

# ВЛИЯНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО УЧАСТИЯ В АКЦИОНЕРНОМ КАПИТАЛЕ НА ЭФФЕКТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ НА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКАХ КАПИТАЛА

Черкасова В.А.<sup>1</sup>

Данный обзор построен на основе одной из популярных на сегодняшний день концепций корпоративных финансов – финансовой архитектуре. Так как существует ограниченное число эмпирических работ, посвященных изучению государственного участия в акционерном капитале, в статье проведен обзор теоретических работ, посвященных как влиянию структуры собственности на результаты деятельности компании, так и особенностям государственного участия в капитале компаний. Проведен сравнительный анализ степени такого влияния для компаний разных стран.

Ключевые слова: структура собственности, концентрация собственности, производительность компании, агентские издержки, стоимость компании

JEL: G32

Ключевые слова: структура собственности, концентрация собственности, производительность компании, агентские издержки, стоимость компании

В настоящее время государственное участие в деятельности компании имеет две формы. С одной стороны, государство предоставляет субсидии частному сектору, налоговые упрощения, создает некоторым отраслям стимулы для роста. С другой стороны, государство имеет некоторую долю в капитале многих компаний из разных отраслей. Критики такой формы участия государства считают, что вмешательство вызывает искажения в экономике и приводит к потере благосостояния.

Общепринятое мнение состоит в том, что компании с государственным участием неэффективны по сравнению с частными компаниями и отстают от них как в финансовых, так и в рыночных показателях. Большинство эмпирических работ, посвященных этой теме, основаны на анализе публичных компаний, оперирующих либо в качестве монополии, либо как регулируемые дуополии. Вопрос в эффективности таких компаний в сравнении с частными компаниями очень важен, поскольку, если компании с государственным участием, оперируя как монополия, показывают плохие результаты, то необходимо определить, какая часть сокращенной прибыльности компании является результатом структуры собственности, а какая объясняется рыночными условиями. Таким образом, выводы подобных статей нельзя использовать для объяснения влияния государственного участия на эффективность компании, поскольку они не характеризуют влияние типа собственности, то есть нет вариации этой собственности в случае, когда компания занимает монопольное положение. Более того, существует мнение, что при условии определенной конкуренции между публичными и частными компаниями разница в финансовых и рыночных результатах оказывается незначительной (Borcharding, 1982). В литературе, посвященной данной проблематике, отсутствует анализ того, какой уровень участия государства приемлем, то есть положительно влияет на финансовое состояние компании, а какой уровень участия ухудшает финансовые и рыночные показатели компании.

Актуальность представленного обзора является следствием того, что в современной литературе отсутствует единое мнение по вопросу влияния государственного участия на финансовые и рыночные результаты компании. Особенно результаты исследователей смешаны при анализе развивающихся рынков (Сингапур, БРИК), где государственное вмешательство приобрело широкое распространение. При этом эффективность такого вмешательства вызывает вопросы у многих исследователей. В этой связи данная статья в рамках анализа компаний стран БРИК имеет особую значимость и способна привлечь серьезное внимание как ученых, так и представителей власти.

## Обзор исследований, посвященных влиянию структуры собственности на результаты деятельности компании

Дебаты о влиянии структуры собственности на результаты деятельности ведутся уже давно. Некоторые авторы утверждают, что распределение собственности оказывает важное влияние на эф-

<sup>1</sup> Канд. эконом. наук, доцент кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ.

фективность и стратегическое развитие фирм. Сторонники этой идеи считают, что структура собственности значимо влияет на финансовые и рыночные показатели фирмы (Salancik, Pfeffer, 1980). Поэтому чем выше концентрация собственности, тем больше влияние собственников на действия менеджмента. Другие исследователи придерживаются мнения, что распределение прав собственности незначимо (Demsetz, 1983; Fama, 1983). Таким образом, исследователи разделились на тех, кто считает, что распределение собственности имеет значимое влияние на эффективность компании и ее стратегическое развития, и тех, кто эмпирически не обнаружили значимой зависимости.

Возможным объяснением отсутствия единого мнения по данному вопросу может являться то, что разные исследователи ставили для себя разные задачи – обнаружить связь с производительностью, эффективностью деятельности, структурой и стратегией компании, дивидендной политикой, стоимостью фирмы. При этом эмпирические выводы многих авторов оказывались противоположными вследствие проблем с данными, применения разных методик, результирующих показателей, предпосылок, временных интервалов и исторических событий.

Для понимания сложившихся в научной литературе тенденций необходимо более подробно изучить литературные источники, рассматривающие эти темы.

Связью структуры собственности и производительности фирмы занимался Шелл (Shell, 1989). Он рассчитал производительность как добавленную стоимость, рассчитанную на одного работника. Этот же подход был применен в работах Гейла и Гутча (Gale, 1987; Guth, 1984). В соответствии с ним

$$Value\ added = \frac{Pretax\ Income + Capital\ Costs + Employment\ Costs}{Number\ of\ Employees}, \quad (1)$$

где *Value added* – добавленная стоимость на одного работника;

*Number of Employees* – количество занятых работников;

*Pretax Income* – доход до уплаты налогов;

*Capital Costs* – капитальные затраты;

*Employment Cost* – затраты, связанные с наймом работников.

Такой способ оценки производительности более эффективный, по мнению авторов, чем обычные показатели рентабельности, которые основаны на прибыли до выплаты налогов, но после выплаты капитальных затрат, а значит, зависят от выбранной амортизационной схемы. Указанный показатель представляет собой стоимость, созданную фирмой, которая не зависит от принципов учета. Так, авторы обнаружили положительную связь между концентрацией собственности и производительностью, предполагая, что крупные акционеры, которые не являются менеджерами, повышают эффективность компании, стремясь максимизировать ее стоимость. Однако для акционеров-менеджеров данный результат не был получен. Кроме этого, выяснилось, что крупные акционеры влияют на производительность фирмы не только непосредственно, но и через влияние на стратегию диверсификации, инвестирование в научно-исследовательские разработки (R&D). Они активно голосуют в большей степени в пользу инвестирования в R&D, чем в диверсификацию в несмежные области. Более того, Амихад и Лев (Amihud, Lev, 1981) выяснили, что компании, которыми владеют крупные блокирующие собственники, реже вступают в сделки по слияниям и поглощениям несвязанного бизнеса, а Хилл и Шелл (Hill, Shell, 1989) показали, что высокий уровень блокирующей собственности отрицательно связан с продуктовой диверсификацией. В соответствии с исследованием Бергча (Bergh, 1995) концентрация собственности положительно связана с продажей бизнес-единиц, не связанных с основным видом деятельности. В свою очередь, Шелл (Shell, 1989) эмпирически обнаружил, что диверсификация, инвестиции в R&D, капиталоемкость и структура собственности влияют на производительность фирмы, что только подтверждает указанное воздействие. Акционеры-менеджеры действуют ровно наоборот. При этом стоит выделить некоторую противоречивость влияния именно диверсификации. Так, Мэррис и Мюллер (Marris, 1964; Mueller, 1969) показали, что экстенсивная диверсификация бизнеса в несвязанные области является лучшим способом максимизировать размер компании, что представ-

ляет особый интерес для менеджеров. Такая диверсификация позволяет менеджерам увеличивать размер компании и снижать операционные риски в ущерб эффективности компании, ее стоимости, производительности и в целом интересам собственников. С другой стороны, диверсификация в смежные области, по мнению некоторых исследователей (Montgomery 1981; Shell, 1989) связана с более высокими экономическими результатами, которые возникают в результате экономии на масштабе. Белкаоуи и Пэвлик (Belkaoui, Pavlik, 1992) показали, что стоимость компании выше в случае, если фирма проводит диверсификацию в смежные отрасли. Если компания диверсифицируется в новые виды бизнеса, зависимость от рыночной стоимости остается положительной, но ниже, чем в предыдущем случае.

Энг и Динг (Ang, Ding, 2006) рассчитали средний уровень производительности отдельно для частных компаний и для компаний с государственным участием. Выяснилось, что компании с государственной долей имеют более высокий показатель Cash/Total Assets (отношение наличности к общим активам) по сравнению с частными компаниями. Таким образом, авторы приходят к выводу, что компании с государственной долей должны хранить более высокие денежные средства как резерв на случай финансовых затруднений. P/B показатель (Price-to-book ratio, коэффициент, равный отношению текущей рыночной капитализации компании к ее балансовой стоимости) оказался значительно выше для компаний с государственным участием по сравнению с частными (2,636 по сравнению с 1,819). Это означает, что рынок оценивает компании с государственным участием выше их балансовой стоимости. Однако разница в показателе P/E (мультипликатор отношения цены к собственному капиталу) между частными компаниями и компаниями с государственной долей оказалась незначимой. Кроме этого, авторы использовали корреляционную матрицу Пирсона, которая показала, что существует положительная корреляция между статусом государственного участия и финансовым рычагом. Это означает, что денежные резервы компаний с государственным участием поддерживают их более высокий рычаг. Кроме этого, эта же таблица показывает, что показатель Q Тобина, который является аппроксимирующим для стоимости компании, положительно коррелирует с государственным участием и иностранной собственностью. Авторы приходят к заключению, что сингапурские компании с государственным участием по всем показателям не хуже частных компаний.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что исследователи эмпирически пришли к выводу, что установить влияние каждого типа собственника на производительность компании однозначно нельзя, поскольку применялись разные показатели производительности (рентабельность, производительность труда и т.д.).

Существует множество работ, изучающих связь между структурой собственности и финансовыми показателями фирмы. Ранние работы, начиная с Берли и Минса (Berle, Means, 1932), показывают положительную зависимость между концентрацией собственности и бухгалтерской доходностью фирмы (Cubbin, Leech, 1983). Однако ряд исследователей придерживаются мнения, что концентрация собственности является эндогенным фактором, который балансирует затраты (или риск) и доходы от собственности. Так, Димзетс и Лен (Demsetz, Lehn, 1985) обнаружили, что связь между концентрацией собственности и бухгалтерскими показателями доходности незначима, если учесть в модели все важные для данной выборки контрольные переменные. Такой же результат был получен в нескольких других исследованиях: Герсона и Барра (Gertson, Barr, 1996), Педерсена и Томсена (Pedersen, Thomsen, 1999). Более поздние работы, посвященные влиянию структуры собственности на деятельность фирмы, обнаружили положительный эффект от концентрации собственности (Chaganti, Damanpour, 1991; Ang, Cole, Lin, 2000). Так, Ллойд и Хэнг (Lloyd, Hand, 1987) показали, что финансовые результаты выше у той фирмы, которая контролируется собственниками. Зекхаузер и Паунд (Zeckhouser, Pound, 1990) показали, что мультипликатор отношения цены к собственному капиталу (P/E) увеличивается вместе с ростом концентрации собственности в отраслях, которые авторы описали как «легкие к контролю» и где собственники могут влиять на производительность.

Большинство исследователей используют ROE и ROA для оценки финансовой доходности фирмы. Энг и Динг (Ang, Ding, 2006) предложили применять модель DuPont для детального анализа ROE компаний с государственным участием:

$$ROE = \frac{NI}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets} \times \frac{Assets}{Equity}, \quad (2)$$

где  $ROE$  – доходность собственного капитала;

$NI$  – чистая прибыль;

$Sales$  – объем продаж;

$Assets$  – активы компании;

$Equity$  – собственный капитал.

В соответствии с исследованием Энга и Динга (Ang, Ding, 2006) главным драйвером доходности компаний с государственным участием являются отношения чистой прибыли к продажам и активов к собственному капиталу. Однако выяснилось, что отношение выручки к активам ниже для компаний с государственным участием по сравнению с частными на 1%-ном уровне значимости. Это позволяет говорить о том, что компании с государственной долей не так хорошо используют свои активы по сравнению с частными компаниями. Авторы приходят к выводу, что в Сингапуре компании с государственным участием не хуже частных компаний с точки зрения риска, доходности и стоимости компаний.

### Влияния структуры собственности на агентские издержки

Литература, посвященная стратегическому управлению, фокусируется на агентской теории, которая связывает структуру собственности и экономические результаты (Gedajlovich, Shapiro, 1998; Bergh, 1995). Агентская теория впервые была сформулирована Меклингом и Дженсеном, описывает взаимоотношения между принципалом/собственником и агентом/менеджером, которые действуют в соответствии со своими интересами. Стандартное предположение состоит в том, что принципалы/собственники хотят максимизировать свои доходы (или стоимость фирмы), в то время как у менеджеров другие интересы – их компенсации, уровень применяемых усилий, предпочтения относительно затрат, размера фирмы, диверсификации и т.д. Энг, Коул и Лин (Ang, Cole, Lin, 2000) протестировали влияние структуры собственности на агентские издержки и выяснили, что компания, управляемая собственниками, несет агентские затраты на 5,4 процентных пункта ниже, чем фирма, управляемая внешними менеджерами. Кроме этого, результаты авторов показывают, что фирмы, в которых один собственник (семья) владеет более 50% собственного капитала, несут агентские издержки, измеренные с помощью операционных расходов к выручке, на 3 процентных пункта ниже. Более того агентские издержки растут вместе с ростом числа собственников, которые не являются менеджерами. Авторы также проверили гипотезу о влиянии структуры капитала на агентские издержки и обнаружили отрицательную взаимосвязь между этими показателями. Однако коэффициент оказался незначим. Это позволяет предположить, что требуются дополнительные переменные и эконометрические преобразования для установления значимой зависимости между структурой капитала и агентскими издержками. Подобное тестирование было осуществлено в ряде работ, например в работе Пирогова и Бобрышева (Пирогов, Бобрышев, 2009), где авторы обнаружили зависимость между агентскими издержками и структурой собственности.

### Исследование влияния структуры собственности на стоимость компании

Существуют две конфликтующие гипотезы, описывающие взаимосвязь между структурой собственности и стоимостью фирмы: «конвергенция интересов» и «гипотеза закрепления». В соответствии с первой гипотезой, рыночная стоимость и доходность компании растет с ростом доли собственности менеджеров. Берли и Минс (Berle, Means, 1932) утверждают, что когда менеджеры владеют небольшой долей собственного капитала фирмы, у них есть стимулы отказаться от максимизации стоимости фирмы и использовать активы фирмы для удовлетворения собственных интересов, а не интересов собственников. Однако, как показали Меклинг и Дженсен (Meckling, Jensen, 1976) стоимость отклонения от стратегии максимизация стоимости фирмы сокраща-



ется вместе с ростом доли менеджеров в собственном капитале. В соответствии с «гипотезой закрепления», рыночная стоимость и доходность фирмы не растут вместе с ростом собственности менеджмента. Фама и Дженсен (Fama, Jensen, 1983) обнаружили компенсирующие расходы, связанные с большей собственностью менеджеров. Авторы указывают, что если у менеджеров есть небольшая доля собственности, они будут работать в целях увеличения стоимости фирмы вследствие действующих рыночных ограничений (рынок труда менеджеров, Фама (Fama, 1980); продуктовый рынок, Харт (Hart, 1983); рынок корпоративного контроля, Дженсен и Рабек (Jensen, Ruback, 1983). Если же менеджеры обладают большой долей собственности, имеют право голоса, гарантирующее им их рабочие места, они могут отказаться от поведения, увеличивающего стоимость компании. Таким образом, обе теории предполагают немонотонную зависимость между долей собственности менеджеров и производительностью фирмы.

Приближенные к реальности результаты показывает исследование Клайсенса, Дьянкова и Фэна (Claessens, Djankov, Fan, 2002), которые проанализировали крупные компании из восьми восточноазиатских стран и обнаружили, что концентрация собственности положительно связана со стоимостью фирмы. Один из интересных выводов заключался в том, что разница в правах на контроль и на денежный поток, которыми обладает владелец блокирующего пакета, отрицательно связана со стоимостью фирмы.

Отдельно стоит вопрос, поднятый в работе Демсетца (Demsetz, 1983), который состоит в том, что если существует определенная оптимальная структура собственности или ее тип, которая приводит к максимизации стоимости фирмы, почему тогда одни собственники не продадут, а другие не купят у них акции? Анализируя этот вопрос, можно привести несколько возможных ответов. Например, законодательные ограничения (потолок на максимальную долю собственности в одной фирме), проблемы «безбилетника», предпочтения инвесторов относительно ликвидности и риска.

Стоит рассмотреть исследования, включающие анализ зависимости структуры собственности и показателя Q Тобиана. Так, Макконелл и Серваес (McConnell, Servaes, 1990) в анализе влияния структуры собственности на стоимость фирмы выявили немонотонную зависимость между исследуемыми факторами – Q Тобиана растет вместе с ростом доли собственности инсайдеров (менеджеров), но только до 40% от общего объема выпущенных акций. При росте доли собственности менеджеров выше 40%, показатель Q Тобиана убывает. Таким образом, авторы обнаружили нелинейную зависимость между рыночной стоимостью компании, измеренную с помощью показателя Q Тобиана, и долей собственности менеджеров.

Зависимость между Q Тобиана и собственностью менеджмента анализировал Линс (Lins, 2003). Он показал, что если доля владения менеджментом составляет от 5% до 20% и если менеджмент является крупнейшим собственником прав на контроль, стоимость фирмы снижается. Если есть крупный собственник, не являющийся менеджером, собственность менеджера от 5% до 20% не влияет на стоимость фирмы. Проведенный автором регрессионный анализ также показал, что Q Тобиана положительно связан с уровнем контроля со стороны любых собственников, не являющихся менеджерами. Это означает, что инвесторы требуют скидку при покупке тех компаний, в которых существуют серьезные агентские проблемы, возникающие вследствие несоответствия интересов собственников и менеджеров. Подобный результат был получен в некоторых других работах, например, у Морка, Шляйфера и Вишна (Morck, Shleifer, Vishny, 1988). Помимо этого Линс (Lins, 2003) показал, что воздействие пирамидальной структуры на стоимость компании и владение ею неменеджерами зависит от защиты собственности в стране. Если у менеджеров есть права контроля, которые превышают их собственность, стоимость компании значительно ниже в странах с низкой защитой прав инвесторов. Таким образом, механизмы внешнего управления ограничивают менеджеров в их действиях, негативно влияющих на стоимость фирмы. Кроме этого, автор эмпирически показал, что зависимость между крупным собственником, который не является менеджером, и стоимостью компании значительно больше в странах с низкой защитой прав инвесторов. Как показал Линс, степень влияния агентской проблемы на стоимость фирмы зависит от разных факторов. Так, существование стимулов, которые объединяют интересы менеджеров и внешних собственников, повышает стоимость фирмы. Наоборот, если менеджеры изолированы от внешних собственников, они могут использовать свои полномочия для получения корпоративных

ресурсов, и это использование прав контроля снижает стоимость компании. Отдельно автор выделил фактор, определяющий долю владения блокирующим пакетом неменеджментом компании. Если в компании есть крупные собственники, не являющиеся менеджерами, у которых есть не только стимулы контролировать менеджеров, но и способность влиять на менеджмент для повышения денежного потока, стоимость фирмы будет выше. Однако нельзя не отметить и явный недостаток данного утверждения автора – такие собственники, так же как и менеджеры, могут использовать свою силу в личных интересах, что негативно повлияет на стоимость фирмы. Поэтому каждый фактор нужно анализировать отдельно в рамках конкретной компании. Кроме этого, необходимо проанализировать связь не только с долей собственности менеджеров, но и с другими типами собственников.

Существует метод приближенного вычисления показателя Q Тобина, который показывает, как финансовые показатели связаны с другими мерами учета, который предложили Чинг и Пруйт (Ching, Pruitt, 1994):

$$Q = \frac{MV(CS) + BV(PS) + BV(LTD) + BV(CL) - BV(CA)}{BV(TA)}, \quad (3)$$

где  $MV(CS)$  – рыночная стоимость обыкновенных акций,

$BV(PS)$  – балансовая стоимость привилегированных акций,

$BV(LTD)$  – балансовая стоимость долгосрочного долга,

$BV(TA)$  – балансовая стоимость совокупных активов.

В соответствии с этим подходом восстановительная стоимость сооружений, оборудования совпадает с балансовой стоимостью. Ряд авторов, Макконелл и Серваес (McConnell, Servaes, 1990), Морк (Morck et al., 1988), считают, что показатель Q Тобина – более устойчивый метод оценки стоимости компании, поскольку в нем стоимость активов не зависит от волатильности, как в случае с ценой акции, когда используются мультипликаторы P/BV или P/E.

Энг и Динг (Ang, Ding, 2006) исследовали компании с государственной долей и построили модель, в которой учли влияние государственного участия на эффективность компании, а также является ли председатель совета директоров генеральным директором (агентская теория), есть ли доля иностранного участия (владение более 5% акций означает, что иностранные акционеры могут контролировать деятельность компании).

Выяснилось, что показатель Q Тобина значимо положительно связано с долей государственного участия даже при условии контролирования основных факторов. Доходность, оцененная с помощью ROE, положительно связана с показателем Q Тобина. Однако разница между доходностями компаний с государственной долей и частных компаний в соответствии с Вальд тестом незначима. Разница в уровне финансового рычага также незначима.

### Влияние структуры собственности на результаты деятельности компаний в России

Существует большое количество эмпирических работ, посвященных изучению влияния собственности на деятельность компаний в России. Большинство исследователей фокусируются на структуре собственности или на типе самого крупного акционера (Blanchard, Aghion, 1996; Филаточев, 1999). Филачев, Капелюшников и Демина (Филачев, Капелюшников и Демина, 2001) исследовали 150 российских компаний разного размера, для того чтобы найти связь между концентрацией собственности, уровнем инвестирования и финансовыми показателями деятельности фирмы. Авторы обнаружили высокую концентрацию собственности в российских компаниях, и ее отрицательное воздействие на инвестиции и финансовые показатели. Более того, тип крупнейших собственников оказался незначимым. На основе этого авторы сделали вывод, что большинство собственников используют свою силу для того, чтобы экспроприировать значительную долю корпоративного богатства, и эти действия сокращают возможности фирмы привлечь собственный капитал. Филачев, Капелюшников и Демина предложили простую теоретическую модель, которая иллюстрирует

влияние концентрации собственности на инвестиционные решения компании и на ее стоимость. В своей модели авторы предположили, что компания может реализовывать инвестиционные проекты, при условии что текущие инвестиционные ресурсы ограничены, и только внешние инвесторы могут предоставить капитал для реструктуризации и повышения эффективности. В модели предусмотрено привлечение капитала только в виде дополнительных выпусков акций. В модели предполагается, что контролирурующий акционер имеет большинством прав, связанных с правами на собственный капитал и денежный поток. При этом контролирующий акционер несет издержки на получение премии. Если права миноритариев слабо защищены, контролирующий акционер имеет возможность получать премию за контроль, которая определяется как доля корпоративного дохода, которую контролирующий акционер может присвоить. Выполняется условие, в соответствии с которым чем выше премия за контроль, тем меньше объем внешнего инвестирования. Удержание собственного капитала в фирме создает агентскую проблему, за которую полностью платит контролирующий акционер. Таким образом, если предельные затраты от изъятия собственности не зависят от премии за контроль, то чем выше доля собственности на денежный поток у крупнейшего акционера, тем ниже стимулы нарушать права миноритариев и экспроприировать их собственность. Если предельные затраты от экспроприации собственности у миноритариев не постоянны, а уменьшаются вместе с ростом премии за контроль, то рост концентрации собственности сопровождается более чем пропорциональным ростом голосующих прав, в результате чего снижаются издержки на экспроприацию, поскольку сокращаются возможности миноритариев эффективно контролировать крупнейшего собственника.

Данная простая модель позволяет сделать еще несколько выводов. Так, увеличение собственности увеличивает экспроприацию и снижает инвестиции. Помимо этого увеличение премии за контроль снижает стоимость фирмы. В результате авторы утверждают, что возможности фирмы зависят от выбора крупнейшего собственника нарушать или нет права миноритариев. Выбор этот зависит от издержек, связанных с нарушением (экспроприацией). Данная модель подходит для исследования на российском рынке, поскольку здесь все еще не развита правовая среда, и права миноритариев не всегда защищены. Кроме этого, акции многих компаний открыто не торгуются, снижая возможность миноритариев продать свои доли.

Эмпирически данную модель протестировали Филачев, Капелюшников и Демина (Филачев, Капелюшников и Демина, 2001), ставя перед собой задачу определить зависимость между концентрацией собственности и инвестиционными возможностями российских приватизированных компаниях. Авторы проанализировали 120 российских компаний за период 1997–1999 гг. В результате они обнаружили отрицательную связь между концентрацией собственности и деятельностью компании. В качестве показателя деятельности авторы выбрали производительность труда, дамми-переменную, принимающую значение 1, если в предыдущий период компания выпустила отчетность и 0 иначе, а также долю бартера в общих продажах, считая, что в России в анализируемом периоде бартер играл значимую роль. При этом тип собственности оказался незначим.

Этот вывод подтверждает мнение, высказанное и другими исследователями, например, Ла Порты (La Porta, 1999) о том, что при высокой концентрации собственности разница между внутренними и внешними собственниками отсутствует, поскольку блокирующий собственник имеет сильные стимулы изъять имеющиеся в компании ресурсы за счет миноритарных собственников. Таким образом, контролирующие собственники согласны нести издержки, связанные с концентрацией собственности, вместо того чтобы отказаться от премии за контроль. К такому же результату пришли Кузнецов и Муравьев (Кузнецов и Муравьев, 2000), которые проанализировали 103 российских крупнейшие компании. Их исследование показало, что концентрация собственности отрицательно связана с показателем  $Q$  Тобина. Авторы объяснили полученный результат тем, что самые крупные собственники присваивают себе остаточный доход до распределения прибыли.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что концентрация собственности в России отрицательно связана со стоимостью фирмы, однако нет единого мнения о влиянии каждого типа собственника на стоимость бизнеса в странах БРИК, остается открытым вопрос о влиянии участия государства в акционерном капитале.

## Обзор существующих механизмов государственного участия, их преимущества и недостатки

Сначала определим, что компании с государственным участием – особый вид организаций, которые отличаются от государственных корпораций и унитарных предприятий. Компании с государственным участием – это компании, акционером которых является государство как единственный акционер или как один из акционеров.

В России существуют четыре механизма государственного участия в деятельности компании: представление интересов государства, доверительное управление, внесение государственных пакетов акций в уставные фонды организаций (холдинговые компании) и создание государственной корпорации. Кроме того, отдельно выделяются компании, в которых государство имеет «золотую акцию». Рассмотрим каждый из предложенных видов более детально:

1. *Представление интересов государства в крупных компаниях осуществляется представителями государства* – чиновниками отраслевых министерств, Министерством экономики, Министерством государственного имущества.

Недостатками представления интересов государства ведомствами можно считать, во-первых, то, что управлением одной компанией часто занимаются несколько ведомств, которые отстаивают разные интересы. Во-вторых, государственные чиновники обычно ставят перед компанией не только экономические, но и социальные цели. Кроме этого, как отмечают Кузнецов и Муравьев (Кузнецов и Муравьев, 2002), возникает проблема с назначением совета директоров, в который назначаются чиновники министерства, у которых обычно нет достаточного опыта в бизнесе. Именно поэтому несоответствие интересов между министерствами, ведомствами и самой компанией приводит к неэффективной деятельности компании.

2. *Доверительное управление имуществом государства* дает право государству передать свои права владения, пользования и распоряжения другим организациям. Это не означает право собственности на переданное в доверительное управление имущество к доверительному управляющему. Однако, не становясь собственником, доверительный управляющий имеет возможность владеть, пользоваться и распоряжаться доверенным ему имуществом в имущественном обороте от своего имени, но в интересах собственника. Доверительное управление решает проблему недостаточной эффективности государственного управления.

Главное преимущество доверительного управления – исключение прямого влияния на компанию некомпетентных государственных чиновников. Более того, управление пакетом акций можно передать людям, у которых есть опыт работы в бизнесе, можно назначать доверительных управляющих на конкурсной основе, в договоре доверительного управления можно связать вознаграждение с результатами деятельности. Однако у данного механизма есть и недостатки. Так, к примеру, существует риск, что доверительный управляющий будет пользоваться своим положением для получения собственных выгод, а не максимизировать стоимость компании.

3. *Создание государственных холдинговых компаний* осуществляется на основе указов Президента Российской Федерации об отдельных предприятиях и на основе Временного положения о холдинговых компаниях<sup>1</sup>. К примеру, ОАО РАО «ЕЭС России» управляла пакетами акций 71 региональной энергетической компании. Важно, что в 53 таких компаниях холдингу принадлежало более 49% акций (Кузнецов, Муравьев, 2000). Многие аналитики считают, что формирование холдингов приводит к повышению эффективности управления государственной собственностью (например, путем снижения издержек управления, с помощью уменьшения количества единиц управления, централизации инвестиционных ресурсов и координации производственных программ).

Одним из главных преимуществ государственных холдинговых компаний является, по мнению Кузнецова и Муравьева, тот факт, что такие холдинговые предприятия выступают буфером между государственными чиновниками и компаниями смешанной

<sup>1</sup> Приложение к Указу Президента Российской Федерации от 16 ноября 1992 г. №1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации промышленных предприятий».



формы собственности. Функции контроля переданы от государственных чиновников специальной холдинговой компании, которая формирует совет директоров из числа высококвалифицированных лиц. Так, если цель холдинга – максимизация прибыли, то руководство будет максимизировать эффективность всей компании. Холдинги призваны ослабить контроль над предприятием, хотя полностью его не устраняют.

4. *Государственная корпорация (government-owned corporation или State-owned corporation)* обозначает компанию, которая находится в государственной собственности, причем обычно имеются в виду акционерные общества, 100% акций которых принадлежат государству.
5. «Золотая акция» – ценная бумага, предоставляющая ее держателю все права, которые предусмотрены для владельцев обыкновенных акций<sup>1</sup>. После принятия Закона 1997 г. №123 «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации» «золотая акция» дает право на участие Российской Федерации в управлении акционерными обществами. Орган, который принял решение об использовании права «золотая акция», имеет все законные основания назначать представителей в совет директоров и ревизионную комиссию, требовать созыва собрания акционеров, накладывать вето во время принятия решений по важным вопросам. Важно, что государство может управлять компанией с «золотой акцией» только с помощью института представителей. Авдашева отмечает, что обычно компании, в которых у государства есть «золотая акция», – крупные, но не «гиганты промышленности». В качестве примера можно привести такие компании, как Московская научно-производственная компания «Авионика», «Апатит», «Красноярская угольная компания», «Внуковские авиалинии».

Таким образом, сложно объяснить предпочтительность одного из механизмов государственного управления компанией. Именно по этой причине существует необходимость оценить эффективность разных механизмов государственного участия в деятельности компании.

### **Анализ исследований, посвященных эффективности государственного участия для развитых и развивающихся стран**

Определим понятие «эффективность» для компаний с государственным участием. Несмотря на то что максимизация стоимости компании является основной целью для частных компаний, особенно с позиции акционеров, для компаний, долю акций которых держит государство, стоимость и прибыль являются только одними из нескольких целей, но не самыми важными.

#### **Социальная направленность компаний с государственным участием**

Шапиро и Уиллиг (Shapiro, Willig, 1990) пишут о том, что государственные компании призваны устранять провалы рынка с помощью определенной ценовой политики и соблюдать социальные цели. В результате такой социальной роли эффективность таких компаний снижается.

Шляйфер и Вишнай (Schleifer, Vishny, 1994), Бойко (Boycko et al., 1996), говорят о том, что компании с государственным участием вынуждены преследовать политическую цель, например, поддерживать избыточную занятость, в отличие от частных компаний, которые максимизируют свою прибыль.

Кроме этого, Чхиббер и Маджумдар (Chhibber, Majumdar, 1998) отмечают, что компании с государственным участием подвержены влиянию профсоюзов, работников, идеологических соображений.

Таким образом, можно сделать вывод, что в рамках рассмотрения социальной и идейной направленности компаний с государственным участием большинство авторов сходятся во мнении, что, из-за акцентирования внимания на социальных аспектах остальные аспекты работы компаний могут быть неэффективными.

<sup>1</sup> Указ Президента Российской Федерации от 16 ноября 1992 г. №1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации промышленных предприятий».

## Особенности управления человеческими ресурсами компаний с государственным владением

Крюигер (Krueger, 1990) отмечает, что компании с государственным участием вынуждены нанимать работников, связанных с действующей властью, а не квалифицированных людей, призванных выполнять поставленные цели. Это может крайне пагубно сказаться на эффективности работы компании. Более того, Барберис (Barberis et al., 1996) и Пхелпс (Phelps, 1992) считают, что контролирование деятельности менеджеров государством всегда неэффективно, и, как отмечают Барберис (Barberis et al., 1996) и Крюигер (Krueger, 1990), менеджеров компаний с государственным участием назначают благодаря «их умению находить общий язык с властью», менеджеров частных компаний – «за умение управлять компанией эффективно». И даже с другой стороны наблюдается подобный эффект: согласно Вickersу и Яроу (Vickers, Yarrow, 1988), менеджеры государственных компаний часто не имеют стимулов для эффективной работы. Все рассмотренные факторы подтверждают следующее предположение – сложившаяся ситуация в области управления персоналом компаний с государственным участием приводит к крайне неэффективной работе таких компаний.

Однако существуют и исследования, показывающие абсолютно противоположные выводы. Например, Викерс и Яроу (Vickers, Yarrow, 1991) показали, что агентская проблема возникает не только в государственных, но и в частных компаниях. Во многих крупных компаниях менеджеры владеют лишь небольшим числом акций, а в силу высоких издержек контролирования их деятельности возникает конфликт интересов. При этом Девентер и Малатеста (Dewenter, Malatesta, 1998) пишут, что государство, как крупнейший акционер, контролирует деятельность менеджеров более эффективно, чем акционеры компании со смешанной формой собственности.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что среди исследователей нет четкого и утвержденного мнения относительно разницы в эффективности частных компаний и компаний с государственным участием в рамках особенностей управления человеческими ресурсами.

### Конкурентная среда и товарные рынки

Существует точка зрения, которой придерживаются Неллис (Nellis, 1991), Демзетс и Лен (Demsetz, Lehn, 1985), Девентер и Малатеста (Dewenter, Malatesta, 2001), что главным фактором эффективности компании является конкуренция и деятельность на товарных рынках, а не распределение прав собственности. Ряд авторов, например, Бордмен и Найнинг (Boardman, Nining, 2004), Борчердинг (Borcherding et al., 1982), исследовали аспект: «являются ли компании с государственным участием настолько же эффективными, как и частные, при условии одинаковых рыночных и конкурентных условий». В их выборку были включены 500 неамериканских промышленных компаний, которые могли быть государственной, смешанной или частной собственности. Выяснилось, что при поддержании конкуренции между частными компаниями и компаниями с государственной долей разница между себестоимостями единицы продукции становится незначимой.

Однако существуют исследования, доказывающие отрицательную эффективность компаний с государственным участием в условиях жесткой конкуренции. Так, в своей работе Алчиан (1965) выявил, что государственное участие снижает эффективность деятельности компании. Позднее Гэгал (Galal et al., 1994) в Великобритании, Меггинсон (Megginson et al., 1994) в Австрии, Канаде, Франции и еще 13 странах, а Ла Порта (La Porta, 1997) в Мексике обнаружили, что приватизация государственных компаний дала положительный эффект, и получили доказательство, что государственные компании менее эффективны по сравнению с частными. Таким же образом Клайсенс и Дьянков (Claessens, Djankov, 1999), проанализировав 6000 приватизированных компаний Болгарии, Чехии, Венгрии, Польши, Румынии, Словакии, обнаружили, что приватизированные компании имеют больший рост производительности труда, чем компании с государственным участием.

Менее определенными являются результаты Фридман (Frydman et al., 1997), где в исследовании автор пришел к выводу, что частные компании имеют более высокий валовой доход, но не была выявлена разница в совокупных издержках.

Противоположную точку зрения по рассматриваемому вопросу заняли другие исследователи. Так, Кониг (Konig, 1997) проанализировал компании Словении, Венгрии и Румынии и обнаружил, что разница эффективности приватизированных и неприватизированных компаний или отсутствует, или очень небольшая. Более того, Неллис (Nellis, 1999) сделал вывод, согласно которому «чем дальше на восток продвигается исследователь в своем анализе, тем меньше влияние приватизации на эффективность компаний». Данный вывод был раскритикован Фанкхаузером и Макавойем и Кимом (Funkhouser, MacAvoy, 2001; Kim, 1986), которые, исследуя Индонезию и Танзанию, обнаружили, что частные фирмы опережают государственные. Но следует отметить, что в обеих работах авторы использовали очень маленькую выборку – Фанкхаузер и Макавой выбрали 64 публичные компании и 35 наблюдений, а Ким исследовал только 35 компаний.

Особую значимость представляет работа исследователей Энга и Динга (Ang и Ding, 2006). В своей работе «Government ownership and performance of government-linked companies: the case of Singapore» авторы оценили уровень корпоративного управления компаниями с государственным участием и сравнили его с выборкой торгуемых на Сингапурской фондовой бирже компаний без государственного участия. Далее исследователи посчитали показатель Q Тобина для определения уровня влияния государственного участия на стоимость компании. Авторы обнаружили, что компании с государственным участием имеют более высокую стоимость по сравнению с компаниями без государственного участия, и выводы остаются такими же даже после учета специфических факторов, таких как доходность, рычаг, размер компании, отраслевой эффект, иностранное владение. Более того, авторы сравнили финансовые и рыночные показатели компаний с государственным участием и без него и выяснили, что в среднем компании с государственным участием обеспечивают сверхдоходности (как по активам, так и по собственному капиталу) и имеют более высокую стоимость. Исследователи выявили высокую корреляцию государственного контроля со структурой управления – компании с государственным участием имеют более высокий стандарт корпоративного управления.

Таким образом, можно заключить, что единого мнения по вопросу сравнительной эффективности двух рассматриваемых типов компаний достигнуто не было, а последняя работа особо ярко осветила необходимость детального анализа рассматриваемого вопроса и его актуальность.

### Распределение прав собственности

Отдельным и очень интересным вопросом остается определение собственности. Согласно Бордмэну и Вайнингу (Boardman, Vining, 1989), Коли и Стейси (Kole, Stacey, 1997), Чхибберу и Маджумдару (Chhibber, Majumdar, 1998), эффект от влияния государственного владения на эффективность компании сложно оценить. Основной вопрос состоит в том, как определить, при каком уровне владения акциями государство или другой инвестор-акционер получит стратегический контроль над фирмой. Так, непонятно, достаточно ли 25% или необходимо владение 40% акций для того, чтобы обладать стратегическим контролем. Исследуя этот вопрос, Бордмэн и Вайнинг (Boardman, Vining, 1989) выяснили, что компании смешанной формы собственности несут более высокие управленческие полномочия и менее эффективны, чем частные компании, но только в случае, если у государства нет акций этой компании, а акции частных акционеров концентрированы.

С точки зрения институционального подхода сложившаяся институциональная обстановка сама диктует уровень владения акциями, при котором право собственности превращается в право управления. В России обычно 5% акций достаточно для созыва общего собрания акционеров, 25% акций дает право заблокировать большинство решений общего собрания, поэтому акционер получает возможность выполнять контроль над некоторыми аспектами деятельности компании, владение более 50% акций обеспечивает полный контроль над деятельностью компании.

Отсюда возникает предположение, что разный уровень владения акциями по-разному влияет на эффективность компании. Подобную идею тестировали Чхиббер и Маджумдар (Chhibber, Majumdar, 1998) для Индии. Они обнаружили, что государственное участие действительно влияет на финансовые показатели компании, но разный уровень владения по-разному влияет на ROA

(рентабельность активов), ROS (рентабельность продаж). Что касается показателя ROA, государственное владение акциями ниже 50% не имеет значимого воздействия на показатель ROA. Если у государства есть контрольный пакет (выше 50% акций), то связь между данным уровнем государственной собственности и ROA отрицательная. В отношении показателя ROS отрицательная зависимость появляется уже на уровне 26%.

Таким образом, нельзя сделать однозначных выводов относительно доли государственного участия и необходимо дальнейшее исследование предложенной проблемы.

### Российская специфика

Необходимо отдельно остановиться на исследованиях, проведенных в рамках российской специфики рассматриваемого вопроса.

Радыгин, Энтов, Архипов (Радыгин, Энтов, Архипов, 2000) в своем исследовании, посвященном России, выявили, что компании с меньшим государственным участием эффективнее компаний с большим государственным участием.

Кузнецов и Муравьев (Кузнецов и Муравьев, 2002), рассматривая механизмы участия государства в российских компаниях, отмечают, что результаты таких компаний зависят от того, как государство управляет ими. Поскольку государство, как крупный акционер, часто устраняется от решения проблем корпоративного управления, эффективность деятельности таких компаний становится очень низкой. В результате авторы пришли к выводу, что одним из наиболее важных вопросов является улучшение механизмов участия и контроля над компанией со стороны государства. Также авторы провели исследование для России, в котором протестировали следующую гипотезу: механизм холдингового управления эффективнее других механизмов государственного участия. Авторы проанализировали 103 ведущие российские компании («золотые фишки» российского фондового рынка) в период 1995–1997 гг. с помощью эконометрического анализа и выяснили, что компании, государственный пакет акций которых передан в контролируемый государством холдинг, имеют более высокую эффективность, чем компании, в которых действуют доверительные управляющие или представители государства. На основе этого исследователи сделали вывод, что передача государственного пакета акций холдинговой компании – более эффективный механизм государственного участия по сравнению с другими.

Броуни и Эрли (Browne, Earle, 2000) в своем исследовании для России проанализировали панель данных 1993–1998 гг. и пришли к выводу, что наиболее эффективными являются муниципальные предприятия, затем – компании смешанной формы собственности и только на последнем месте – частные компании.

Радыгин, Мальгинов (Радыгин, Мальгинов, 2001), Муравьев (Муравьев, 2005) заключили, что существует негативное влияние государственного участия на эффективность компании.

Осколков и Угрюмов (Осколков и Угрюмов, 2005) пришли к выводу, что компании с государственным участием не более эффективны, чем частные, а также авторы обнаружили, что наименьшая эффективность характерна на этапе производства товаров и услуг конечному пользователю и для компаний с долей государства более 50%, которые работают в отраслях вторичной обработки. Однако авторы указывают на то, что участие государства в управлении компанией может быть оправданным неэкономическими критериями (социальными, политическими и др.).

Таким образом, на сегодняшний день нет четко определенного мнения о направлении и степени влияния государственного участия на эффективность деятельности компании. Объяснить это можно тем, что разные авторы используют разные переменные; кроме этого, как указывают Вickers и Яроу (Vickers, Yarrow, 1988), эффекты от влияния собственности, конкуренции и регулирования часто пересекаются. Также часто сложно найти подходящие компании для сравнения. Как пишет Вульф (Wolf, 2009), во многих странах или секторах существует лишь небольшое число компаний, которые применимы для сравнения. Более того, исследователи отмечают, что собственность может быть эндогенна, т.е. являться результатом сложившейся институциональной системы. Отдельно стоит вопрос – является ли форма собственности с государственным участием под-



ходящей для развивающихся стран. Здесь исследователи также не сходятся к единому мнению. Все эти факторы усиливают необходимость проведения детального исследования эффективности компаний с государственным участием.

## Список литературы

1. Гордеева Е.С. Взаимосвязь концентрации капитала в компаниях с государственным участием с эффективностью их деятельности и пути ее повышения // Государственное управление – электронный вестник. 2012. № 34.
2. Ивашковская И.В., Степанова А.Н. Структура собственности как элемент корпоративной финансовой архитектуры: влияние на стратегическую эффективность компаний // Финансы и бизнес. 2009. № 3. С. 158–172.
3. Капелюшников Р. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. 2005. № 2. С. 53–69.
4. Кузнецов П.В., Муравьев А.А. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России // Вестник СПбГУ. Сер. 8. 2002. Вып. 1.
5. Масленникова М.А., Степанова А.Н. Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // Корпоративные финансы. 2010. № 3 (15). С. 35–46.
6. Мельченков Д.М. Особенности практического применения концепции управления стоимостью для целей управления государственной долевой собственностью в России // Экономические науки. 2009. № 9. С. 284–288.
7. Некрасова И.В., Черненко Н.А. Влияние структуры акционерного капитала на результаты деятельности компаний // Вестник ОГУ. 2003. № 6. С. 102–105.
8. Осколков И.В., Угрюмов А.В. Анализ сравнительной экономической эффективности государственного участия в предприятиях Санкт-Петербурга // Финансы и бизнес. 2005. № 1. С. 6–12.
9. Пирогов Н.К., Бобрышев Н.А. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 2, т. 10. С. 40–56.
10. Радыгин А., Архипов С.. Тенденции в структуре собственности, интенсивность корпоративных конфликтов и финансовое состояние предприятий: эмпирический анализ и проблемы государственного регулирования // Российско-Европейский центр экономической политики. 2001. С. 1–46.
11. Удальцов В.Е. Влияние структуры собственности на инвестиционную активность российских компаний // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 5. С. 301–311.
12. Abuzar, M., Eljelly, A. (2009), Capital Market Authority, Saudi Arabia Ownership and firm performance: the experience of Saudi Arabia's emerging economy, International Business & Economics Research Journal, (2009) 34–47.
13. Aldrighi, D.M. (2001), The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence from Brazil, NECTAR, 7 (2009) 209–233.
14. Ang, J.S, Ding, D.K. (2006), Government ownership and the performance of government-linked companies: the case of Singapore, Journal of Multinational Financial Management, 16 (2006) 64–88.
15. Ang, J., Cole, R., Lin, J. (2000), Agency costs and ownership structure, The journal of finance, 1(55) (2000) 81–106.
16. Barberis N., Boycko M., Shleifer A. (1996), How Does Privatization work? Evidence from Russian Shopsn, Journal of Political Economy, 104 (1996) 764–791.

17. Boardman, A.E., Vining, A.R. (1989), Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises, *Journal of Law and Economics*, 32 (1989) 1–33.
18. Borcharding, T.E, Werner, W. (1982), Comparing the efficiency of private and public production, *Journal of Economic Theory*, 89 (1982) 127–156.
19. Brown J.D., Earle, J.S. (2000), Competition and Firm Performance: Lessons from Russia, *William Davidson Institute Working Papers Series* 296.
20. Chaganti, R., Damanpour, F. (1991), Institutional ownership, capital structure and firm performance, *Strategic Management Journal*, 12(7) (1991) 479-491.
21. Chhibber, P.K, Majumdar, S.K. (1999), State as investor and state as owner: consequences for firm performance in India, *Economic Development and Cultural Change*, 3 (1999) 209–238.
22. Claessens, C.A., Djankov, S., Lang, L. H.P. (1999), Who controls East Asian corporations? Policy Research Working Paper Series 2054, The World Bank.
23. Demsetz, H., Lehn, K. (1985), The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of Political Economy*, 93(6) (1985) 1155–1178.
24. Dewenter, K.L., Malatesta, P.H. (1998), State-Owned and Privately-Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity, *The American Economic Review*, 91(1) (1998) 320–334.
25. Douma, S., George, R. (2012), Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: evidence from a large emerging market, *Strategic Management Journal*, 10(2) (2012) 363–382.
26. Gupta, N. (2001), Partial Privatization and Firm Performance: Evidence from India, *William Davidson Working Paper*, Number 426.
27. Hill, C., Shell, S. (1989), Effects of ownership structure and control on corporate productivity, *The academy of management journal*, 32(1) (1989) 25–46.
28. Kabir. R., Cantrijn, D., Jeunink, A. (2007), Takeover defenses, ownership structure and stock returns in the Netherlands: an empirical analysis, *Strategic Management Journal*, 18(2) (2007) 97–109.
29. Kumar, J. (2005), Does Ownership Structure Influence Firm Value? Evidence from India, *Basel meetings*, EFMA.
30. La Porta, F., López-de-Silanes, A., Shleifer, R. (1997), Legal Determinants of External Finance, *The Journal of Finance*, 3 (1997) 1131–1150.
31. Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1994), Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk, *Journal of Finance*, *American Finance Association*, 49(5) (1994) 1541–1578.
32. Le, T., Chizema, A. (2011), State ownership and firm performance: evidence from the Chinese listed firms, *Organization and markets in emerging economies*, 2(2) (2011) 33–45.
33. MacAvoy, P.W. (1979), Deregulation and Privatization in the United States, *Hume Papers on Public Policy*, 3 (1979) 64–81.
34. Pargendler, M. (2012), State Ownership and Corporate Governance, *Fordham Law Review*, 80 (6) (2012) 2917–2973.
35. Phung, D.N., Phuong, T., Hoang, T. (2013), Corporate Ownership and Firm Performance in Emerging Market: A Study of Vietnamese Listed Firms, *Proceedings of World Business and Social Science Research Conference*, (2013) 24–25.
36. Salancik, G.R., Pfeffer, J. (1980), The effects of ownership and performance on executive tenure in U.S. corporations, *Academy of Management Journal*, 23 (1980) 653–664.
37. Sami, H., Wang, J. T., Zhou, H. (2009), Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 5 (2009) 9–17.

38. Shapiro, C., Willig, R.D. (1990), Economic rationales for the scope of privatization, *The Political Economy of Private Sector*, (1990) 55–87.
39. Sun, Q., Tong, W., Tong, J. (2002), How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience, *Journal of Business Finance and Accountant*, 29 (2002) 1–27.
40. Thomsen, S., Pedersen, T. (1998), Ownership structure and economic performance in the largest European companies, *Strategic Management Journal*, 21 (1998) 689–705.
41. Vickers, J., Yarrow, G. (1988), Regulation of privatized firms in Britain, *European Economic Review*, Elsevier, 32(2–3) (1988) 465–472.