



Научный семинар «Научные идеи для роста частных и коллективных инвестиций»  
лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Президентской  
академии

# Вклад публичных компаний в российскую экономику и построение портфельных стратегий на основе фактора производительности

Докладчик:

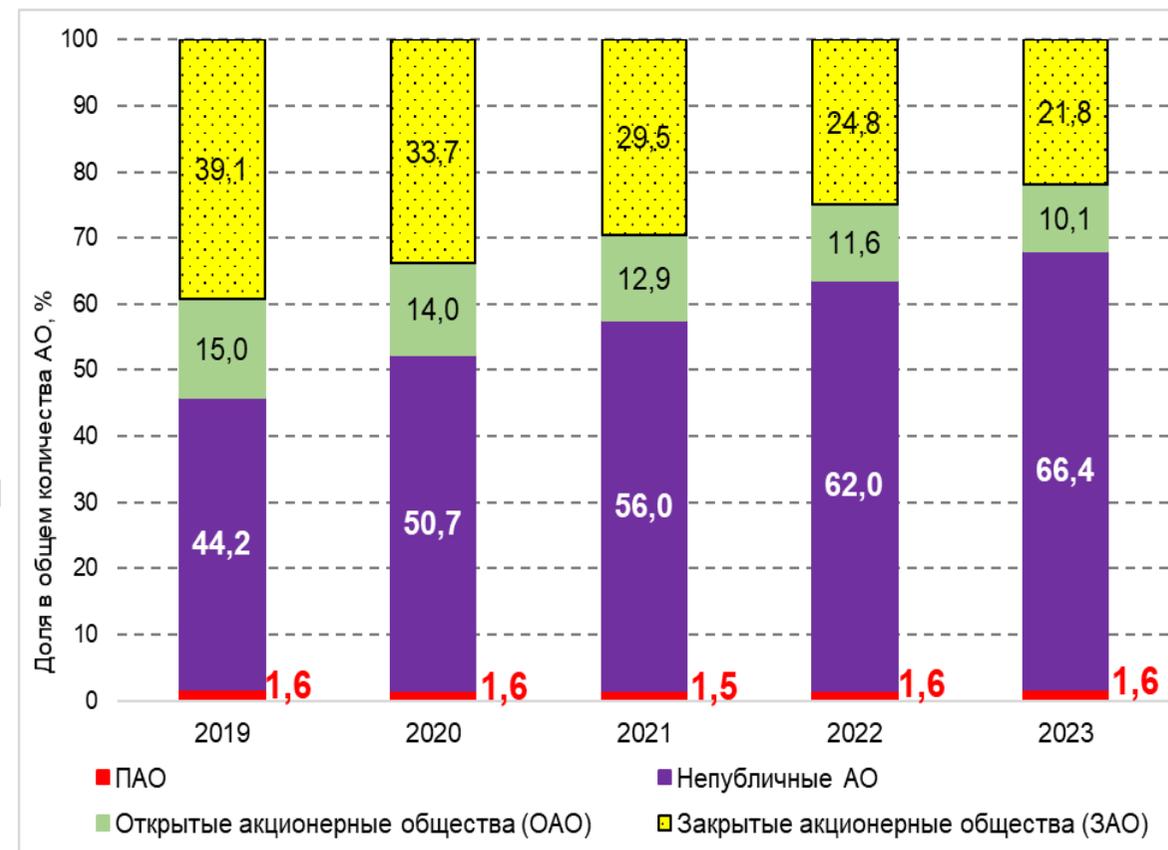
М.И. Чернова – к.э.н., с.н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС. E-mail:  
[chernova-mi@ranepa.ru](mailto:chernova-mi@ranepa.ru)

15 июля 2025 г.

Москва

# Публичные компании и ПАО

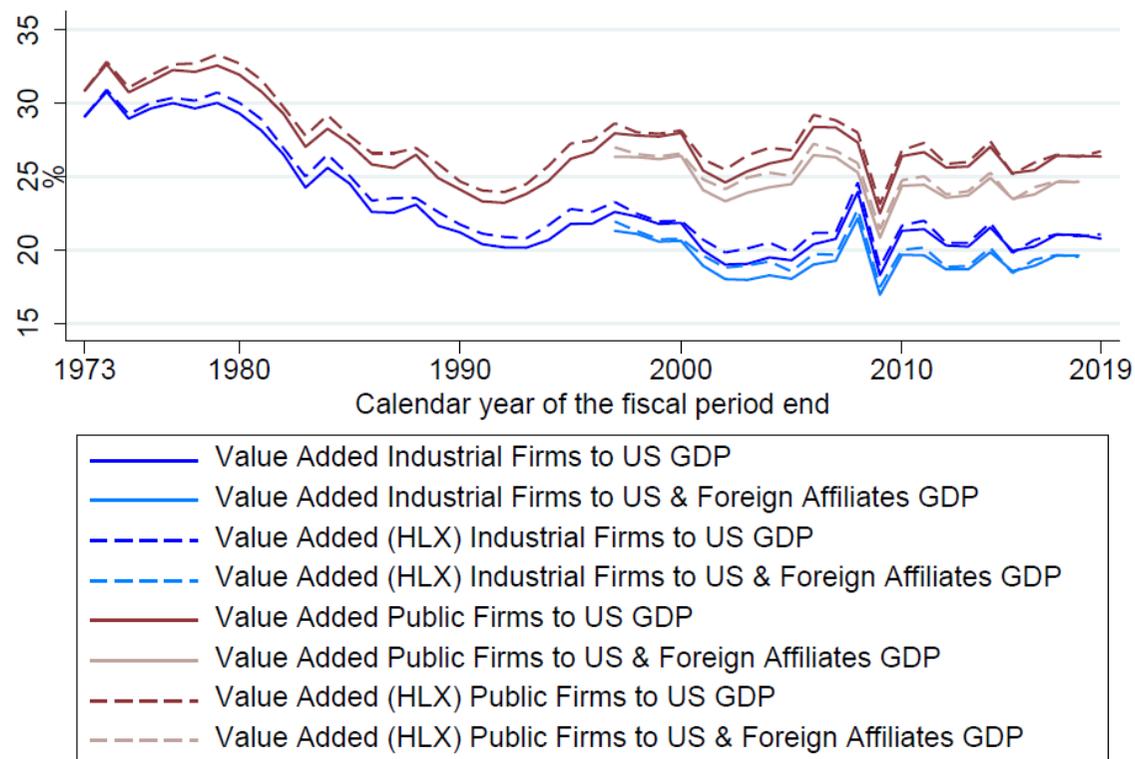
1. Под **публичными компаниями (ПК)** понимаются юридические лица, эмиссионные ценные бумаги которых (акции, облигации и др.) обращаются на биржах и доступны неограниченному числу инвесторов.
2. Это отличается от понятия ПАО как АО, акционеры которого вправе отчуждать акции без согласования с другими акционерами.
3. Количество ПК с известной финансовой отчетностью колеблется от 782 в 2013–2019 гг. до 638 в 2020-2023 гг.
4. По данным Росстата **количество ПАО** в 2023 г. составляло 850, их доля в общем количестве АО составляла всего 1,6%



Доля разных организационно-правовых форм АО в общем количестве акционерных обществ в 2019-2023 гг., %

# Роль публичных компаний в ВВП США

Panel B. Value-added as a percentage of US nominal GDP (1973-2019)



Stulz René M., Schlingemann  
Frederik P. (2022)

Вклад всех листинговых компаний, включая финансовые, составлял около 33% ВВП в 1970-80-х гг., в период 2010-2019 гг. он находится на уровне 26-27% ВВП.

## Расчеты доли ПК в ВВП:

Выборка в среднем 782 эмитента в 2013–2019 гг. и 638 в 2020-2023 гг.

Прямые расчеты добавленной стоимости по методике Евростата по 36 крупнейшим компаниям, публикующим отчетность по МСФО. Их доля в ВВП составила в среднем 35,6% в 2021-2023 гг.

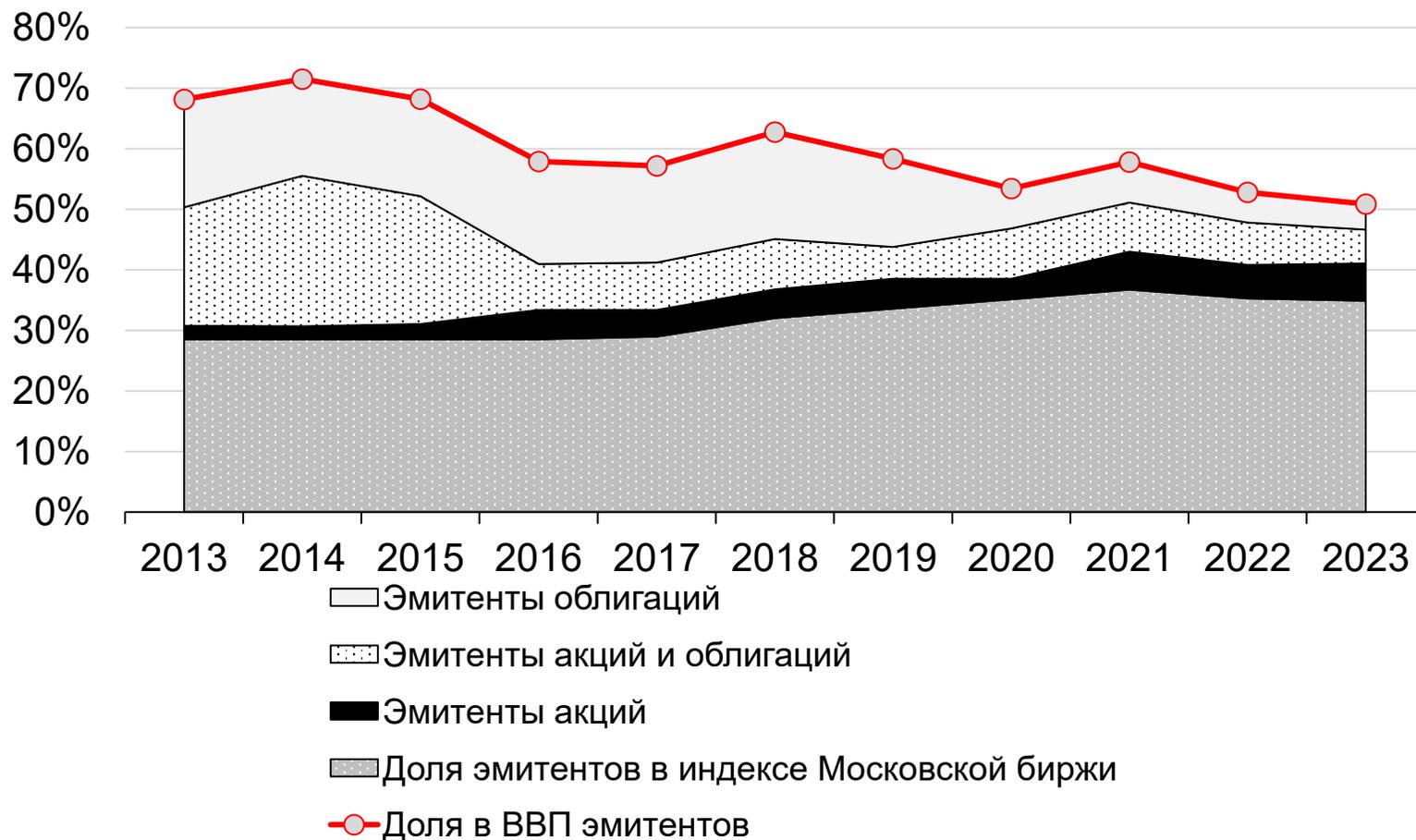
Вклад остальных компаний рассчитывался косвенным методом исходя из доли их выручки в ВВП с поправкой на рассчитанный по 36 компаниям коэффициент доля добавленной стоимости компаний в ВВП /доля выручки компаний объеме выручки по экономике.

## Выборка по анализу влияющих на СФП факторов:

Выборка из 430 эмитентов (ПК). 95 из них с отчетностью по МСФО, остальные по РСБУ.

Расчеты СФП по выборке из 60 тыс. компаний из 6 отраслей.

---

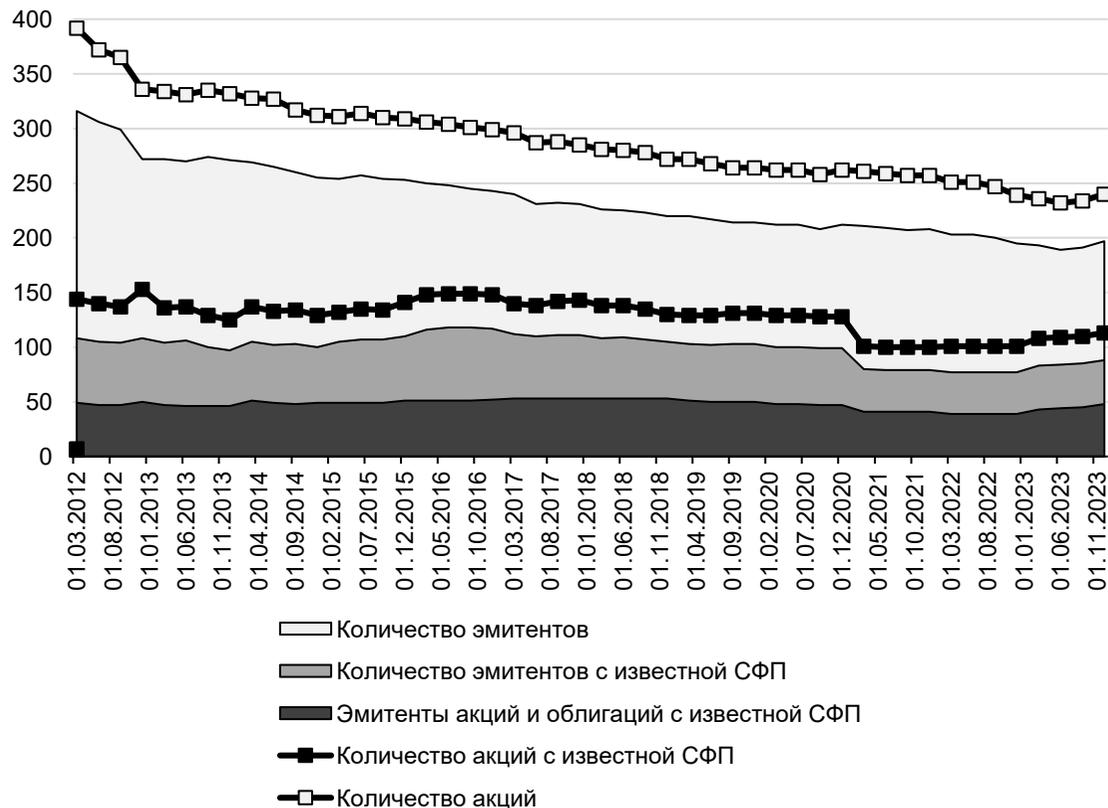


- Доля публичного сектора в ВВП по нашим оценкам снижается как вследствие уменьшения числа эмитентов, так и падения доходов крупных компаний, с 63,4% в среднем в 2013-2019 гг. до 53,7% в 2020-2023 гг.
- Однако небольшое количество публичных компаний формируют основной вклад в экономику.

# ПК на российском рынке

## Рынок акций:

Проблема раскрытия финансовой отчетности (не более 100 эмитентов в каждом периоде времени имели данные для оценки СФП, до 50% капитализации с 2022 г.)

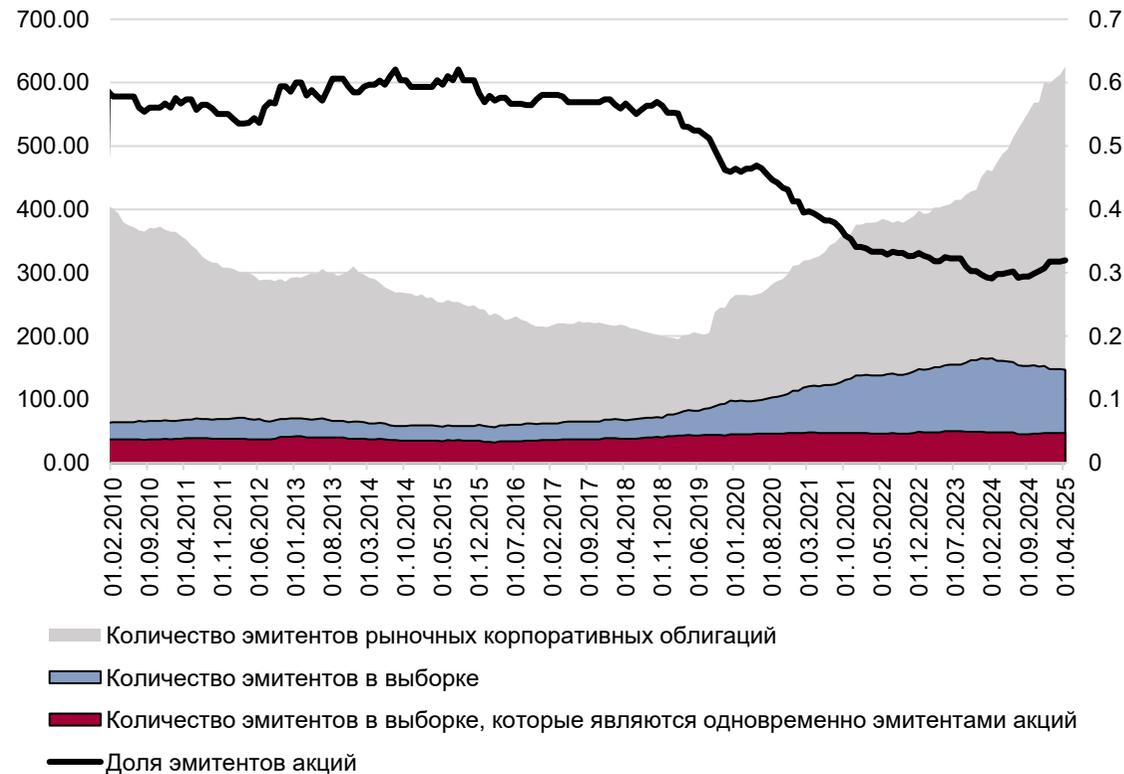


## Рынок корпоративных облигаций (нефин):

С 2020 года резко уменьшается доля эмитентов одновременно акций и облигаций

Покрытие информации: 40-50% выпусков и до 50% объема до 2022 года

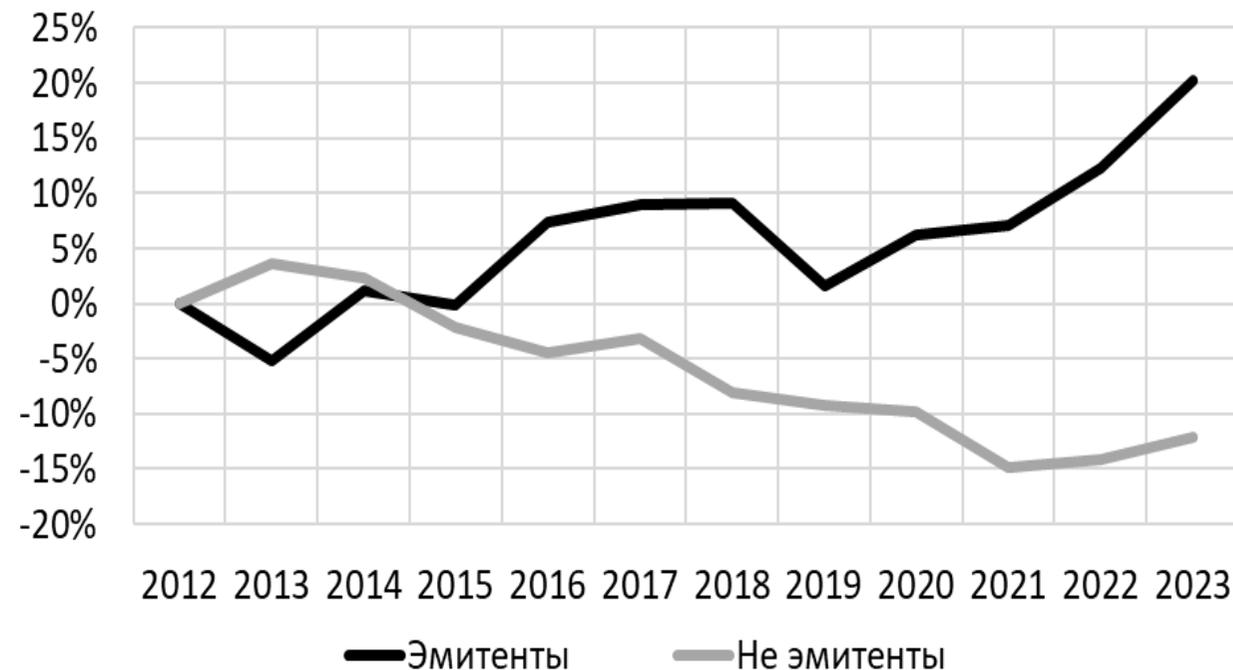
Появление новых эмитентов с 2022 г.



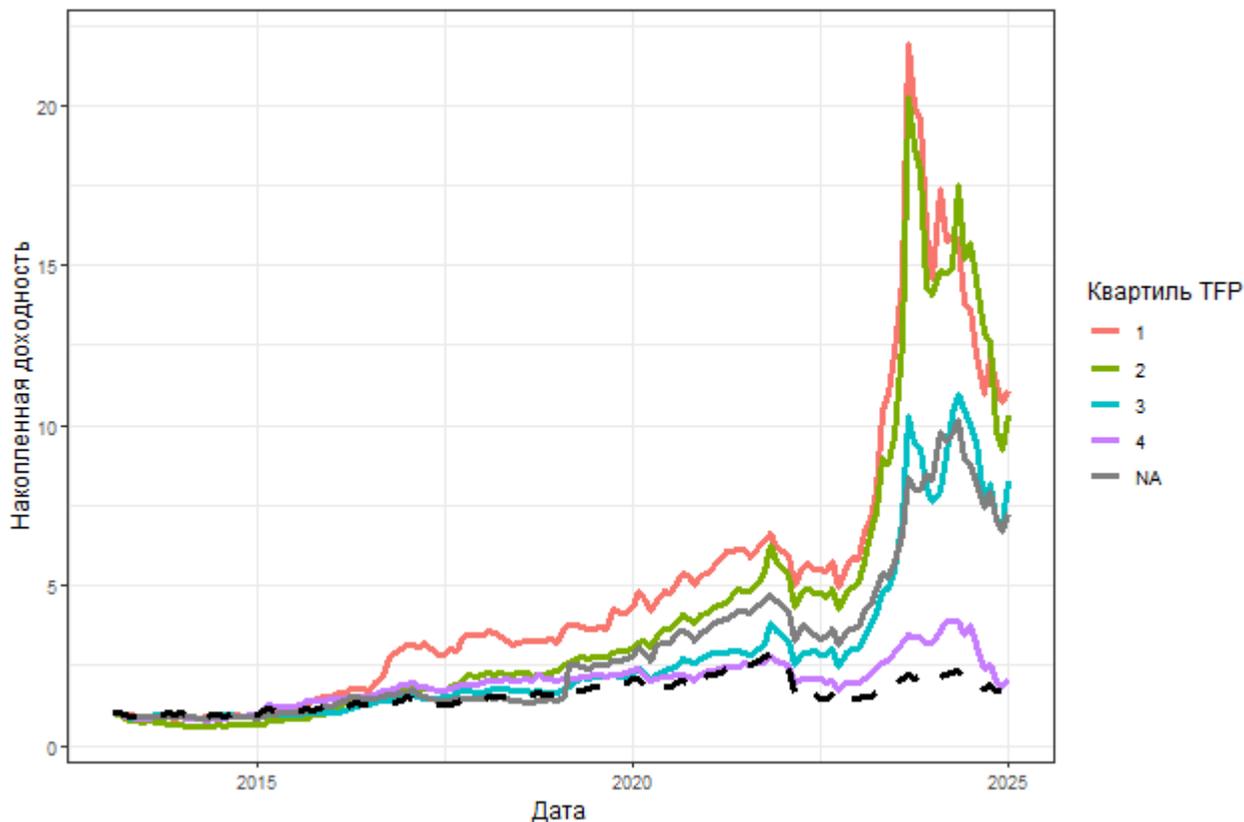
## 7 Сравнительная динамика СФП ПК и непубличных компаний

- Накопленный за 2013–2023 гг. средний прирост СФП эмитентов ценных бумаг (ПК) составил 20% , в то время как по остальным (непубличным) компаниям он был отрицательным в размере -12%.
- На уровне отдельных шести отраслей наблюдалась аналогичная закономерность
- Однако после контроля за основными финансовыми характеристики компаний, в особенности размером, **преимущества в СФП эмитентов утрачиваются.**

*Накопленная динамика СФП эмитентов и не эмитентов за 2013–2023 гг. по выборке в целом*

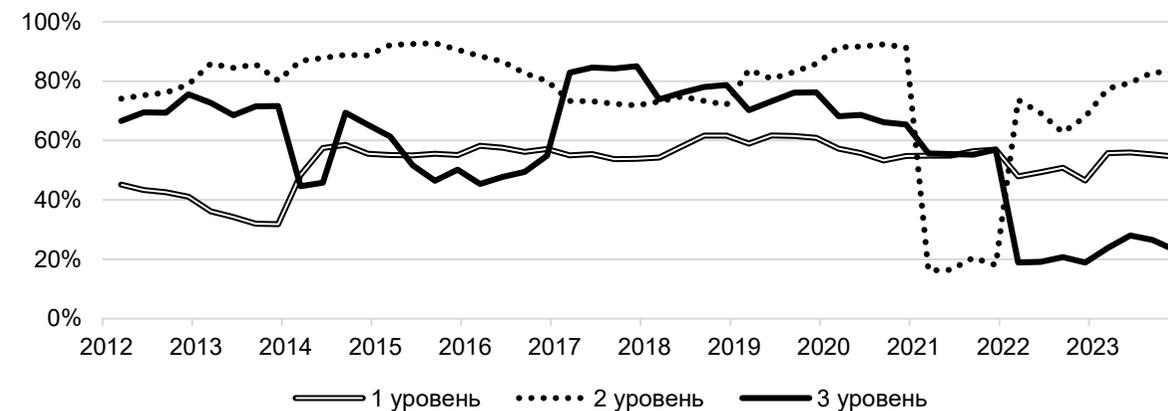


# Использование СФП в инвестировании



Накопленная доходность портфелей, построенных по квартилям СФП с лагом в один год, 2012–2023 гг.; средневзвешенные портфели

## Доступность расчета СФП по уровням листинга



- Лишь для 40% эмитентов на российском финансовом рынке и 50% его капитализации применимы принципы отбора компаний в портфели или инвестиционные стратегии по СФП
- Наиболее уязвимым с этой точки зрения является третий уровень котировальных списков.
- **Наименьший рост капитализации наблюдается среди эмитентов с высокой производительностью относительно среднеотраслевых значений**

В России отсутствуют обще признаваемые оценки вклада публичных компаний, бизнес-групп и сектора Private equity в ВВП и совокупную факторную производительность.

Приведенные расчеты являются лишь предварительной оценкой роли сектора публичных компаний в российской экономике. Они показывают, что относительно небольшой круг из около 700 публичных компаний приносит около 53% российского ВВП.

Расчеты по шести отраслям российской экономики показали, что в 2012-2023 гг. совокупная факторная производительность публичных компаний  $rockf$ , в то время как производительность непубличных компаний снижалась.

Однако мы не нашли подтверждения тому, что сама по себе форма публичных компаний делает их более производительными. Их более высокая производительность в большей мере объясняется масштабом, возрастом более высокой рентабельностью и более активным привлечением заемных средств для финансирования бизнеса.

В долгосрочном периоде более высокая производительность не ценится рынком и не ведет к росту капитализации

---



ПРЕЗИДЕНТСКАЯ  
АКАДЕМИЯ

**СПАСИБО ЗА ВНИМАНИЕ!**

Москва

РАНХиГС

# Оценка вклада компаний в ВВП на микроуровне

ВДС\* = Выпуск - Промежуточное потребление

## Выпуск =

+	Реализация за вычетом скидок, возвратов, НДС и налогов на продажу
-	Стоимость товаров, приобретенных для перепродажи
+	Запасы готовой продукции на конец периода
-	Запасы готовой продукции на начало периода
+	Запасы незавершенного производства на конец периода
-	Запасы незавершенного производства на начало периода
+	Отдельные элементы других доходов
+	Прочий совокупный доход
+	Проценты к получению

## Промежуточное потребление =

+	Стоимость материалов:
+	<i>Начальные запасы материалов</i>
+	<i>Закупленные материалы за вычетом скидок, возвратов</i>
+	<i>Транспортные расходы</i>
-	<i>Конечные запасы материалов</i>
+	Стоимость услуг, арендная плата
+	Стоимость материалов, услуг и арендной платы
	Или
+	Изменение запасов материалов:
+	Операционные расходы
-	Операционные расходы, не включаемые в промежуточное потребление, включая налоги (кроме налога на прибыль), амортизацию, оплату труда, социальные расходы, исследования и разработку...

\* Сокращенное представление методики согласно методике СНС по версии Евростат (2014) для компаний реального сектора

Оценки проводятся по расширенной консолидированной отчетности по МСФО с учетом поясняющих таблиц



Научный семинар «Научные идеи для роста частных и коллективных инвестиций»  
лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Президентской  
академии

# Выводы и предложения по российскому рынку коллективных инвестиций. Обобщение

Докладчик:

А.Е. Абрамов – к.э.н., зав. лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС . E-mail:  
abramov-ae@ranepa.ru

М.И. Чернова – к.э.н., с.н.с. лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС. E-mail:  
chernova-mi@ranepa.ru

15 июля 2025 г.

Москва

# Выявленные проблемы отрасли КИ

Низкая результативность инвестиционных стратегий ПИФов:

- Отсутствует значимая и стабильная премия по сравнению со случайными портфелями или бенчмарками
- Лишь малая часть фондов акций генерирует устойчивую и значимую альфу
- Навык управляющих не повышает результативность при высоким уровнях значимости

Отсутствие видимых качественных различий между фондами:

- Большинство фондов, скорее, пассивны. Отсутствует группа активных фондов акций.
  - Отдельные фонды с наиболее активной стратегий имеют, скорее, низкую альфу
  - Портфели фондов акций схожи, инвестиционные стратегии непрозрачны
  - Низкое разнообразие понятных и доступных стратегий для частных инвесторов с разными риск-профилями
-

# Предложения

Повышение результативности инвестирования:

- Улучшение навыка отбора ценных бумаг в активных фондах
  - Снижение комиссий в пассивных фондах
  - Эффект масштаба (более крупные фонды работают более эффективно)
  - Усиление конкуренции за счет открытых продаж
  - Учет стоимостных индикаторов (PE, CAPE, ECAPE) при формировании смешанных фондов с активными стратегиями
  - Обеспечение прозрачности и четкости информации о принципах формирования портфелей и их бенчмарках
  - Раскрытие информации о издержках фондов в машиночитаемом формате для облегчения выбора частных инвесторов и усиления конкуренции
-

# Предложения

Повышение разнообразия фондов – формирование новых ПИФов с понятными и восполняющими пробелы стратегиями, включая:

- Смарт-бета и факторные стратегии с применением наиболее актуальных и простых критериев отбора ценных бумаг, имеющих наибольший эффект на российском рынке
  - Формирование портфелей с наиболее широкой диверсификацией, недоступной для самостоятельного составления частным инвестором
  - Формирование менее концентрированных стратегий с учетом сохранения диверсификации при уменьшении числа ценных бумаг в портфеле с применением современных моделей отбора активов
  - Стратегии жизненного цикла для разных когорт как инструмент долгосрочных инвестиций
  - Расширение линейки агрессивных стратегий для инвесторов с соответствующим риск-профилем
  - Отраслевые стратегии с учетом ротации на разных стадиях деловых циклов
-

# Предложения

С точки зрения инвестора:

- Финансовая дисциплина и отсутствие попыток самостоятельного маркет-тайминга позволит снизить разрыв в доходности
  - Выбор фондов в портфель с учетом собственного риск-профиля
  - Более ранний старт инвестиций для усиления эффекта долгосрочного горизонта
  - Выбор фондов с учетом их издержек и прозрачности инвестиционных стратегий
-