

# Недостаточно используемый капитал



Рабочий изготавливает детали аккордеона на государственной фабрике в Шанхае.

**Если бы уклон в инвестициях в сторону неэффективных государственных предприятий прекратился, Китай мог бы существенно повысить уровень жизни своего населения без ущерба для темпов экономического роста**

*Дэвид Доллар и Шан-Цзинь Вэй*

**Э**КОНОМИЧЕСКИЙ рост в Китае достиг столь головокружительных темпов, что может сложиться впечатление, что ему не стоит рекомендовать, как добиться лучших результатов. Движущей силой экономического роста в Китае во многом служит накопление капитала и экспорт. В последние годы отношение инвестиций к ВВП страны является высоким и постоянно растущим: оно повысилось с менее чем 35 процентов десять лет тому назад до более чем 40 процентов в 2005 году (см. рис. 1). Оно существенно превышает соответствующий показатель стран с развитой экономикой и даже большинства других стран Восточной Азии (в которых он в последние годы составляет около 25 процентов). Многие наблюдатели обеспокоены тем, что часть инвестиций, особенно осуществляемых государственными предприятиями (ГП), являются неэффективными, так как отечественные частные и иностранные фирмы имеют более высокую прибыль на капитал, чем

ГП. Частные и иностранные фирмы могли бы добиться того же результата, используя меньшее количество капитала и высвободив, таким образом, ресурсы в Китае для других целей, например для увеличения потребления. Повышение эффективности привело бы также к более высокой прибыльности корпоративного сектора и способствовало бы улучшению балансов банков, осуществляющих финансирование фирм.

Существует несколько причин, по которым ГП в целом могут быть менее эффективными, чем отечественные частные фирмы:

- Они могут сталкиваться с большим административным вмешательством, например в виде ограничений на найм и увольнение работников и изменение профиля выпускаемой продукции при изменении условий на рынке.

- ГП часто не располагают механизмами вознаграждения, которые поощряли бы руководство к максимизации экономической эффективности и не допускали бы чрезмерных инвестиций и «гигантомании».

- Некоторые ГП также характеризуются слабой структурой корпоративного управления, позволяющей руководителям использовать активы фирм для своей личной выгоды.

- Банки, находящиеся в основном в государственной собственности, и внутренний рынок капитала отдавали предпочтение государственным фирмам как напрямую в прошлом, так и главным образом косвенно в настоящее время.

Таким образом, по причинам слабого корпоративного управления, неприемлемых стимулов в ГП, неприемлемых стимулов в государственных банках и ограниченного доступа частных фирм к акционерному капиталу возможен разрыв в прибыли на капитал фирм с различной формой собственности. Наличие разницы в прибыли означает, что массивные национальные инвестиции в Китае могут быть сокращены без ущерба для темпов экономического роста, если снизить искажения в распределении капитала. В настоящей статье рассказывается о некоторых новых исследованиях, в которых указывается размер разрыва в прибыли на капитал в Китае и оценивается возможный прирост потребления в результате устранения такой неэффективности.

### Неравный доступ к финансированию

Финансовая система Китая, в которой доминируют банки, находящиеся преимущественно в государственной собственности, как ожидается, будет продолжать благоприятствовать ГП, несмотря на неуклонные усилия властей в последние годы повысить коммерческую ориентацию этих банков (см. рис. 2). Хотя доля ГП в национальном продукте уменьшается — в 2005 году она составила всего 40 процентов по сравнению с 53 процентами десять лет тому назад и 70 процентами в 1985 году, — размер их заимствований у отечественных банков составляет свыше половины всех кредитов, выданных этими банками. Более того, фирмы под мажоритарным государственным контролем составляют большинство компаний, котируемых на двух фондовых биржах Китая. Некоторый уклон в пользу ГП может быть связан с тем, что частные фирмы имеют меньший размер и их кредитование связано с большим риском. Однако нередко можно слышать жалобы на то, что даже при сопоставимом размере и профиле риска с государственными предприятиями частные фирмы сталкиваются с большими трудностями при получении финансирования как для краткосрочного рабочего капитала, так и для долгосрочных инвестиций. Другими словами, частные фирмы, вероятно, чаще, чем ГП, вынуждены отказываться от

реализации высокодоходных проектов из-за того, что они не могут получить финансирования.

Не существует ли значительной разницы в прибыли на капитал между фирмами с различной формой собственности или фирмами с различным местоположением? Смогла ли страна устранить уклон в деятельности финансового сектора в пользу ГП после почти трех десятилетий экономических реформ?

Мы исследовали эти вопросы, пользуясь набором данных, полученных по результатам обследования, составленного и проведенного нами в 2005 году. Обследованием были охвачены 12 400 фирм обрабатывающей промышленности, расположенных в 120 городах в различных районах Китая. В этой расслоенной произвольной выборке одна треть фирм являются крупными, одна треть — средними и одна треть — малыми. Первым интересным результатом явилось то, что только 8 процентов фирм находятся под мажоритарным государственным контролем, что означает, что обрабатывающая промышленность Китая в настоящее время в основном состоит из частных фирм, как иностранных, так и отечественных (см. рис. 3). Однако государственные фирмы обычно являются значительно более крупными, и поэтому на их долю приходится около одной трети всего капитала, охваченного обследованием (см. рис. 4). На них также приходится около трети всех текущих инвестиций, и, таким образом, они по-прежнему представляют собой значительную часть экономики Китая.

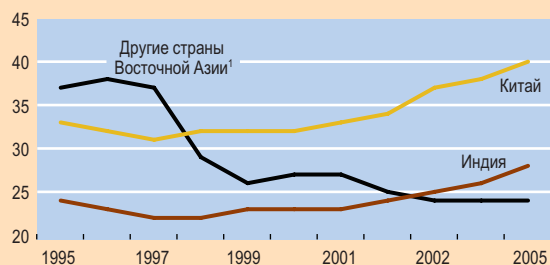
Для каждой фирмы в определенной отрасли или в определенном месте в исследовании была рассчитана прибыль на капитал, выражаемая как добавленная стоимость за минусом оплаты труда, поделенная на размер капитала. Затем для прибыли на уровне фирм были рассчитаны уравнения регрессии по набору индикаторных переменных, отражающих пару отрасль-время и местоположение, а также по набору индикаторных переменных, отражающих форму собственности фирм. Индикаторы отрасль-год учитывают возможность того, что шоки на стороне спроса или предложения в определенном секторе/году могут вызвать отклонения от прибыли в других отраслях/годах. Индикаторы формы собственности отражают прибыль для различных групп собственности относительно отечественных частных фирм. Определения этих групп собственности являются взаимоисключающими: полностью в государственной собственности, под мажоритарным государственным контролем, под миноритарным государственным контролем, полностью в иностранной

Рисунок 3

### Большие инвестиции

Китай инвестирует значительно большую часть своего ВВП, чем соседние страны.

(Отношение инвестиций к ВВП, 1995-2005 годы)



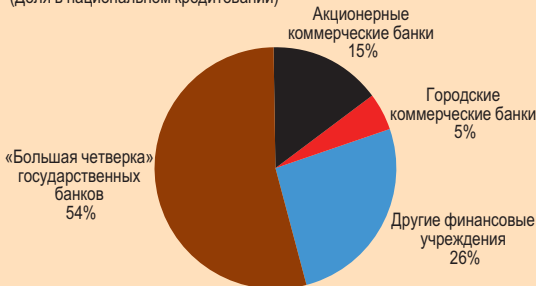
Источник: МВФ, Международная финансовая статистика.  
<sup>1</sup>Среднее для Кореи, Сингапура и Таиланда.

Рисунок 2

### Доминирующее положение государственных банков

«Большая четверка» банков благоприятствует государственным предприятиям и выдает более половины всех кредитов.

(Доля в национальном кредитовании)



Источник: Almanac of China's Finance and Banking (2005).

собственности, под мажоритарным иностранным контролем (при отсутствии акций в государственной собственности), под миноритарным иностранным контролем (при отсутствии акций в государственной собственности) и в коллективной собственности.

Теоретически руководители сопоставляют предельный продукт капитала в денежной форме (ППКДФ) фирмы, т.е. прирост общего дохода при добавлении единицы капитала, с суммой рыночной процентной ставки, нормы амортизации и искажений, с которыми сталкивается фирма на рынке капитала. Если капитал распределяется эффективно, прибыль на капитал должна выравниваться между всеми фирмами, независимо от их отрасли, месторасположения или формы собственности. Разница в прибыли между двумя фирмами одной и той же отрасли отражает, главным образом, различия в стоимости капитала. Например, если ГП пользуются более благоприятными условиями, чем отечественные частные фирмы, при заимствовании средств в банках или при получении разрешения государственных органов на регистрацию на отечественном фондовом рынке, прибыль у ГП в среднем должна быть ниже, чем у отечественных частных фирм (см. рис. 5). Исходя из этого положения, в исследовании оцениваются три фактора неэффективности, или уклона, в распре-

делении капитала, связанных со структурой собственности, месторасположением и отраслью фирм.

Был сделан ряд интересных выводов.

- Наиболее важный вывод заключается в том, что **фирмы, находящиеся в основном в государственной собственности, имеют более низкую прибыль на капитал, чем частные или иностранные фирмы.** Медианная норма прибыли для частных фирм составляет 63 процента. Напротив, медиана для фирм в полной государственной собственности или под мажоритарным государственным контролем составляет, соответственно, 37 и 52 процента. Все эти значения представляются высокими, поскольку они были рассчитаны до уплаты налогов и отчислений на амортизацию и отражают все другие искажения в стоимости капитала. Ключевым моментом является то, что прибыль на капитал не выравнивается между фирмами с различной формой собственности, и ГП имеют значительно более низкую прибыльность, чем частные фирмы.

- **Существует значительный уклон в распределении капитала в пользу западных провинций, даже несмотря на то что прибыль в этих провинциях является наименьшей.** Фирмы, расположенные в восточной части страны — районе дельты Янцзы (Шанхай, Цзянсу и Чжэцзян) и Бохайском округе (охватывающем Пекин и Тяньцзинь) — имеют наиболее высокую прибыль на капитал, а остальные районы имеют средний уровень прибыли. Частично этот уклон в распределении средств по районам может отражать политику предпочтительного финансирования более бедных регионов, но издержки, связанные с потерей эффективности, обычно не определялись количественно.

- **Существует также уклон в распределении средств на уровне секторов.** Многие менее эффективные виды деятельности, такие как печать и копирование продукции и деревообработка, обычно получают большие инвестиции, чем более эффективные сектора, такие как черная металлургия и кожевенное и сопутствующее производство. Однако уклон на уровне секторов не столь существен экономически и статистически, как уклон на уровне форм собственности или местонахождения. Некоторый уклон на уровне секторов может быть объяснен экологическими или иными соображениями.

Мы также изучили предельный продукт труда в денежной форме (ППТДФ) для различных фирм, т.е. прирост общего дохода при добавлении единицы труда. Полученные результаты показывают, что фирмы, находящиеся в полной государственной собственности, имеют более низкий ППКДФ и ППТДФ, чем частные фирмы, что позволяет предположить, что они имеют более низкую общую факторную производительность и обладают более легким доступом к финансированию. С другой стороны, фирмы в частичной государственной собственности имеют несколько более высокий ППТДФ, но более низкий ППКДФ. Этот результат соответствует выводу о том, что их общая факторная производительность в среднем не ниже соответствующего показателя частных фирм, но они обладают более легким доступом к кредитам, чем аналогичные фирмы частного сектора.

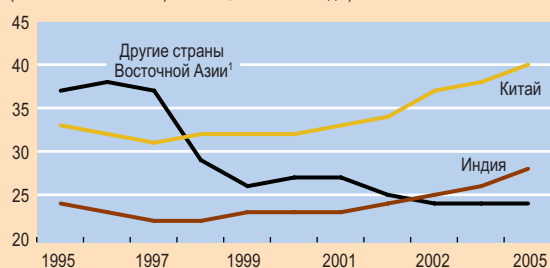
Полученные нами результаты показывают, что Китай действительно добился существенного прогресса в реформировании и приватизации государственных предприятий. Обрабатывающая отрасль в настоящее время в основном находится в частных руках. Многие остающиеся государственные предприятия являются прибыльными, что позволяет предположить, что была проведена определенная действенная реформа корпоративного управления. При этом производительность капитала в большинстве

Рисунок 3

### Большие инвестиции

Китай инвестирует значительно большую часть своего ВВП, чем соседние страны.

(Отношение инвестиций к ВВП, 1995-2005 годы)

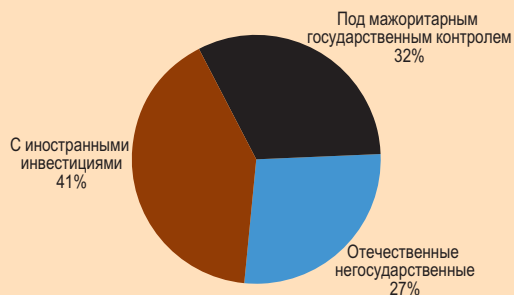


Источник: МВФ, Международная финансовая статистика.  
<sup>1</sup>Среднее для Кореи, Сингапура и Таиланда.

Рисунок 4

### ... однако государственные фирмы являются более крупными

На долю государственных компаний приходится одна треть активов обрабатывающей промышленности.



Источник: Dollar and Wei (2007).



государственных фирм ниже, чем прибыль на капитал в частных фирмах, как иностранных, так и отечественных, что указывает на то, что реформа ГП продвинулась недостаточно далеко.

### Значение для экономической политики

Какое значение это имеет для политики? С одной стороны, совокупные издержки неэффективного распределения финансов, особенно уклон на уровне форм собственности, является ощутимым. Например, если бы Китаю удалось повысить прибыль на капитал, в настоящее время используемый государственными фирмами (например, путем пере-

## «Возможной реформой является принятие требования к государственным фирмам выплачивать дивиденды, которые могут стать источником дохода для бюджета».

дачи части капитала частным фирмам или дальнейшего изменения стимулов для руководителей ГП), страна могла бы существенно понизить свою крайне высокую норму инвестирования, скажем на 10 процентов от ВВП, без ущерба для своих темпов экономического роста. Такое повышение эффективности инвестиций могло бы привести к более быстрому росту потребления домашних хозяйств и ежегодному улучшению жизненного уровня на соответствующую величину. Заявленной целью Китая является «уравновешивание» экономического роста при некотором сокращении инвестиций и экспорта и увеличении внутреннего потребления, и проведение дальнейшей реформы финансовой системы и корпоративного управления в государственных фирмах способствовало бы ее достижению.

С другой стороны, вступление Китая во Всемирную торговую организацию привело к значительно большей либе-

рализации финансового сектора (в дополнение к большей открытости в торговле). Масштабы либерализации несколько ограничиваются различными видами регулирования, такими как относительно высокая норма минимального капитала банков. Тем не менее, в результате усиления конкуренции со стороны иностранных финансовых учреждений либерализация финансового сектора может постепенно создать необходимый стимул для прекращения отечественными банками неэффективной практики кредитования, особенно если правительство будет проводить либерализацию одновременно с отходом от практики финансовой поддержки несостоятельных банков. В существующих условиях устойчивого глобального экономического роста и роста экономики Китая большинство фирм в обрабатывающем секторе являются прибыльными; поэтому кредитование менее эффективных фирм может вести к сокращению прибыльности банков, но не обязательно к увеличению необслуживаемых кредитов. Однако если произойдет какое-либо замедление роста экономики, государственные банки могут столкнуться с увеличением объема необслуживаемых кредитов, и риск финансового кризиса также возрастет.

Наконец, в существующих условиях приблизительно половина всех инвестиций предприятий, как государственных, так и частных, осуществляется за счет нераспределенной прибыли. Наше исследование показало, что государственные фирмы обычно реинвестируют свою прибыль, даже несмотря на то что предельный доход является низким. Эти фирмы оплачивают налоги, но не выплачивают дивиденды собственнику или его представителю, т.е. правительству. Возможной реформой является принятие требования к государственным фирмам выплачивать дивиденды, которые могут стать источником дохода для бюджета. Китай мог бы использовать эти средства для финансирования мероприятий по реализации своей заявленной цели улучшения социальных услуг, особенно в сельской местности. Это должно как напрямую, так и косвенно повлиять на повышение потребления в Китае.

Многие ГП решают социальные задачи, такие как уменьшение безработицы, нанимая слишком большое число работников. Поэтому часть их выплат работникам можно рассматривать как завуалированные платежи по страхованию от безработицы. Некоторые могут утверждать, что эти неэкономические функции должны приниматься во внимание при разработке стратегий реформирования ГП, поскольку они имеют социальную ценность. Мы с пониманием относимся к этому, но отмечаем, что директивные органы не произвели должных расчетов социальных издержек фактически субсидируемого финансирования ГП в форме упущенного потребления домашними хозяйствами. В сравнении с альтернативной стратегией финансирования расширения более эффективного частного сектора и трудоустройства таким путем избыточной рабочей силы, чрезмерное финансирование ГП, вероятно, является субоптимальным способом решения этих социальных задач.

Резюмируя вышесказанное, такие структурные меры, как дальнейшее улучшение кредитной практики банков, облегчение доступа частных фирм к фондовой бирже, сбор дивидендов с государственных предприятий и продолжение приватизации фирм, помогут Китаю решить свою макроэкономическую задачу обеспечения дальнейшего быстрого экономического роста, но при меньших инвестициях и большем потреблении. ■

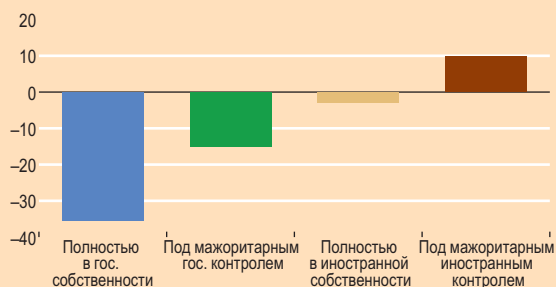
*Дэвид Доллар — страновой директор Всемирного банка по Китаю и Монголии; Шан-Цзинь Вэй — заместитель директора и начальник Отдела торговли и инвестиций Исследовательского департамента МВФ.*

Рисунок 5

### Инвестиции государственных фирм являются менее эффективными

В сопоставлении с частными фирмами, определенный объем инвестиций, производимых государственными фирмами, обеспечивает значительно меньшую добавленную стоимость.

(ППКДФ<sup>1</sup> в разбивке по формам собственности относительно отечественных частных фирм, в процентах)



Источник: Dollar and Wei (2007).

<sup>1</sup>Предельный продукт капитала в денежной форме (ППКДФ) — это прирост добавленной стоимости, полученный в результате добавления единицы капитала при неизменных других вводимых ресурсах.