 2016). В то же время, у государственных служащих, представляющих интересы государства как акционера, нет достаточной мотивации к сокращению издержек, разработке и внедрению инноваций, что позволяет аргументировать недостатки государственной и большую эффективность частной формы собственности в широко известной работе А. Шлейфера «Государство против частной собственности» (Shleifer, 1998).

Гибридный характер компаний с государственным участием обуславливает возникновение «дополнительного» агентского конфликта «принципал-принципал», т.е. конфликта между разными типами собственников. Государство, в соответствии с идеями, изложенными А. Шлейфером, использует свои возможности собственника, пренебрегает эффективностью компании в ущерб интересам миноритарных акционеров для реализации своих интересов. Как следствие возникает агентская проблема рассогласованности стимулов различных типов собственников («принципал-принципал»), которая может усугубляться стремлением управляющих к извлечению собственной выгоды.

Резюмируя все вышеизложенное, можно сделать вывод, что особый характер агентской проблемы в компаниях с государственным участием обусловлен наличием трех аспектов (рис. 4), одновременное сочетание которых приводит к изменению класси-

ческого типа агентской проблемы<sup>23</sup>. Проблема «принципал-принципал» отражает конфликт целей собственников. Как правило, цель деятельности государства как акционера определяется социально-экономическими (экономический рост, высокий уровень занятости и т.д.) и политическими интересами, что может не совпадать с целью других акционеров, заинтересованных в максимизации прибыли и росте капитализации компании. При этом, даже при сохранении контрольного пакета акций в собственности государства, неэффективная система контроля и недостаточная заинтересованность менеджеров (агентов) в результатах деятельности компаний обуславливает наличие проблемы «принципал-агент», более характерной для компаний с распыленной структурой собственности.

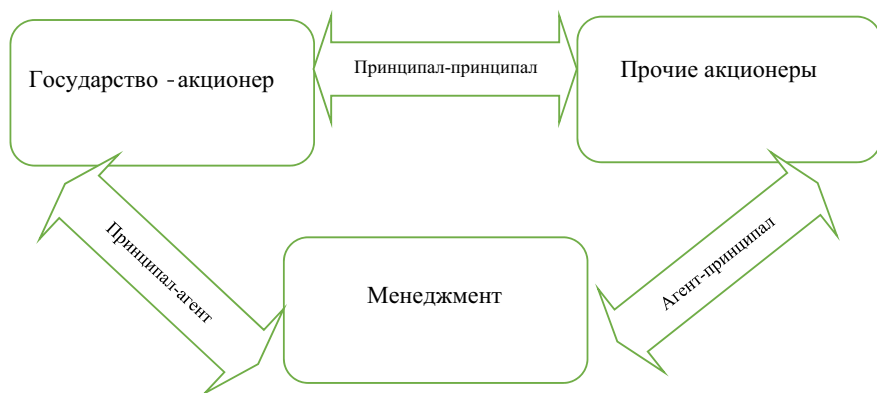


Рис. 4. Агентская проблема в компаниях с государственным участием

Источник: составлено авторами.

Отметим, что важным фактором, оказывающим влияние на остроту проявления агентской проблемы, является уровень концентрации государственной собственности. Результаты ряда эмпирических исследований показывают, что конфликт целей снижает

23. В частных компаниях с высокой концентрацией собственности также может присутствовать сочетание агентских проблем типа «принципал-принципал» и «принципал-агент», однако в большинстве случаев в таких компаниях наблюдается «сращивание» управляющего органа с собственниками: менеджмент либо полностью подконтролен контролирующему собственнику, либо собственник сам активно участвует в процессе управления. Подробнее агентские проблемы разного типа описаны в статье (Капелюшников, 2006).

ся при невысокой концентрации государственной собственности (He, Eden, Hitt, 2016, с. 117) и свидетельствует о положительном влиянии наличия государства в качестве миноритарного собственника на эффективность деятельности компаний (Vaaler, Schrage, 2009; Inoue, Lazzarini, Musacchio, 2013; Jun, 2008). Миноритарное участие в капитале не позволяет государству вмешиваться в принятие управленческих решений без учета интересов всех стейкхолдеров, но обеспечивает «ресурсную поддержку», которая может выражаться в прямой финансовой или косвенной поддержке проектов, представляющих интерес для компаний. Участие государства в акционерном капитале может служить сигналом для прочих инвесторов о перспективе бизнес-инициатив (Vaaler, Schrage, 2009), а также обеспечивать политическую поддержку при реализации как внутринациональных, так и транснациональных проектов. Данный феномен в зарубежной экономической литературе получил название «политическая укорененность» («*political embeddedness*») (Okhmatovskiy, 2010; Sawant, Nachum, Panibratov, 2021; He, 2016).

Присутствие собственников другого типа (институциональных, частных инвесторов, инсайдеров, иностранных инвесторов) в компаниях с государственным участием сглаживает оба типа агентской проблемы. Так, снижение концентрации государственной собственности способствует снижению конфликта целей, а наличие других инвесторов за счет организации более эффективного контроля и возможности более гибкого использования инструментов стимулирования менеджмента способствует решению проблемы «принципал-агент».

Проведенное исследование позволяет сделать предположение, что снижение остроты агентской проблемы в компаниях с государственным участием отчасти возможно за счет сочетания государственного и частного капитала, так называемой «гибридности» компаний, упоминаемой ранее (Alami, Dixon, 2020; Bruton et al, 2015; Musacchio, Lazzarini, 2014). Возникает задача поиска институтов и инструментов, обеспечивающих согласование интересов акционеров – собственников и менеджмента. В экономической литературе, посвященной агентской проблеме, в качестве одного из основных инструментов, способствующих ее решению, рассматривается инсайдерская собственность.

## Инсайдерская собственность как инструмент решения агентской проблемы

М. Дженсон и У. Меклинг в работе (*Jensen, Meckling, 1976*) выдвинули и обосновали гипотезу о том, что инсайдерская собственность, под которой понимается *собственность менеджеров и членов совета директоров* (*McConnell, Servaes, Lins, 2008. С. 92*), может выступать инструментом решения агентской проблемы. Отметим, что указанное определение «инсайдерской собственности» является достаточно традиционным и широко используемым в российских и зарубежных исследованиях, но не единственным. В настоящем докладе авторы придерживаются традиционного подхода и рассматривают в качестве инсайдерской собственности менеджеров и членов совета директоров.

Рост инсайдерской собственности способствует сближению интересов инсайдеров и собственников, что связано с владением акциями. То есть акции, принадлежащие инсайдерам, становятся стимулом для согласования управленческих интересов и интересов собственников в целях достижения эффективности деятельности компании, повышения ее рыночной стоимости. Возникающий положительный эффект в экономической литературе получил название «*эффект выравнивания*», или «*эффект конвергенции интересов*» (*Morck, Shleifer, Vishny, 1988; Miguel, Pindado, Torre, 2003; Benson, Davidson, 2009*).

Однако связь между инсайдерской собственностью и эффективностью деятельности компаний не является линейной. При превышении критического порога доли участия инсайдеров в акционерном капитале происходит усиление влияния инсайдеров и появляется оппортунизм в поведении, что проявляется в принятии инсайдерами решений, направленных на сохранение своего лидирующего положения, расширение сфер влияния, несоблюдение интересов других акционеров. То есть инсайдеры начинают использовать преимущества контроля над корпоративными ресурсами фактически за счет других собственников, что получило название



«эффект окапывания» (Berle, Means, 1932; Jensen, Meckling, 1976; Fama, Jensen, 1983; McConnell, Servaes, Lins, 2008), или «эффект замещения риска» (Florackis et al, 2019; Low, 2009).

Оценке влияния инсайдерской собственности на эффективность деятельности компаний посвящен широкий круг эконометрических исследований, среди которых основополагающей принято считать работу (Morck, Shleifer, Vishny, 1988). Авторами выявлена S-образная зависимость эффективности деятельности компании от доли инсайдерской собственности, примечательно, что исследователи обнаружили возрождение «эффекта конвергенции интересов» при высокой концентрации инсайдерской собственности. Данная гипотеза подтвердилась и в ряде других работ (Miguel, Pindado, Torre, 2004; Степанова, Шиханцова, 2015).

Идея о возрождении «эффекта конвергенции интересов» при высоком доле инсайдерской собственности в уставном капитале поддерживается не всеми исследователями. Так, в работах (Benson, Davidson, 2009; McConnell, Servaes, Lins, 2008) обнаружена перевернутая U-образная зависимость между уровнем инсайдерской собственности и эффективностью компаний, среди отечественных авторов к аналогичному выводу пришли В. Черкасова и Р. Дунышева (2014). При этом в ряде публикаций обнаружена более сложная зависимость, например, в (Cui, Mak, 2002) выявлена W-образная зависимость эффективности деятельности от доли управленческой собственности в компаниях с высокими расходами на исследования и разработки.

В то же время выводы о положительном влиянии института инсайдерской собственности на эффективность деятельности компаний являются достаточно дискуссионными. Например, работе (Fabisik et al, 2021) авторы представили результаты, демонстрирующие отрицательную линейную зависимость стоимости компаний (измеряемой коэффициентом Тобина) от доли управленческой собственности на выборке по более чем 1800 американским компаниям, включающей наблюдения за период с 1988 года по 2015 г. В статье (Капелюшников, Демина 2005), посвященной исследованию зависимости эффективности инвестиций от различных параметров собственности, также выявлено отрицательное влияние инсайдерской собственности на эффективность инвестиционной деятельности.

В исследовании (*Florackis, Kostakis, Ozkan, 2009*) авторы с помощью полупараметрических методов находят подтверждение эффекта конвергенции интересов для доли инсайдерской собственности в акционерном капитале ниже 15%, однако не обнаруживают каких-либо подтверждений о наличии зависимости корпоративной эффективности от инсайдерской собственности, превышающей указанное значение.

Для настоящего исследования работа С. Флоракиса и соавторов представляет особый интерес, потому что в ней авторы проверяют гипотезу о *влиянии контролирующих блокхолдеров* (в том числе государства) на эффект окапывания. С этой целью в эконометрическую модель вводятся дополнительные фиктивные переменные, отражающие наличие акционера-блокхолдера и его тип, однако данные переменные оказались незначимы, исследовательская гипотеза не была подтверждена.

В таблице 4 представлены обобщающие результаты эконометрических исследований по рассматриваемой проблеме.

Таблица 4. Влияние инсайдерской собственности на эффективность деятельности компаний (систематизация результатов исследований).

Тип зависимости	Примеры работ
S-образная	Morck, Shleifer, Vishny, 1988; De Miguel A., Pindado J., de la Torre, 2004; Florackis, Kostakis, Ozkan, 2009, Степанова, Шиханцова, 2015
прямая отрицательная	Fabisik et al, 2021; Капелюшников, Демина 2005, Lemmon, Lins, 2003; Fan, Wong, 2002
перевернутая U-образная	Benson, Davidson, 2009; McConnell, Servaes, Lins, 2008; Черкасова, Дуняшева, 2014
отсутствует / эндогенность	Demsetz, Lehn, 1985; Loderer, Martin, 1997; Demsetz, Villalonga, 2001
другие формы	Florackis, Kostakis, Ozkan, 2009 (нелинейная положительная); Cui, Mak, 2002 (W-образная)

Следует отметить, что вопрос влияния управленческой собственности на эффективность деятельности компаний с государственным участием не нашел должного отражения в современных исследованиях. Помимо упомянутой работы С. Флоракиса и соавторов, косвенно данная проблема затронута в статье (*Макарова, Мацнева, 2024*), посвященной оценке влияния долговых механизмов на агентские издержки компаний различной структуры

собственности. В регрессионной модели, построенной С. Макаровой и Е. Манцевой, в качестве независимых переменных включены переменные, характеризующие долю акций, принадлежащих акционерам различного типа, и дамми-переменные, отражающие тип преобладающей собственности. Среди типов собственности выделена управленческая собственность (инсайдерская), принадлежащая только членам совета директоров. Данная трактовка понятия «инсайдерская собственность» более ограничена, чем используемая в настоящем докладе, однако полученные результаты представляют исследовательский интерес.

В качестве зависимых переменных, характеризующих агентские издержки, С. Макарова и Е. Манцева применили оборачиваемость активов и долю административных издержек в выручке. Переменная, отражающая долю собственности инсайдеров, оказалась статистически значима в большинстве случаев, в том числе для компаний, где преобладающий тип собственности – государственная собственность. Она оказывает положительное влияние на 5%-ном уровне значимости на оборачиваемость активов ( $k = 2,175$ ), и отрицательное на 10%-ном уровне значимости на долю административных издержек в выручке ( $k = -17,035$ ) для компаний с преобладанием государственной собственности в акционерном капитале. На основе проведенного анализа обоснован следующий вывод: «наделение менеджмента собственностью значительно влияет на их интересы, сближая их с интересами остальных собственников. С уверенностью можно сделать вывод о том, что наличие личной заинтересованности директоров в повышении стоимости компании снижает издержки агентских конфликтов» (Макарова, Манцева, 2024. С. 36).

Итак, обобщение результатов эконометрических исследований о влиянии инсайдерской собственности на эффективность деятельности компаний позволяет выдвинуть гипотезу о возможности использования института инсайдерской собственности для повышения эффективности управления российскими компаниями с государственным участием.

Для верификации данной гипотезы проведено эконометрическое исследование оценки влияние размера доли (концентрации) инсайдерской собственности на эффективность деятельности российских публичных компаний различной формы собственности.

В исследовательскую выборку вошло 68 крупнейших российских публичных компаний, совокупная капитализация которых в исследуемый период колебалась в диапазоне 55–75% капитализации российского рынка акций. Данные собраны авторами с временным лагом в 3 года, период исследования включает 2011, 2014, 2017 и 2020 г., в связи с введением мер, направленных на ограничение информационной открытости компаний, продолжить сбор данных для продолжения анализа пока не представляется возможным<sup>24</sup>.

На диаграмме (рис. 5) наглядно продемонстрировано изменение числа компаний с инсайдерской собственностью в исследуемый период. Прослеживается тренд на сокращение общего числа таких компаний: их количество сократилось с 72 до 64%. Важно отметить, что отрицательная динамика данного показателя обеспечивается изменениями в структуре акционерного капитала компаний с государственным участием, число компаний частного сектора, в которых присутствует инсайдерская собственность, колеблется незначительно.

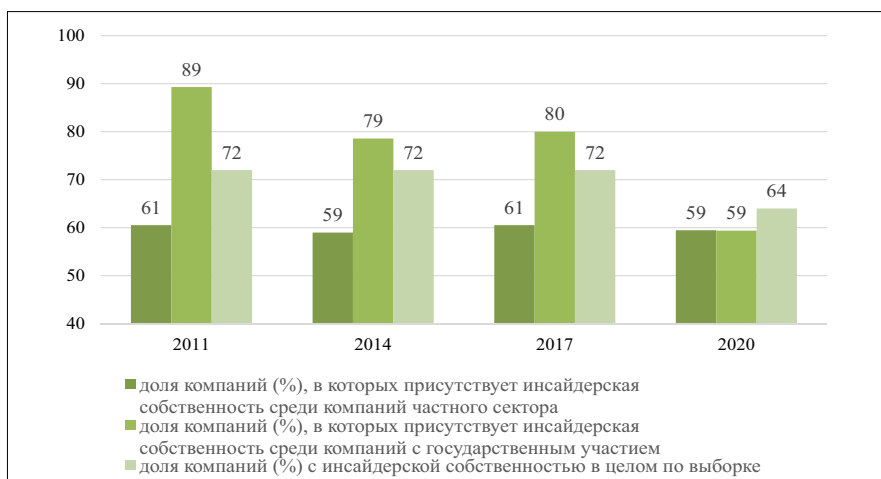


Рис. 5. Динамика компаний с инсайдерской собственностью (доля в % от выборки)

Источник: составлено авторами по материалам официальной отчетности исследуемых компаний.

24. Промежуточные результаты исследования прошли апробацию в публикации (Смотрицкая, Фролова, 2023б), а также на следующих конференциях: XXIV Ясинская (Апрельская) международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества; РЭК-2023, V Октябрьская международная научная конференция по проблемам теоретической экономики.

Следует выделить характерную особенность исследуемых компаний - низкое значение доли инсайдерской собственности в акционерном капитале компаний. На начало исследования доля компаний, в которых инсайдерская собственность не превышала порога в 5%, составляла 77% от общего числа компаний исследовательской выборки, к концу периода наблюдений их общее количество в выборке сократилось до 66%. Для компаний с государственным участием свойственно низкое значение доли инсайдерской собственности в акционерном капитале на всем протяжении исследуемого периода.

Однако, несмотря на низкое значение, инсайдерская собственность в капитале крупных компаний может выполнять роль механизма, согласующего стимулы различных собственников. Дело в том, что даже небольшая доля в уставном капитале крупной компании обладает высокой ценностью и способна обеспечивать владельцу существенный уровень дохода, что, в свою очередь, обеспечивает «эффект конвергенции интересов». При снижении стоимости фирмы и, соответственно, стоимости малой доли акционерного капитала индивидуальная полезность инсайдерской собственности, выраженная в способности приносить доход своему владельцу, падает, таким образом, функция по согласованию интересов собственников малых долей инсайдерской собственности утрачивается (Hall, Liebman, 1998; Gibbons, Murphy, 1992).

Для оценки влияния инсайдерской собственности на эффективность деятельности компаний с государственным участием с помощью дамми-переменной в выборке были выделены компании, в которых пакет акций прямо или косвенно принадлежит государству и составляет не менее 25% уставного (акционерного) капитала, что дает праву государству активно участвовать в принятии управленческих решений, разработке стратегии развития общества, определении приоритетов деятельности.

## Влияние инсайдерской собственности на эффективность деятельности компаний

Для эконометрической оценки влияния инсайдерской собственности на эффективность экономической деятельности компаний использован регрессионный анализ панельных данных. В связи с ограниченностью данных исследовательской выборки, не позволяющей учесть индивидуальных эффектов для каждой компании, было принято решение о построении регрессионной модели с использованием фиксированных эффектов (Fix effect model) на кластеры компаний, выделенные в соответствии с отраслевой принадлежностью.

Для оценки эффективности деятельности исследуемых компаний использован рыночный индикатор эффективности экономической деятельности EBITDA, применение которого весьма распространено в российской и международной практике при оценке эффективности и инвестиционной привлекательности (Cormier, Demaria, Magnan, 2017) и рыночной стоимости компаний (Oliveira et al, 2017).

Для проверки гипотезы о том, что участие государства в акционерном капитале исследуемых компаний может изменять характер влияния инсайдерской собственности на эффективность деятельности компании, в общей исследовательской выборке были выделены под выборки с помощью введения в регрессионную модель дамми-переменной сдвига и наклона  $d_{\text{Private}_{it}}$ , принимающей значение 1, если участие государства в капитале компании менее 25%, 0 – в случае участия государства в капитале компаний более 25%. Использование указанного инструментария позволяет провести сравнительный анализ без снижения общего качества регрессионной модели.

В качестве объясняющей переменной использован показатель  $\text{Ins}$ , характеризующий долю инсайдерской собственности в акционерном капитале.

Для целей исследования построена кубическая спецификация модели (Степанова, Шиханцова, 2015) с введением полиномов второй (Ins\_2) и третьей (Ins\_3) степени для проверки гипотезы о наличии нелинейной зависимости рыночной эффективности от доли инсайдерской собственности и определения «точек перегиба». Полученные в результате использования кубической спецификации регрессионной модели данные о «точках перегиба» проверяются с помощью линейно-кусочной регрессионной модели (Степанова, Шиханцова, 2015; Черкасова, Дуняшева, 2014; Morck, Shleifer, Vishny, 1988).

Во избежание ошибок интерпретации результатов регрессионного анализа в модель введены контрольные переменные, наиболее распространённые в исследованиях по данной тематике: совокупные активы *Assets* (стандартизированное значение) для учета размера компании и леведредж *leverage* – отношение заемного капитала к собственному капиталу компании.

Для цели текущего исследования акцент сделан на результатах регрессионного анализа, касающихся непосредственно влияния инсайдерской собственности, итоги более комплексного эмпирического анализа с учетом влияния ряда факторов, в том числе отраслевых эффектов, на показатели экономической деятельности компаний представлены в работе (Смотрицкая, Фролова, 2023b).

Характеристики используемых в регрессионном анализе переменных представлены в табл. 5.

Таблица 5. Ключевые переменные, используемые в регрессионном анализе

Обозначение переменной	Описание переменной
Объясняемая переменная	
EBITDA	нормированное значение рыночного индикатора EBITDA;
<b>Объясняющие переменные</b>	
Ins	доля инсайдерской собственности, в %
Ins_2	показатель Ins, возведенный во вторую степень
Ins_3	показатель Ins, возведенный в третью степень
<b>Контрольные переменные</b>	
Assets	нормированное значение совокупных активов компании
Leverage	отношение заемного капитала к собственному, %

Источник: составлено авторами.

Регрессионная модель с введением полиномов второй и третьей степени и дамми-переменных, характеризующих форму собственности, будет иметь вид (1):

$$EBITDA_{it} = c_0 + \alpha_1 d_{Private_{it}} + ControlVariables_{it} + (\beta_1 + \mu_1 * d_{Private_{it}}) Ins_{it} + (\beta_2 + \mu_2 * d_{Private_{it}}) Ins_{2it} + (\beta_3 + \mu_3 * d_{Private_{it}}) Ins_{3it} + \sum \sigma_i fixed\ effects_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (1)$$

Результаты регрессионного анализа для выделенных с помощью дамми-переменных подгрупп представлены в табл. 6.

Таблица 6. Результаты регрессионного анализа

Предикторы	Компании частного сектора	Компании с государственным участием
Константа	-0,1087	-0,1087
INS	<b>0,0209**</b>	-30,502
INS_2	<b>-0,0003**</b>	-0,0002
INS_3	0,6400	0,6340
Assets	<b>0,7262***</b>	<b>0,7262***</b>
Leverage	-0,022	-0,022
R2		0,881
скорректированный R2		8,78
F-статистика		297,96
Вероятность (F-Statistic)		0,000

**Примечание.** \*\*\* значимость на уровне 1%; \*\* значимость на уровне 5%; \* значимость на уровне 10%.

По результатам проведенного регрессионного анализа выявлено статистически значимое на 5%-ном уровне положительное влияние показателя *Ins* и отрицательное влияние показателя *Ins\_2* для компаний частного сектора. Для компаний с государственным участием влияние данных показателей оказалось статистически незначимым. При этом показатель *Ins\_3* статистически незначим как для компаний с государственным участием, так и для компаний частного сектора.

Отметим результаты, касающиеся контрольных переменных: выявленное существенное положительное влияние переменной *Assets* иллюстрирует прямую зависимость эффективности деятельности исследуемых компаний от их размера. Полученный резуль-



тат согласуется с выводами исследования (*Margaritis, Psillaki, 2010*), в котором предложена гипотеза, объясняющая позитивное влияние размера компании на эффективность высокой финансовой устойчивостью и низким риском банкротства компании. Контрольная переменная Leverage статистически незначима, что может быть связано с недостаточным развитием национального рынка капиталов.

Полученные результаты позволяют сделать вывод о том, что для компаний частного сектора характерна нелинейная зависимость эффективности деятельности от доли инсайдерской собственности в виде перевернутой U-образной кривой, графическое отображение которой представлено на рис. 5. Однако возрождение «эффекта конвергенции интересов», описываемое в работах (*Morck, Shleifer, Vishny, 1988; De Miguel A., Pindado J., de la Torre, 2004; Florackis, Kostakis, Ozkan, 2009; Степанова, Шиханцова, 2015*), обнаружить не удалось.

Использование полинома второй степени позволяет рассчитать точку «перегиба», т.е. тот уровень инсайдерской собственности, при котором происходит смена «эффекта конвергенции интересов», выраженного в положительном влиянии инсайдерской собственности на эффективность деятельности, на отрицательное влияние «эффекта окапывания». В исследуемом случае точка перегиба приходится на долю инсайдерской собственности, равную 35,39%. При этом для компаний с государственным участием влияния инсайдерской собственности на эффективность деятельности не обнаружено.

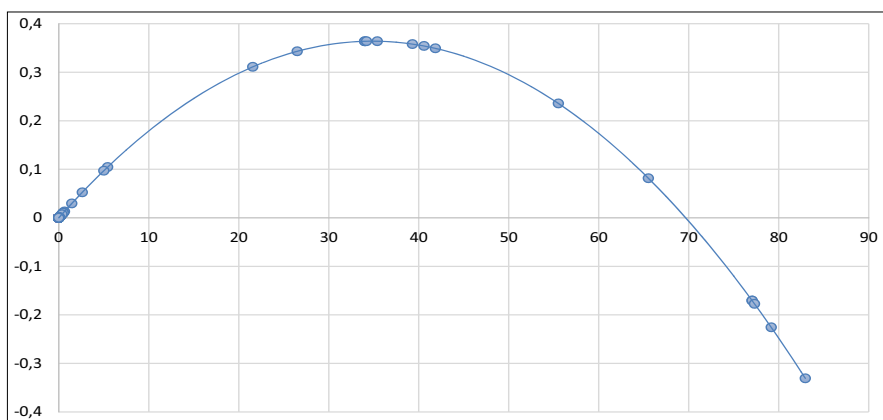


Рис. 6. Зависимость рыночной эффективности (ЕБИТДА) от инсайдерской собственности в компаниях частного сектора

Полученный результат был подвергнут дополнительной верификации по причине наличия очевидной корреляционной связи между показателями  $Ins$  и  $Ins\_2$  ( $k=0,965^{***}$ ). С этой целью для подвыборки компаний частного сектора построена модель кусочно-линейной регрессии, имеющей следующий вид:

$$EBITDA_{it} = c_1 + ControlVariables_{it} + Y_1 Ins\_int1_{it} + Y_2 Ins + \sum \sigma_i fixed\ effects_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

где  $Ins\_int1_{it}$  принимает значение доли инсайдерской собственности ( $Ins$ ), если  $ins < 35,39$  и значение 0 при  $ins \geq 35,39$ ; а  $Ins\_int2$  принимает значение 0, если  $ins < 35,39$  и значение  $Ins$  при  $ins \geq 35,39$ .

Результаты дополнительной верификации представлены в табл. 7. Переменная  $Ins\_int1$  оказывает положительное влияние на индикатор рыночной эффективности EBITDA на высоком уровне значимости (1%), переменная  $Ins\_int2$  статистически незначима, таким образом, результат, отражающий положительное влияние доли инсайдерской собственности на рыночную эффективность компаний частного сектора, называемый «*эффектом конвергенции*», подтвердился.

Таблица 7. Коэффициенты в уравнении кусочно-линейной регрессии

Предикторы	Значение коэффициентов
Константа	-0,0090
$Ins\_int1$	<b>0,0167<sup>***</sup></b>
$Ins\_int2$	0,0003
Assets	<b>1,7542<sup>***</sup></b>
Leverage	-0,0024
R2	0,893
скорректированный R2	0,884
F-статистика	92,067
Вероятность (F-Statistic)	0,0000

**Примечание.** \*\*\* значимость на уровне 1%; \*\* значимость на уровне 5%; \* значимость на уровне 10%.

При этом «*эффект окапывания*» по результатам дополнительной верификации не подтверждается. Данный результат сопоставим с результатом, полученным в исследовании (*Florackis, Kostakis, Ozkan, 2009*). Однако положительное влияние инсайдерской собственности на эффективность для *российских компаний частного сектора наблюдается на более длительном интервале* (до 35,39%), а в указанной работе положительный эффект от инсайдерской собственности наблюдается на интервале до 15%.

Отметим, что незначимость переменных (в том числе неподтверждение «*эффекта окапывания*» для компаний частного сектора) может быть связана с недостаточным объемом эмпирических данных по компаниям частного сектора и компаниям с государственным участием, что обусловлено не столько ограничениями исследовательской выборки, сколько отсутствием информационной прозрачности российского корпоративного сектора.

Обобщая результаты эконометрического исследования, можно сделать ряд выводов.

Во-первых, инсайдерская собственность выступает инструментом решения агентской проблемы в компаниях частного сектора за счет *согласования интересов* собственников и менеджеров. Примечательно, что интервал действия «*эффекта конвергенции интересов*» весьма продолжителен: до 35,39% доли инсайдерской собственности в акционерном капитале. При этом ни «*эффекта окапывания*», ни возрождения «*эффекта конвергенции интересов*» на более высоком уровне концентрации инсайдерской собственности выявить не удалось.

По нашему мнению, данная ситуация объясняется следующим. Для российского корпоративного сектора характерна высокая концентрация собственности, о чем свидетельствует большой пласт исследований (*Капелюшников, Демина, 2005; Долгопятова, 2010; Делойт, 2015; Долгопятова, 2016; Рыбалка, 2020*). В результате наличие инсайдерской собственности может сочетаться с присутствием крупного акционера-блокхолдера (*Смотрицкая, Фролова, 2023b*), что снижает риски оппортунистического поведения инсайдеров, так как контролирующий собственник «непосредственно заинтересован в результативности компании и осуществляет функцию корпоративного контроля над потенциальным откло-

няющимся поведением собственников-инсайдеров» (Степанова, Шиханцова, 2015. С. 50).

Во-вторых, в компаниях с государственным участием влияния инсайдерской собственности на результаты деятельности обнаружить не удалось. Проведенное исследование позволяет выделить следующие причины: неразвитость института инсайдерской собственности; приоритет директивных инструментов управления в компаниях с государственным участием, «выдавливание» государством других акционеров.

Таким образом, предположение, что в настоящее время инсайдерская собственность выступает инструментом решения агентской проблемы в компаниях с государственным участием, не получило эмпирического подтверждения. По мнению авторов, отсутствие влияния связано с тем, что государство как собственник доминирует в управлении компанией и на текущий момент не заинтересовано в согласовании своих целей и задач с интересами менеджеров, что приводит к вытеснению собственников-инсайдеров.

Данный вывод подтверждается результатами проведенного аналитического исследования (Смотрицкая, Фролова, 2023b): в компаниях с государственным участием доля инсайдерской собственности мала и выявлен тренд к ее дальнейшему снижению, что не дает данному инструменту раскрыть свой потенциал. В то же время эконометрическое исследование показало положительное влияние инсайдерской собственности на эффективность деятельности частных компаний, что позволяет выдвинуть тезис о перспективности инсайдерской собственности как инструмента согласования интересов. Резюмируя полученные результаты, можно предположить, что развитие института инсайдерской собственности в компаниях с государственным участием будет содействовать сглаживанию агентского конфликта, повышению эффективности их деятельности, что представляется особенно важным с учетом существующей тенденции к росту рыночных форм вмешательства государства в экономику.

## Заключение

Современные глобальные вызовы привели к переосмыслению целей и форм экономической деятельности государства. Наблюдается тренд к росту акционерной собственности государства, остро стоит вопрос о задачах и принципах предпринимательской деятельности компаний с государственным участием, повышении качества управления. Данной теме посвящен большой пласт исследований ведущих научных школ мира, так как в ряде стран с крупнейшей экономикой государственные компании и компании с государственным участием играют существенную роль, а в российской экономике они доминируют.

Дж. Стиглиц в фундаментальной работе «Экономика государственного сектора» отмечал, что: «Различия между государственными и частными предприятиями иногда не вполне ясны. Государство может владеть более, чем 50% капитала фирмы, но дать ей возможность функционировать, как если бы она была целиком частной» (Стиглиц, 1997. С.32). В то же время, в российской экономике государство стремится быть мажоритарным собственником в компаниях, играющих системообразующую роль, для осуществления контроля за их деятельностью. Однако, как показывают результаты комплексного анализа, выполненного в Центре исследований государственного управления ИЭ РАН, реализация полномочий и функций государства как собственника рассредоточена между различными органами исполнительной власти, то есть государство выступает «не персонализированным акционером» в управлении компаниями с государственным участием (Яковлев, 2022. С. 103).

В этой связи одним из существенных факторов несостоятельности государства в достижении эффективного управления акционерной собственностью становится недостаточная информированность. В свою очередь, менеджеры (агенты) обладают большей полнотой информации о состоянии компании, что создает предпосылки для развития агентского конфликта.

При этом решение агентской проблемы в российских компаниях с государственным участием можно рассматривать через призму двух подходов. С одной стороны, необходима организация эффективного контроля (мониторинга) за управлением компаний со стороны государства как собственника, что, несомненно, важно. Однако выполнение этой задачи исключительно за счет институциональных мер, направленных на усиление административных и директивных методов контроля, создает дополнительные ограничения для деятельности акционерных обществ и не отвечает требованиям новой экономической реальности.

В свою очередь, развитие института инсайдерской собственности для нивелирования рисков агентского конфликта в акционерных обществах с государственным участием отражает новый концептуальный подход к управлению, предполагающий коллективный характер принятия решений, согласование интересов акционеров и менеджеров компаний. Возможность использования института собственности для согласования интересов всех стейкхолдеров при принятии управленческих решений представляется чрезвычайно актуальным направлением научных исследований в дискурсе развития теоретического концепта новой модели публичного управления.

## Литература

- Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М. (2017). Государственная собственность и характеристики эффективности // Вопросы экономики. №4. С. 5–37. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2017-4-5-37>
- Делойт (2015). Структура корпоративного управления публичных российских компаний / URL: <https://www2.deloitte.com/ru/ru/pages/risk/articles/2016/corporate-governance-structures-of-public-russian-companies.html> (дата обращения: 14.09.2021)
- Долгопятова Т.Г. (2010). Концентрация собственности в российской промышленности: эволюционные изменения на микроуровне // Журнал Новой экономической ассоциации. № 8 (8). С. 80–99.
- Долгопятова Т.Г. (2016). Концентрация собственности в российской обрабатывающей промышленности: эмпирические оценки // Известия Уральского государственного экономического университета. 2016. №4(66). С. 30–39.
- Журавлев О.М., Матвеев И.А. (2022а). Государственный капитализм в России: состояние исследований (часть 1) // ЕВРАЗИЙСКАЯ ИНТЕГРАЦИЯ: экономика, право, политика. Том 16, №2. С. 169–176. <https://doi.org/10.22394/2073-2929-2022-02-169-176>
- Журавлев О.М., Матвеев И.А. (2022б). Государственный капитализм в России: состояние исследований (часть 2) // ЕВРАЗИЙСКАЯ ИНТЕГРАЦИЯ: экономика, право, политика. Том 16, №3. С. 47–57. <https://doi.org/10.22394/2073-2929-2022-03-47-57>
- Инвестиции в России, 2023: Стат.сб./ Росстат. М., 2023. 229 с.
- Капелюшников Р. (2006). Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // Российский журнал менеджмента, Т. 4, №1. С.3–28
- Капелюшников Р., Демина Н. (2005). Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности россий-

- ских промышленных предприятий // Вопросы экономики. №2. С. 53–68. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2005-2-53-68>
- Либман А.В.* (2005). Теоретические аспекты агентской проблемы в корпорации // Вестник СПбГУ. Сер. 8. Вып. 1 (№8) С.123–140.
- Макарова С.Г., Мацуева Е.А.* (2024). Влияние долга на издержки агентских конфликтов в зависимости от собственности компаний // Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика. №2. С. 21–45. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-59-2-2>
- Мацукуато М.* (2023). Предпринимательское государство: Развеем мифы о государственном и частном секторе. НИУ «Высшая школа экономики». М: Изд. дом ВШЭ. 360 с.
- Полтерович В.М.* (2012). Приватизация и рациональная структура собственности. Часть 1. Приватизация: проблема эффективности // Экономическая наука современной России. №4 (59), С. 7-23.
- Полтерович В.М.* (2013). Приватизация и рациональная структура собственности. Часть 2. Рационализация структуры собственности // Экономическая наука современной России. №1 (60). С. 7–24.
- Ружанская Л.С., Останин И.В., Тьчинская Т.А., Щербинина А.А.* (2009). Может ли государственное участие в собственности и управлении повысить конкурентоспособность и эффективность компаний? // Современная конкуренция. №2 (14). С. 44–63.
- Рыбалка А.И.* (2020). Связь структуры собственности и результативности высокотехнологичных компаний // Проблемы прогнозирования. 2020. №3(180). С. 31–39.
- Смотрицкая И., Фролова Н.* (2023а). Особенности развития института корпоративного управления в российской экономике. Общество и экономика. Выпуск №3 С. 5–16. DOI: 10.31857/S020736760024665-0
- Смотрицкая И., Фролова Н.* (2024). К вопросу развития предпринимательской деятельности государства // Общество и экономика. №4. С. 5–16. DOI: 10.31857/S0207367624040012
- Смотрицкая И.И., Черных С.И.* (2016). Контрактная парадигма. Нобелевская премия по экономике // Вестник Института экономики Российской академии наук. №6. С. 91–96.



- Смотрицкая И.И., Фролова Н.Д. (2023b). Инсайдерская собственность и эффективность деятельности российских публичных компаний: эконометрические оценки // *Управленец*. Т. 14, №3. С. 2–16. DOI: 10.29141/2218-5003-2023-14-3-1
- Степанова А.Н., Шиханцова О.С. (2015). Инсайдерская собственность и стратегическая эффективность компаний в странах БРИК: анализ 2003–2013 гг. // *Российский журнал менеджмента*, Том 13, №1. С.43–64.
- Стиглицу Дж. Ю. (1997). Экономика государственного сектора /пер. с англ. М.: Изд-во МГУ; ИНФРА-М. 720 с.
- Танци В. (2018). Правительство и рынки: Меняющаяся экономическая роль государства / пер. с англ. А. Рогожкина. М.: Изд-во Института Гайдара, 584 с.
- Фролова Н.Д. (2024). Управление компаниями с государственным участием (зарубежный опыт): Научный доклад. М.: Институт экономики РАН, 2024. 52 с.
- Черкасова В.А., Дуняшева Р.Ф. (2014). Влияние концентрации инсайдерской собственности на эффективность инвестиций компаний на развивающихся рынках // *Корпоративные финансы*. Т. 8. №2(30). С. 3–18.
- Экономическая теория государства: новая парадигма патернализма (2020) / Под ред. А.Я. Рубинштейна, А.Е. Городецкого, Р.С. Гринберга СПб.: Алетейя. 424 с.
- Яковлев А.Ю. (2019). Управление российскими компаниями с государственным участием: методологические и практические аспекты: Научный доклад. М.: Институт экономики РАН. 42 с.
- Яковлев А.Ю. (2022). Российская практика регулирования корпоративного управления в различных типах акционерных обществ // *Менеджмент и бизнес-администрирование*. №3. С. 102–113. DOI: 10.33983/2075-1826-2022-3-102-113
- Alami I., Babic M., Dixon A.D., Liu I.T. (2022). Special issue introduction: what is the new state capitalism? *Contemporary Politics*, Vol. 28, Issue 3, pp. 245–263, DOI: 10.1080/13569775.2021.2022336
- Alami, I., Dixon, A.D. (2020). State capitalism(s) redux? Theories, tensions, controversies. *Competition & Change*, Vol. 24, Issue 1, pp. 70–94. DOI: [10.1177/1024529419881949](https://doi.org/10.1177/1024529419881949)

- Apeldoorn B., Graaff N.* (2022). The state in global capitalism before and after the Covid-19 crisis. *Contemporary Politics*, Vol. 28(3), pp. 306–327. <https://doi.org/10.1080/13569775.2021.2022337>
- Benson B. W., Davidson III W. N.* (2009). Reexamining the managerial ownership effect on firm value. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 15, no 5, pp. 573–586. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2009.08.002.
- Berle A., Means G.* (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan: N. Y.
- Bruton, G. D., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Stan, C. V., Xu, L. C.* (2015). State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. *The Academy of Management Perspectives*, Vol. 29, Issue 1, pp. 92–114. <https://doi.org/https://doi.org/10.5465/a>
- Cormier D., Demaria S., Magnan M.* (2017). Beyond earnings: do EBITDA reporting and governance matter for market participants? *Managerial Finance*. No.2. Vol. 43. P. 193-211. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2016-0205>
- Cuervo-Cazurra A., Inkpen A., Musacchio A., Ramaswamy, K.* (2014). Governments as owners: State-owned multinational companies. *Journal of International Business Studies*, Vol. 45, Issue 8, pp. 919–942.
- Cui H., Mak Y.T.* (2002). The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms. *Journal of Corporate Finance*. Volume 8, Issue 4, pp. 313–336, [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00047-5](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00047-5).
- Demsetz H., Lehn K.* (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*. Vol. 93, no. 6, pp. 1155-1177.
- Demsetz H., Villalonga B.* (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*. Vol. 7, no. 3. pp. 209–233.
- Din, S.U., Arshad Khan, M., Khan, M.J. and Khan, M.Y.* (2022). Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis. *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 17 No. 8, pp. 1973–1997. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2019-0220>
- Dolfsma, W., Grosman, A.* (2019). State capitalism revisited: A review of emergent forms and developments. *Journal of Economic*

- Issues. Vol. 53, Issue 2, pp. 579–586. <https://doi.org/https://doi.org/10.1080/0>
- Fabisik K., Fablenbrach R., Stulz R. M., Taillard J. P.* (2021). Why are firms with more managerial ownership worth less? *Journal of Financial Economics*. Volume 140, Issue 3, 2021, pp. 699–725, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.02.008>.
- Fama E.F., Jensen M.C.* (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of law and Economics*. No 2(26), pp. 327–349.
- Fan P.H., Wong T.J.* (2002). Corporate ownership structure and the information of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 33, Issue 3, pp. 401–425, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.243226>
- Florackis C., Kanas A., Kostakis A., Sainani S.* (2019). Idiosyncratic Risk, Risk-Taking Incentives and the Relation Between Managerial Ownership and Firm Value. // *European Journal of Operational Research*. Forthcoming. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2114391>
- Florackis C., Kostakis A., Ozkan A.* (2009). Managerial ownership and performance // *Journal of business research*. V. 62. №.12. pp. 1350–1357. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2008.12.001>
- Gibbons R., Murphy K.* (1992). Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence. *Journal of Political Economy*. Vol. 100, Issue 3, pp. 468–505. <https://doi.org/10.1086/261826>
- Hall B. J., Liebman J. B.* (1998). Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, Oxford University Press, vol. 113(3), pp. 653–691. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2086>
- He X., Eden L., Hitt M. A.* (2016). Shared Governance: Institutional Investors as a Counterbalance to the State in State Owned Multinationals. *Journal of International Management*. Volume 22, Issue 2, pp. 115–130. <https://doi.org/10.1016/j.intman.2016.01.004>.
- Inoue C.F.K.V., Lazzarini S.G., Musacchio A.* (2013). Leviathan as a minority shareholder: firm-level implications of state equity purchases *Academy of Management Journal*. Vol. 56, No. 6, pp. 1775–1801. <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0406>
- Jensen M. C., Meckling W.H.* (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of*

- Financial Economics. Volume 3, Issue 4, 1976, pp. 305–360, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jun B.* (2008). State Ownership and Corporate Performance: Evidence from China // International Conference on Management of Technology. Advances In Management Of Technology, Pt 1, pp. 808–812.
- Kim K.* (2022). Locating new ‘state capitalism’ in advanced economies: an international comparison of government ownership in economic entities, Contemporary Politics, Volume 28, Issue 3, pp. 285–305, DOI: 10.1080/13569775.2021.2022335
- Lemmon M., Lins K.* (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. Journal of Finance. Vol. 58, Issue 4, pp. 1445–1468 <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.265108>
- Loderer C., Martin K.* (1997). Executive stock ownership and performance tracking faint traces // Journal of Financial Economics. Vol. 45, Issue 2, pp. 223–255, [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00017-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00017-2).
- Low A.* (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation // Journal of Financial Economics. Vol. 92, Issue 3. Pp. 470-490. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.05.004>.
- Margaritis D., Psillaki M.* (2010). Capital structure, equity ownership and firm performance. Journal of Banking and Finance. Vol. 34, Issue 3, pp. 621–632. DOI:10.1016/J.JBANKFIN.2009.08.023
- McConnell J.J., Servaes H., Lins K.V.* (2008). Changes in insider ownership and changes in the market value of the firm. Journal of Corporate Finance. Vol. 14 (2), pp. 92–106, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.02.001>.
- Miguel H. A., Pindado J., Torre C.* (2003). Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System. EFMA 2003 Helsinki Meetings. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.393464>
- Morck R., Shleifer A., Vishny R.* (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. // Journal of Finance Economics. No 20 (1–2), pp. 293–315 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)

- Musacchio A., Lazzarini S.G.* (2014). *Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2014. 368p. [10.1017/S153759271500290X](https://doi.org/10.1017/S153759271500290X)
- Okhmatovskiy I.* (2010). Performance Implications of Ties to the Government and SOEs: A Political Embeddedness Perspective. *Journal of Management Studies*. Vol. 47, pp. 1020–1047. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2009.00881.x>
- Oliveira J. F. da R., Viana Junior D.B.C., Ponte V.M.R. e Domingos S.R.M.* (2017). INDICADORES DE DESEMPENHO E VALOR DE MERCADO: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA. *REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL – Universidade Federal do Rio Grande do Norte*. No. 2. Vol. 9. P. 240-258. doi: 10.21680/2176-9036.2017v9n2ID10787
- Sawant R.J., Nachum L., Panibratov A.Y.* (2021). The Effect of Interpersonal Political Embeddedness on Firm Internationalization Scope. *Brit J Manage*. Vol. 32, pp. 812–831. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12430>
- Shleifer A.* (1998). State Versus Private Ownership // *Journal of Economic Perspectives*. Volume 12, Number 4, pp. 133–150. <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.12.4.133>
- Sperber N.* (2019). The many lives of state capitalism: From classical Marxism to free-market advocacy. *History of the Human Sciences*, Vol. 32(3), pp. 100–124. doi:10.1177/0952695118815553
- The Oxford Handbook of State Capitalism and the Firm (Oxford Handbooks)* (2022). / Ed. by Wright M., Wood G. T., Cuervo-Cazurra A., Sun P., Okhmatovskiy I., Grosman A. Oxford University Press. 912 p. [10.1093/oxfordhb/9780198837367.001.0001](https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780198837367.001.0001)
- Tian LH., Estrin, S.* (2008). Retained state shareholding in Chinese PLCs: Does government ownership always reduce corporate value? *Journal of Comparative Economics*. Volume 36, Issue 1, Pages 74-89, <https://doi.org/10.1016/j.jce.2007.10.003>.
- Vaaler P., Schrage B.* (2009). Residual state ownership, policy stability and financial performance following strategic decisions by privatizing telecoms. *J Int Bus Stud* 40, pp. 621–641. <https://doi.org/10.1057/jibs.2008.104>
- Wright M., Wood G., Musacchio A., Okhmatovskiy I., Grosman A., Doh J.P.* (2021). State capitalism in international context: Varieties

and variations. Journal of World Business. Volume 56, Issue 2,  
<https://doi.org/10.1016/j.jwb.2020.101160>.



Редакционно-издательский отдел:

Тел.: +7 (499) 129 0472

e-mail: [print@inecon.ru](mailto:print@inecon.ru)

Сайт: [www.inecon.ru](http://www.inecon.ru)

*Научный доклад*

**Смотрицкая И.И., Фролова Н.Д.**

Управление компаниями с государственным участием:  
вопросы теории и эмпирические измерения

Оригинал-макет *Валериус В.Е.*

Редактор *Полякова А.В.*

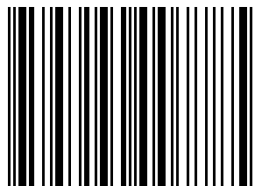
Компьютерная верстка *Борщёва И.В.*

Подписано в печать 27.12.2024 г. Заказ № 25

Тираж 300 экз. Объем 2,3 уч.-изд. л.

Отпечатано в ИЭ РАН

ISBN 978-5-9940-0778-5



9 785994 007785 >

