

## ВОПРОСЫ ТЕОРИИ

**Факторы реструктуризации предприятий  
в переходных экономиках<sup>1)</sup>****Биван А. А., Эстрин С., Шаффер Е. С.**

До настоящего времени анализ развития стран с переходной экономикой был сфокусирован преимущественно на макроэкономической составляющей, в частности на вопросах макроэкономической стабилизации. Отчасти это вызвано тем, что наибольший прогресс в странах Восточной Европы был достигнут именно в макроэкономической сфере. Однако практика свидетельствует о том, что сложно поддерживать макроэкономическую стабильность, не уделяя большого внимания реформам на микроуровне, способствующим росту экономической эффективности предприятий. В то время как приватизация внесла свой вклад в реформу на микроуровне, появились очевидные свидетельства того, что она является необходимым, но далеко не достаточным условием для успешного микроэкономического развития.

Данная работа содержит обзор современных представлений о том, какие факторы оказывают влияние на результаты деятельности предприятий и реструктуризацию их деятельности. Каждый параграф состоит из двух подразделов, в первом из которых анализируется теоретическая база и накопленный западными экспертами опыт по исследуемой теме; во втором подразделе рассматриваются возможности применения западной теории к реалиям переходных экономик. Параграф 1 начинается с рассмотрения индикаторов эффективности деятельности предприятий и примеров их использования в исследованиях деятельности и реструктуризации предприятий в экономиках западных стран. Во второй части этого раздела анализируется применимость данных показателей к исследованию процессов, происходящих в переходных экономиках. Параграф 2 посвящен взаимосвязям эффективности, реструктуризации и конкуренции. В параграфах 3 и 4 проанализированы взаимосвязи между эффективностью, реструктуризацией и отношениями собственности и эффективностью, реструктуризацией и финансированием. Заключительный параграф содержит основные выводы работы.

---

<sup>1)</sup> Полный текст данной работы может быть найден в статье: *Bevan, A.A., Estrin, S. and Schaffer, M.E. Determinants of Enterprise Performance during Transition. CERT Discussion Paper № 99/03. 1998.*

**Биван А. А.** – Centre for Economic Reform and Transformation, Heriot-Watt University, Edinburgh.

**Эстрин С.** – Faculty of Economics, London Business School, London.

**Шаффер Е. С.** – Centre for Economic Reform and Transformation, Heriot-Watt University, Edinburgh.

Статья поступила в Редакцию в июле 2001 г.

## 1. Экономическая эффективность предприятий и реструктуризация

### 1.1. Теория и практика западных стран

Об улучшении деятельности фирмы могут свидетельствовать рост прибыльности, экономической эффективности и, возможно, рост объемов производства, в то время как реструктуризацию характеризуют, например, инвестиции в основные фонды и/или активы<sup>2)</sup>. В литературе, посвященной анализу западных рыночных экономик, основное внимание уделяется показателям прибыльности и эффективности.

В большинстве прикладных исследований показатели прибыльности рассчитываются одним из двух способов. Первый подход заключается в расчете доли прибыли (до уплаты процента) в общей величине капитала фирмы, включающего все пассивы предприятия, отражаемые в бухгалтерском балансе. Стандартными бухгалтерскими показателями прибыльности при таком подходе являются прибыльность продаж и доходность активов<sup>3)</sup>. В рамках второго подхода оценивается доходность только акционерного капитала, т.е. уплата процентов рассматривается как издержки фирмы. В этом случае рассчитывается прибыль после уплаты процента и амортизационных отчислений (но, как правило, до уплаты налогов) в процентах к собственному капиталу.

В своем сравнительном исследовании эффективности американских частных, государственных предприятий и предприятий со смешанной собственностью Борман и Вининг (1989) использовали 4 альтернативных показателя прибыльности, а именно чистый доход, доходность акционерного капитала, доходность активов предприятия и прибыльность продаж. Аналогичные индикаторы использовались Меггинсоном и др. (1994) при исследовании деятельности недавно приватизированных предприятий.

Как показали Бордман и Вининг, правила бухгалтерского учета – такие как порядок начисления амортизационных отчислений, учет доходов и капиталовложений, распределенных во времени, – обуславливают расхождения показателей бухгалтерской отчетности с нормой прибыли. Однако, ссылаясь на результаты предыдущих эмпирических исследований, авторы отмечают, что в действительности указанные коэффициенты имеют достаточно высокую корреляцию с нормой прибыли, и, поэтому, могут быть использованы для ее оценки.

Логично ожидать, что рост производительности факторов производства будет иметь своим результатом снижение издержек на единицу продукции и, при прочих равных условиях, рост доходов. Однако использование общей производительности факторов производства в прикладных исследованиях ограничено в связи с трудностью получения достоверной оценки величины капитала. Расчеты производительности всех факторов производства должны, в идеале, базироваться на учете потока доходов, ими порождаемого. Поскольку поток доходов непосредственно не наблю-

---

<sup>2)</sup> Объем капиталовложений отражает глубину проводимой предприятием долгосрочной реструктуризации и, вследствие этого, может рассматриваться как показатель, характеризующий его эффективность. Однако такая оценка требует, чтобы капиталовложения были целевыми и управляемыми. Об этом речь пойдет ниже.

<sup>3)</sup> Показатель прибыльности продаж рассчитывается как доля прибыли предприятия до вычета процентов, налогов и амортизационных отчислений в общей величине выручки. При расчете доходности активов прибыль относится к общей величине активов предприятия.

даем, лучшей альтернативной его оценкой могла бы служить рыночная стоимость капитала. К сожалению, в бухгалтерской отчетности отражается скорее стоимость активов в ценах их приобретения, нежели рыночная оценка капитала. Эта проблема, а также влияние инфляции на оценку величины капитала и, следовательно, показатели производительности факторов производства рассматриваются в работе Меггинсона и др. (1994).

В ряде прикладных исследований предпринята попытка измерения эффективности в терминах производительности труда (см., например, Бордман и Вининг (1989), Меггинсон и др. (1994), Вининг и Бордман (1992)), аргументированная тем, что этот показатель должен коррелировать с общей производительностью факторов производства и, следовательно, с прибыльностью. При этом неявно предполагается, что количество используемого капитала (и, следовательно, доля акционерной собственности в капитале предприятия) остается фиксированным. Подобное допущение отражает традиционные различия между кратко- и долгосрочными тенденциями. На начальном этапе реструктуризация фирмы предполагает применение мер по уменьшению переменных в краткосрочном периоде компонентов затрат. В долгосрочной перспективе возможно применение таких мер реформирования предприятия, как изменения в его внутренней структуре, инвестиции в капитал и т.д., которые обусловят дальнейший рост эффективности. Именно учет этой зависимости и обуславливает использование Меггинсоном и др. в своей работе двух альтернативных показателей капиталовложений (капиталовложения к объему продаж и к общей стоимости имущества соответственно), что является попыткой анализа реструктуризации предприятия в долгосрочной перспективе.

Инвестиции являются необходимым, но недостаточным условием реструктуризации и повышения эффективности в долгосрочной перспективе, поскольку капиталовложения должны быть целенаправленными и отвечать задачам будущего развития предприятия. Финансовые рынки сигнализируют о том, является ли текущая деятельность и инвестиционная политика предприятия эффективными. Во многих западных исследованиях используется  $Q$  Тобиана (точнее, рыночная оценка балансовой стоимости активов как альтернатива для  $Q$ ) в качестве измерителя эффективности деятельности фирмы в долгосрочной перспективе (см., например, Раджан и Зингалес (1995)).

$Q$  Тобиана отражает оценку фирмы в терминах восстановительной стоимости и рассчитывается как отношение рыночной стоимости фирмы (стоимость активов + долговые обязательства) к восстановительной стоимости активов предприятия. Более высокие оценки  $Q$  показывают, что фирма как действующее предприятие оценивается выше, чем простая сумма ее активов. Однако, поскольку  $Q$  Тобиана зависит от рыночной стоимости фирмы и, следовательно, от ожиданий финансовых рынков, надежность этого показателя требует достаточно высокого уровня развития последних. Кроме того, инфляция искусственно занижает балансовую стоимость активов в противовес его рыночной стоимости, поэтому надежные оценки величины  $Q$  могут быть получены только для экономик, достигших макроэкономической стабильности.

В литературе, посвященной исследованию процессов согласования условий сделки и целей инсайдеров<sup>4)</sup>, поднимается вопрос о взаимосвязи между доходами фирмы и заработной платой. Подчеркивается, что между этими величинами возможна положительная зависимость, так как фирмам необходимо обеспечить бо-

---

<sup>4)</sup> См., например, Ашенфельтера и Джонсона (1969).

лее высокий уровень оплаты труда для того, чтобы привлечь более квалифицированных или эффективных работников, которые в свою очередь смогут увеличить доходы фирмы. С другой стороны, оплата труда инсайдеров может зависеть от результатов их работы.

## 1.2. Реструктуризация предприятий и эффективность их деятельности в переходных экономиках

Эмпирическое измерение эффективности деятельности и реструктуризации предприятий в переходных экономиках сильно затруднено. Сложности в оценке величины запасов, связанные с влиянием инфляции и спецификой бухгалтерского учета, усугубляются трудностями оценки стоимости имущества и в особенности капитала, унаследованного от дореформенной эры. В результате большинство исследований эффективности деятельности предприятий в переходных экономиках уделяют меньше внимания индикаторам, которые основаны на оценке капитала, активов или чистой стоимости капитала. Отсутствие надежных данных по фондовому рынку обуславливает большие, по сравнению с западными экономиками, трудности в определении показателей эффективности, базирующихся на производительности всех факторов производства.

Классенс и Дьянков (1997) сделали попытку обойти проблемы, связанные с измерением запаса капитала, используя потребление энергии в качестве показателя, замещающего потоки капитала, для оценки относительной эффективности государственных и частных предприятий. Их расчеты производительности факторов производства были получены в рамках двухшаговой процедуры, базирующейся на методологии Базу и Ферно (1995). На первом шаге они оценили производственную функцию вида

$$(1) \quad \Delta y_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \beta_L \Delta l_{i,t} + \beta_M \Delta m_{i,t} + \beta_E \Delta e_{i,t} + \hat{\varepsilon}_{i,t},$$

где  $\Delta$  представляет логарифм разности между периодами  $t$  и  $t-1$ , позволяя, таким образом, оценить прирост продукции по каждому фактору. Анализ проводится на основе данных двухзначного классификатора отраслей промышленности. Рост производительности факторов производства в период  $t$  измеряется на втором шаге как сумма фиксированного эффекта и остатков регрессии:

$$(2) \quad \Delta \hat{t}_{i,t} = \hat{\alpha}_{i,t} + \hat{\varepsilon}_{i,t}.$$

Эрл и Эстрин (1998, 1997а, б, 1996) использовали производительность труда в качестве основного индикатора эффективности деятельности предприятий в переходных экономиках, предполагая существование корреляции между этим показателем и общей производительностью факторов производства. Однако, обойдя проблему оценки запасов капитала, исследователи не сняли вопроса о надежности данных, касающихся рабочей силы, поскольку предприятия могут пытаться уменьшить свои затраты на фонды социального страхования, занижая количество занятых на предприятии. Аргументом в защиту приведенной методологии является то, что указанные платежи зависят скорее от общего объема фонда оплаты труда, чем от числа работников, поэтому искажения отчетности должны затрагивать величину выплаченной заработной платы, а не количество занятых, — следовательно, в оценках производительности труда сильных смещений быть не должно.

При анализе переходных экономик встает вопрос о надежности оценок, характеризующих движение финансовых потоков из-за уклонения от налогов и налоговых неплатежей. Искажение показателей финансовой отчетности с целью уменьшения задолженности по налоговым платежам предприятия приводит к неверной оценке величины финансовых потоков (в частности прибыли), что снижает надежность относительных показателей эффективности.

Эрл и Эстрин (1997а, б) используют несколько альтернативных индексов, детализирующих политику реструктуризации деятельности предприятий в таких областях, как освоение рынков продукции (изменения в структуре выпуска/продаж), политика занятости (увольнение и оборот рабочей силы, изменение уровня оплаты труда), изменение структуры бизнеса и его конфигурации (изменение границ фирмы вследствие поглощений или выделения), разработка стратегии фирмы в области капиталовложений и т.д. Эти индексы, в свою очередь, агрегируются для формирования сводного индекса реструктуризации, по которому сравниваются предприятия различной формы собственности.

В исследованиях более развитых стран с переходной экономикой, таких как Чешская Республика, в качестве долгосрочного индикатора использовалось  $Q$  Тобина (Классенс и др. (1997), Классенс и Дьянков (1998)). Перотти и Гельфер (1998) используют рыночную оценку балансовой стоимости активов в качестве заместителя  $Q$  Тобина в своем анализе инвестиционной деятельности российских предприятий на основе данных за 1995 и 1996 гг. Результаты исследования свидетельствуют о том, что капиталовложения, осуществленные предприятиями, входившими в ФПП, чувствительны к рыночной оценке балансовой стоимости активов и, таким образом, к рыночной оценке предприятия. Анализ, проведенный Перотти и Гельфером на более дезагрегированном уровне, показал, что группы, возглавляемые банками, более чувствительны к рыночной оценке их деятельности, чем группы, возглавляемые промышленными предприятиями.

Либерализация внешней торговли положила начало процессу открытия экономики стран Центральной и Восточной Европы и бывшего СССР. Процесс этот оказался трудным в результате различий в стандартах на продукцию. ЕБРР (1997) отметил, что даже в 1997 г. качество экспортируемой из Восточной Европы в ЕС продукции было ниже, чем из стран с развитой рыночной экономикой, и немногим выше, чем качество товаров, ввозимых из Китая и Индии.

Доля экспорта, отражающая способность предприятия конкурировать на мировых рынках, реагирует на улучшение качества продукции, качественные сдвиги в маркетинге и т.п. и, таким образом, может быть чрезвычайно полезным индикатором реструктуризации предприятия и эффективности его деятельности. Следует, однако, помнить, что изменения в индикаторах торговли могут быть вызваны не только внутрипроизводственными причинами. Например, хотя увеличившееся вторжение импорта стран Центральной и Восточной Европы на рынки Евросоюза было, без сомнения, частично обусловлено действием внутренних факторов, снижение тарифных и нетарифных барьеров для торговли также имело громадное значение. На техническом уровне существуют трудности в определении данных по экспорту на уровне предприятия, так как часто предприятия экспортируют через посредников. Кроме того, статистика торговли свидетельствует о том, что доля экспорта в ВВП у больших стран меньше. Поэтому следует проявлять осторожность при проведении межстранового анализа, учитывая, что такие большие страны, как Россия, могут объективно быть в меньшей степени вовлечены в экспортную торговлю, чем страны меньшего размера, такие как Венгрия и Польша.

При анализе системных изменений во время переходного периода необходимо учитывать проблему эндогенности или обратной причинно-следственной связи. Текущее состояние или перспективы развития фирм могут влиять на принятие решения о том, подлежат ли они приватизации и каким именно способом. В результате появляются трудности при оценке влияния собственности и корпоративного управления на эффективность работы предприятия и реструктуризацию. Например, Эрл и Эстрин (1996) обнаружили, что в выборке из более чем 200 польских предприятий относительно хорошее положение у тех, которые принадлежат работникам. Они полагают, что этот результат частично объясняется программой «ликвидационной приватизации» Польши, которая разрешала инсайдерам выкупать предприятия на кредиты государства. В этой ситуации менеджеры и рабочие приватизировали свою фирму только тогда, когда в краткосрочной перспективе потоки денежных средств обеспечивали возможность возврата долга на покупку фирмы. Причинно-следственная связь в этом примере идет от эффективности деятельности предприятия к приватизации и необязательно в обратную сторону.

Следует отметить, что распространенной проблемой является смещенность оценок из-за того, что не вся информация доступна. Например, результаты, свидетельствующие о том, что новые частные фирмы являются динамично развивающимися, объясняются формированием выборочной совокупности и необязательно зависят от формы собственности. В секторе малого бизнеса текучесть фирм довольно высока. Фирмы, включенные в выборку, являются «хорошими», в то время как «плохие» уже покинули рынок и не представлены в выборке. Высокие темпы роста фирм, уцелевших в процессе селекции, отражают процесс входа на рынок и выхода с него, который способствует экономическому росту. Необходимость контроля, присущего выборке смещения, наряду с проблемой обратной причинно-следственной связи, обозначенной выше, являются ключевыми моментами в эмпирических исследованиях эффективности деятельности предприятий.

В целом, проведенный анализ свидетельствует о том, что не существует консенсуса по вопросу о едином индикаторе эффективности деятельности предприятия. Целесообразно использовать совокупность альтернативных индикаторов, как отдельных, так и сводного индекса реструктуризации в том виде, как он разработан Эрлом и Эстрином (1997а, б) для того, чтобы компенсировать индивидуальные искажения, присущие отдельным показателям.

## **2. Эффективность деятельности, реструктуризация и конкуренция**

### **2.1. Теория и западный опыт**

В литературе, посвященной организации промышленного производства, существует ряд положений, касающихся влияния структуры рынка на эффективность деятельности предприятий, которые в определенной степени противоречат друг другу (см., например, Шерер и Росс (1990)). С одной стороны, конкуренция между фирмами приводит к снижению получаемой ими прибыли. Таким образом, по мере увеличения концентрации прибыльность должна расти (Тироль (1988)). В соответствии с другим положением, монополизация снижает склонность к росту эффективности и инновациям (см., например, Никель (1995)), так как фирмы с большей монопольной силой сталкиваются с меньшей конкуренцией и имеют меньше стимулов для совершенствования своей деятельности. Вместо этого ме-

недженеры выбирают то, что Хикс назвал «спокойной жизнью». Шумпетер, напротив, утверждает, что фирмы, обладающие монопольной силой, имеют больше возможностей для аккумуляции экономической ренты и, следовательно, могут позволить себе тратить больше денег на исследования и разработки. При этом сама перспектива получения экономической ренты посредством инноваций и создания новых продуктов является стимулом для инноваций и повышения эффективности; таким образом, монопольная сила и эффективность могут быть положительно связаны друг с другом.

Структура рынка обычно характеризуется тремя индексами: уровнем концентрации; индексом Херфинфала и коэффициентом энтропии. Имеется, однако, ряд трудностей, связанных с расчетом этих показателей. Прежде всего, каждый из них основан на концепции «отрасли». Многие фирмы производят более одного продукта, и поэтому отнесение их к одной отрасли и определение соответствующего рынка может быть более чем непростой задачей. Далее встает вопрос о дифференциации продукта: необходимо принять решение, на каком этапе изменения продукция, относимая к одной отрасли, превращается в продукт совершенно другой отрасли. И, наконец, процесс глобализации мировой торговли требует обязательного учета международного аспекта конкуренции. При этом месторасположение фирмы и транспортные издержки будут решающими факторами, влияющими на степень проникновения зарубежных фирм на внутренний рынок.

Конион и Мачин (1991) проанализировали данные трехзначного классификатора производственных фирм Великобритании за 1983–1986 гг. Результаты свидетельствуют о положительной корреляции между прибыльностью и уровнем концентрации; при этом авторы учли возможность существования обратной причинно-следственной связи между концентрацией и прибылью. Исследование показало, что международная конкуренция может дисциплинировать местных производителей: уровень прибыли отрицательно связан с проникновением импорта. Кроме того, Конион и Мачин подтвердили результат, полученный Дорвиком (1990), о том, что вовлеченность работников в профсоюзы ведет к снижению показателей прибыльности.

Опыт эмпирических исследований в западных экономиках не дает исчерпывающего объяснения природы связи между прибыльностью и концентрацией. Вининг и Бордман (1992) утверждают, что частные фирмы превосходят государственные вне зависимости от уровня конкуренции и что приватизация является основным фактором эффективности работы предприятия. Напротив, Ярроу (1986) доказывает, что конкуренция и развитый контроль над менеджерами могут оказывать большее влияние на рост экономической эффективности, чем приватизация *per se* (как таковая). Неясно, в какой мере исследования в странах с переходной экономикой могут прояснить эти проблемы. Однако приведенные выше аргументы говорят о том, что в любом исследовании эффективности деятельности предприятий необходимо учитывать уровень конкуренции.

## **2.2. Эффективность, реструктуризация и конкуренция в переходных экономиках**

Конкуренция в переходных экономиках воздействует на эффективность деятельности и реструктуризацию предприятий так же, как и в западных странах. В частности, конкуренция дисциплинирует предприятия, способствуя росту эффективности. Однако влияние рыночных сил в переходной экономике может быть

смягчено или искажено. Фирмы в переходных экономиках оказываются в условиях мягких бюджетных ограничений чаще, чем на Западе, они в определенной мере защищены от последствий своей неконкурентоспособности.

Существуют два способа смягчения бюджетных ограничений в переходных экономиках: посредством неуплаты налогов и путем мягких кредитов, предоставляемых банковской системой. Терпимость к задолженности по налогам убыточных фирм характерна для всех стран-реформаторов; мягкие кредиты, однако, встречаются чаще в странах с медленно идущими реформами (Шаффер (1998)).

На ранних стадиях переходного периода быстрое накопление торговых кредитов, а также просроченных торговых кредитов или неплатежей воспринималось как серьезная проблема. Однако Альфандари и Шаффер (1996) считают, что страх по этому поводу был преувеличен. По их оценкам, объем просроченного кредита в переходных экономиках вполне сопоставим с уровнем коммерческого кредита на Западе (соответственно 20–30% ВВП по сравнению с 10–15%). Кроме того, в настоящее время объем кредитов относительно стабилен. С точки зрения авторов, данный процесс свидетельствует лишь о том, что конкуренция и ужесточение бюджетных ограничений заставили предприятия освоить технику управления движением денежной наличности, соответствующую стандартам рыночной экономики, включающую требование предоплаты перед отпуском товаров, прекращение отгрузки должникам, которые не выполняют обязательств по платежам и т.п.

Вполне вероятно, что в переходный период конкуренция и приватизация усиливали друг друга. При отсутствии конкуренции приватизация государственных предприятий, традиционно являвшихся монополиями, могла бы привести к возникновению частных монополий. Возможность монопольного доминирования усиливалась тем, что при централизованном планировании ключевые отрасли были традиционно расположены в определенных районах страны и, таким образом, транспортные издержки выступали в качестве фактора, ограничивающего конкуренцию<sup>5)</sup>. Кроме того, фирмы имели возможность время от времени получать формальную или неформальную поддержку от государства для создания или сохранения монопольного положения на рынке. Хорошо известным примером были иностранные торговые концессии в России, дающие возможность отдельной фирме импортировать определенные товары без уплаты пошлины.

Эрл и Эстрин (1998) считают, что способность иностранных фирм оказывать дисциплинирующий эффект на российских производителей часто недооценивается. Они использовали данные обследования Мирowego Банка в 1994 г. и результаты двух исследований концентрации в России, проведенных Брауном, Икесом и Ритерман (1994) и Джоскоу, Шмалензи и Цукановой (1994). Авторы рассчитали долю импорта в общем объеме внутреннего потребления для каждого сектора в 1994 г. Затем, для избежания трудностей в оценке размера каждого исследуемого рынка, Эрл и Эстрин включили в анализ ряд качественных показателей, полученных из ответов менеджеров, участвовавших в обследовании. Менеджеров спрашивали, имеет ли их предприятие конкурентов на рынке основной продукции и если имеет, то каково их число, присутствуют ли среди них зарубежные компании, а также какова доля дохода от продаж, полученного в данном регионе (что позволило учесть высоту барьеров, связанных с транспортными издержками).

Вопреки ожиданиям, доля импорта в общем объеме внутреннего потребления не имеет очевидного дисциплинирующего воздействия на производителей, уровень

---

<sup>5)</sup> Это, в частности, относится к такой большой стране, как Россия.



концентрации продаж на внутреннем рынке продемонстрирует незначительное отрицательное влияние на производительность. Одновременно получено лишь слабое подтверждение связи между географическим распределением рынков предприятия и эффективностью его деятельности. Однако эти результаты могут быть частично обусловлены тем фактом, что описанный анализ проведен по данным 1994 г., когда закончилась лишь первая фаза массовой приватизации и конкуренция не была еще распространенным явлением. Аналогичные результаты получили Браун и Браун (1998), которые, используя данные Российского Регистра Предприятий с 1992 по 1995 гг., практически не обнаружили подтверждения того, что в тот период времени в России концентрация серьезно влияла на прибыльность. Они установили, однако, что эта зависимость все-таки может быть прослежена при учете географических рынков, что, возможно, свидетельствует о ее дисциплинирующей роли на местных рынках.

Конкуренция в переходных экономиках, также как и в западных странах, обеспечивается не только за счет уже существующих конкурентов, но также и за счет новых фирм, выходящих на рынок. Традиционным является утверждение об изначальном динамизме фирм нового частного сектора. Обсуждению причин высокой результативности нового частного сектора посвящен следующий раздел этой работы. На данный момент мы лишь хотим отметить, что барьеры, ограничивающие вход на рынок, и риск, мешающий созданию новых фирм, являются особой проблемой медленно реформирующихся переходных экономик.

### **3. Эффективность деятельности, реструктуризация и собственность**

#### **3.1. Теория и западная практика**

Ранние исследования взаимосвязи отношений собственности и эффективности деятельности предприятий в западной литературе были направлены на анализ различий между частными и государственными предприятиями. Приватизацию рассматривали как механизм, который может способствовать эффективной реструктуризации предприятий и повышению их эффективности. Во-первых, приватизация определяет долю новых собственников, часть из которых может быть действующими менеджерами, в финансовых результатах деятельности предприятия, что должно способствовать улучшению мониторинга деятельности предприятий. Во-вторых, переход от государственной к частной собственности ужесточает бюджетные ограничения и ограничивает свободу действий менеджеров в преследовании собственных целей, отличных от максимизации прибыли. Одновременно уменьшается давление государства на предприятие в плане социальных обязательств, не имеющих целью максимизацию прибыли (например поддержание использования избыточной рабочей силы в определенных регионах).

Разделение собственности и контроля, возникающее в результате появления внешних инвесторов, приводит к так называемой «проблеме агентов»: ожидается, что менеджеры будут представлять интересы внешних собственников предприятия, в то время как трудно ручаться, что они именно так и поступят. Как показали Шляйфер и Вишны (1996), в идеальном случае менеджеры и внешние собственники смогут заключить контракт, определяющий обязательства сторон. Однако на практике сложно *ex ante* учесть все ситуации, которые могут возникнуть в будущем. Поэтому в случае возникновения непредвиденных обстоятельств обла-

дание инсайдерской информацией даст менеджерам возможность присвоить себе дополнительные права и использовать их в собственных интересах, чему способствует асимметрия информации. При больших затратах на мониторинг и относительно небольшом выигрыше для отдельных собственников возникает так называемая проблема «безбилетника».

В случае, если собственность сконцентрирована в руках крупных владельцев блокирующего пакета акций, эффект от мониторинга будет расти, что обусловлено эффектом масштаба. Кроме того, владельцы крупных пакетов акций, вероятно, смогут использовать свою власть для того, чтобы повлиять на поведение менеджеров, хотя, как отмечают Шляйфер и Вишны (1996), для защиты этого права потребуется сильная законодательная власть. Вывод о том, что владельцы крупных блокирующих пакетов осуществляют более эффективное корпоративное управление, был подтвержден множеством исследований в западных рыночных экономиках. Так, Франкс и Майер (1994) в исследовании частных предприятий Германии обнаружили, что концентрированная собственность связана с высоким уровнем сменяемости директоров. Кроме того, в исследовании по Японии Каплан и Милтон (1994) и Канг и Шивдасани (1995) обнаружили, что наличие владельцев крупных блокирующих пакетов увеличивает вероятность того, что менеджеры плохо работающих фирм будут заменены.

Корбетт и Майер (1991) высказали гипотезу о том, что угроза поглощения компании также может способствовать усилению корпоративного контроля. Как отмечают Шляйфер и Вишны (1996), поглощение является альтернативным механизмом, посредством которого акционерная собственность может быстро стать концентрированной. В ряде работ подчеркивается, (см., например, Мартин и МакКоннел (1991), Истербрук и Фишел (1991)), что для эффективности поглощений как дисциплинирующего механизма необходимо, чтобы угроза была достаточно реальной. Это воздействие менее вероятно в случае, когда издержки потенциального поглощения велики или если рынки капитала неликвидны.

Корпоративный контроль может осуществляться не только акционерными собственниками, но также и держателями долговых обязательств. Права контроля кредиторов реализуются тогда, когда фирма не выполняет свои обязательства по долгам и ей предстоит ликвидация под контролем кредиторов. Процедура реорганизации обычно предполагает приостановку прав кредиторов. Фирме-должнику разрешается использовать период отсрочки для разработки плана реорганизации<sup>6)</sup>. Шляйфер и Вишны предположили, что контроль кредиторов может быть более эффективным в случае, когда у предприятия имеется большое количество распыленных кредиторов, так как в этом случае менее вероятно, что фирма-должник сможет достичь с ними договоренности.

В своем исследовании российских магазинов после приватизации Барберис и др. (1996) показали, что сама по себе приватизация и мотивация менеджеров недостаточны для того, чтобы вынудить магазины осуществить основные меры по реструктуризации; необходима замена менеджеров, не соответствующих новой экономической ситуации. В этой работе авторы развивают также идею о том, что успехи в реструктуризации деятельности фирмы являются результатом уменьшения влияния на нее государства.

---

<sup>6)</sup> Следует отметить, что в соответствии с главой 11 Закона США о банкротстве, длительность периода отсрочки является неопределенной величиной.

Бойко, Шляйфер и Вишны (1996) формализовали аргументацию этого положения, рассмотрев ситуацию, когда политик обладает властью установить уровень занятости на государственном предприятии выше оптимального в угоду политическим целям. Авторы подчеркивают, что хотя менеджер может дать взятку политику, чтобы снизить уровень занятости, противозаконность и добровольная природа такой коррупции будут препятствовать ее осуществлению. Более того, поскольку упущенная выгода предприятия не может быть измерена из-за асимметрии информации, а скрытые субсидии не выплачиваются в явном виде, а выступают недополученными доходами бюджета, политик будет стремиться к сохранению неэффективной занятости и смягчению бюджетных ограничений для предприятия. Возможно, приватизация заставит политика компенсировать фирме ее упущенные выгоды в случае, если фирма согласится увеличить занятость выше ее эффективного уровня<sup>7)</sup>. Бойко, Шляйфер и Вишны расценивают описанную ситуацию как маловероятную, поскольку от политика скорее потребуются реальный платеж из бюджета, а не просто отказ от доходов. Таким образом, авторы считают, что приватизация будет способствовать реструктуризации и улучшению результатов деятельности предприятия. Они полагают также, что приватизация будет более эффективной в случае, когда собственность и контроль принадлежат внешним собственникам (при условии, что они политически не мотивированы), по сравнению с собственностью менеджеров, поскольку первые в большей степени озабочены доходами фирмы в условиях строгой монетарной политики, когда субсидии из бюджета маловероятны.

Равски (1997) предполагает, что в рыночных экономиках политики скорее будут вносить изменения в законодательство, касающееся экономической среды частных фирм *ex ante* для того, чтобы мотивировать их выполнять политический заказ, чем пытаться повлиять на действия частных фирм посредством *ex post* субсидий. При этом установление защитных торговых барьеров, снижение налогов для компаний, расположенных в определенных регионах, и другие подобные меры будут распространяться на всю промышленность в целом. Ленвей, Морк и Янг (1995) утверждают, что такая защита будет способствовать уменьшению конкуренции в рамках слабой промышленности и, соответственно, снижать предпринимательскую и инновационную активность.

Последнее утверждение вызвало серьезные дебаты в западной литературе относительно того, является ли функционирование в рамках конкурентной среды, свободной от политического воздействия, достаточным для того, чтобы стимулировать реструктуризацию и рост эффективности предприятий, или повышение эффективности является результатом совершенствования корпоративного управления как результата приватизации. Ранние эмпирические исследования не позволили выявить искомой взаимосвязи, однако позднее Меггинсон и др. (1994) обнаружили, что результаты работы предприятий улучшаются благодаря приватизации. Вининг и Бордман (1992) представили результаты, показывающие, что частные фирмы превосходят государственные даже в конкурентных отраслях. Результаты сравнений государственных и частных фирм в переходных экономиках идентичны – приватизированные фирмы работают лучше, чем их государственные собратья, и это как раз тот вопрос, который мы намерены рассмотреть в следующем разделе.

---

<sup>7)</sup> Хилман и др. (1997) отмечают, что побочные платежи для поддержания избыточной занятости могут в действительности стимулировать фирмы заменять труд основными факторами производства (например капиталом) в случае, если предельный доход труда относительно мал, а средств достаточно для покрытия затрат на основной фактор.

### 3.2. Эффективность деятельности, реструктуризация и собственность в переходных экономиках

В начале переходного периода предприятия действовали в рамках искаженной структуры мотивационных стимулов, унаследованной от эры централизованного планирования. Фридман и др. (1997) утверждают, что любой мониторинг, проводимый государством при централизованном планировании, имел порочный эффект в виде роста затрат из-за политизации влияния на предприятия. В конечном счете это выражалось в усилении стимулов для предприятия к сохранению информационной асимметрии. Кроме того, традиционная структура промышленности, в которой доминировали крупные фирмы, связанные горизонтальной интеграцией, создавала препятствия для развития конкуренции. Фридман и др. (1998) отмечают также, что эти же характерные особенности негативно влияли на стимулы для развития предпринимательства и искажали отношение к риску.

Для ранних этапов реформ были характерны мягкие бюджетные ограничения. В связи с этим от менеджеров, зачастую, требовались не управленческие навыки *per se*, а умение лоббировать и находить способы погашения долгов и покрытия убытков за государственный счет (*bailout*). Бойко, Шляйфер и Вишны (1993) полагают, что приватизация повышает эффективность и ведет к результативной реструктуризации только тогда, когда устраняется вмешательство государства, что усиливает бюджетные ограничения.

Программы приватизации в переходных экономиках были разнообразны по формам. Большинство программ включали элементы бесплатной ваучерной приватизации. Это привело к сильной распыленности собственности, что, как отмечалось выше, потенциально ограничивает возможности мониторинга деятельности предприятий. Проблемы распыленности собственности были особенно острыми в переходных экономиках из-за неразвитости рынка капитала, что ограничивало возможности концентрации пакетов акций через перепродажу. Возможность поглощения компаний также была в значительной степени ослаблена.

Возможно, именно вследствие действия перечисленных факторов в ранних исследованиях было получено мало результатов, подтверждающих, что приватизация в переходных экономиках вела к повышению эффективности и реструктуризации (см., например, Пинто и др. (1993)). Кроме того, формы собственности не ограничивались только частной и государственной собственностью, которые были в центре внимания в западной литературе. Приватизация в переходных экономиках, таких как Россия, сформировала многообразие форм собственности, которые часто характеризовались концентрацией власти инсайдеров, в то время как западная практика, в основном, была связана с приватизацией, которая передавала собственность аутсайдерам.

Характер взаимоотношений между собственностью и контролем со стороны инсайдеров и аутсайдеров проанализировали Эрл и Эстрин (1996). Авторы показали, что собственность и контроль работников могут привести к улучшению циркуляции информации, уменьшению конфликтов с менеджерами и развитию вторичного рынка акций (Эрл, Эстрин и Лещенко (1996)), но более медленному осуществлению реструктуризации по двум причинам. Во-первых, такие фирмы будут меньше инвестировать из-за их негативного отношения к риску и меньшей доступности к внешнему финансированию. Во-вторых, эти фирмы менее склонны к сокращению избыточной рабочей силы из-за противодействия работников.

С другой стороны, Блази и Шляйфер (1996) показывают, что в случае, когда менеджеры являются держателями больших пакетов акций своих фирм, их нежелание рисковать может привести к чрезмерной осторожности в поведении фирмы. Авторы высказывают опасение, что формирование нового менеджмента будет происходить медленнее в фирмах, контролируемых менеджерами.

Результаты исследования Барберис и др. (1996) по этому вопросу были подтверждены Классенс и Дьянковым (1998) в исследовании 706 приватизированных чешских фирм. Результаты эмпирического анализа показывают, что акционерная собственность менеджеров не оказывает серьезного влияния на эффективность деятельности предприятий (где эффективность измеряется ростом прибыльности, производительностью труда, размером добавленной стоимости на одного занятого и фактом организации на предприятии отдела маркетинга после приватизации). Все перечисленные индикаторы эффективности деятельности имеют отрицательную корреляцию с продолжительностью работы генерального менеджера на предприятии, что подчеркивает важность реструктуризации менеджмента. В исследовании показано также, что менеджеры, нанятые частными собственниками со стороны, способствуют улучшению всех аспектов деятельности предприятия, менеджеры, назначенные правительством, работают хуже, а замыкают этот ряд новые менеджеры, которые ранее являлись работниками данного предприятия.

В своем исследовании российских фирм Эрл и Эстрин (1997а) показали, что те из них, которые были приватизированы менеджерами, реструктуризировались в большей степени и работали лучше по сравнению не только с государственными предприятиями, но также и с фирмами, которые были приватизированы преимущественно рядовыми работниками. При этом внешние собственники ассоциируются с большей активностью в проведении глубокой реструктуризации и с лучшими результатами деятельности предприятий по сравнению с предприятиями, принадлежащими инвестиционным фондам.

Дьянков (1998) исследовал 137 молдавских производственных предприятий для того, чтобы определить, существует ли практическое подтверждение гипотезы, что обучение менеджеров способствует реструктуризации и росту эффективности фирмы. При этом исследователь обращал особое внимание на компенсацию смещенности оценок, связанной с тем, что менеджеры, желающие пройти обучение, могут *ex ante* быть «лучшими» менеджерами, заинтересованными в приобретении новых навыков и более восприимчивыми к новым идеям. Результаты исследования показали, что предприятия, на которых менеджеры были охвачены переобучением, имели существенный рост продаж и были более активны в реструктуризации.

Большинство исследователей ожидали, что появление внешних собственников будет иметь положительное влияние на эффективность деятельности предприятия и его реструктуризацию вследствие лучшего мониторинга, а также благодаря использованию западного опыта и лучшей способности иностранных собственников привлекать новый капитал. То, что эмпирические исследования не всегда подтверждали эту гипотезу, может быть результатом описанной уже выше проблемы эндогенности: программы приватизации могли разрешать инсайдерам выбирать предприятия в первую очередь, в то время как внешним инвесторам оставались предприятия, имеющие худшие на ближайший период перспективы. Эта гипотеза подтверждается Эрлом, Эстриным и Леценко (1996), чье исследование России проливает свет на многие случаи инсайдерского выкупа компаний по очень низким ценам еще до начала официальной государственной программы приватизации.

Классенс и Дьянков проанализировали воздействие приватизации на результаты деятельности предприятий, используя данные по 6000 фирм из 7 стран Центральной Европы (Болгария, Чешская Республика, Венгрия, Польша, Румыния, Словакия и Словения) за период 1992–1995 гг. Они обнаружили, что после приватизации рост общей производительности факторов производства составлял более 5% годовых. Проблему эндогенности авторы учли, оценив результаты деятельности фирм в 1991 г.

Робертс и др. (1998) провели анализ влияния приватизации на примере Киргизстана, используя панельные данные по 90 предприятиям за 1993–1995 гг. Рост продаж и производительности труда оказались выше на предприятиях, приватизированных в 1995 г., при этом не выявлено значимой зависимости показателей эффективности от того, в какой степени предприятия сокращали рабочую силу. Более того, авторы не обнаружили никаких свидетельств того, что приватизация внешними собственниками способствует достижению более высоких результатов, чем приватизация инсайдерами. К сожалению, остается неясным, удалось ли авторам исключить проблему эндогенности. Дальнейшее исследование этой проблемы представлено в работах Фридмана и др. (1997), Смита и др. (1997).

Значение концентрации акционерной собственности и наличия владельцев больших пакетов акций исследовано Классенсом и др. (1997). Используя выборку из приблизительно 300 чешских предприятий, зарегистрированных на бирже, они показали, что фирмы с концентрированной акционерной собственностью, в частности фирмы, контролируемые инвестиционными фондами, были более прибыльными и имели более высокую рыночную стоимость. С нашей точки зрения, к этим результатам надо относиться с некоторой осторожностью из-за проблемы обратной причинно-следственной связи. Вполне возможно, что такие крупные инвесторы, как инвестиционные фонды, предпочитают осуществлять инвестиции в предприятия, работающие более эффективно.

В исследовании опыта приватизации в Чехии, проведенном Вейсом и Никитиным (1998), использованы те же данные, однако в нем получены несколько иные результаты. В частности, авторы обнаружили, что собственность, концентрируемая фондами, которые управляются банками, ведет к худшим результатам по сравнению с фондами, не управляемыми банками. Более того, концентрация собственности у фондов, которые управлялись инвестиционными компаниями, в лучшем случае не имела никакого эффекта на результаты деятельности фирмы. Вейс и Никитин объясняют эти результаты тем обстоятельством, что инвестиционные фонды, организованные в Чешской Республике, были инвестиционными компаниями, имеющими закрытую структуру капитала (около 70% граждан обменяли свои ваучеры на акции этих фондов). По мнению авторов, это обстоятельство ограничивало возможности акционеров в оказании дисциплинирующего воздействия на менеджеров предприятия: акционеры не могли получить компенсацию за свои акции как это возможно в случае с инвестиционными компаниями открытого типа, они могли только продать фондам свои акции. Хотя такие действия могли снизить стоимость акций в портфеле фонда, они не оказывали дисциплинирующего воздействия на менеджеров, которые предпочитали получение доли в активах, нежели в доходах фонда. Так же, как и в статье Классенса и др. (1997), исследование Вейса и Никитина не учитывает проблему эндогенности собственности – различные типы собственников могли оказывать разное воздействие на результаты деятельности предприятий или на выбор фирм для приобретения, – поэтому к результатам их исследования также надо относиться с некоторой осторожностью.

Возвращаясь к вопросу эффективности нового частного сектора, хотелось бы отметить, что новые фирмы зачастую могут непосредственно контролировать свой менеджмент. Более того, во многих случаях сами менеджеры являются собственниками. Логично было бы ожидать, что при выборе сферы деятельности и местоположения предприятия предприниматели делали выбор в пользу многообещающих производств. И наоборот, государственные и приватизированные фирмы унаследовали свои характеристики. В некоторых сравнительных эмпирических исследованиях новых частных фирм, государственных и приватизированных предприятий делались попытки контролировать вышеупомянутые факторы путем отслеживания размера, месторасположения и отрасли (Конингс и др. (1996) по Польше, Билсен и Конингс (1996) для Венгрии, Болгарии и Румынии, Рихтер и Шаффер (1996) для России). Эти исследования показали, что новые частные фирмы развиваются более высокими темпами по сравнению с государственными и приватизированными предприятиями. Однако остается неясным, удалось ли в данном случае успешно обойти проблему смещенности выборки, о которой говорилось ранее.

#### **4. Эффективность, реструктуризация и финансирование**

##### **4.1. Теория и западная практика**

Модильяни и Миллер (1958) показали, что в мире, где рынки капитала функционируют совершенным образом, где нет трансакционных издержек, банкротств или искажающего налогообложения, производственная деятельность фирмы не зависит от методов финансирования, а рыночная оценка компании не зависит от ее финансовой структуры (соотношения собственного и заемного капитала). Однако как только эти фундаментальные допущения отвергаются, внутренние и внешние фонды уже больше не являются абсолютно равноценными. Доступ к внешнему финансированию может быть ограничен, и издержки альтернативных форм внешнего финансирования могут различаться. В свете этого фирмы будут пытаться достичь оптимальной структуры капитала, зависящей от преобладающей институциональной структуры, в рамках которой они функционируют.

Ожидается, что налоговое законодательство и законодательство по банкротствам могут влиять на приемлемый для фирм уровень аккумуляции долга. С одной стороны, путем эмиссии долговых обязательств компании могут укрывать доходы от налогов, поэтому можно ожидать, что между ставками налогов и склонностью к заимствованиям будет положительная взаимосвязь. С другой стороны, более строгое законодательство по банкротствам и более высокие издержки, связанные с процессом банкротства, должны сдерживать фирмы от избыточного накопления долговых обязательств.

Раджан и Зингалес (1995) исследовали структуру капитала корпораций в странах большой семерки. Как известно, англо-американские финансовые системы опираются на рынок ценных бумаг, в то время как системы, характерные для Центральной Европы и Японии, ориентированы более на банковские кредиты. Однако авторы обнаружили, что в корпорациях Великобритании и Германии уровень левереджа (отношение заемного капитала к активам) ниже по сравнению с другими странами большой семерки. Пытаясь объяснить это очевидное противоречие, Раджан и Зингалес представляют свидетельства того, что корпорации в странах большой семерки преимущественно получают финансирование из источников, которые

позволяют снижать налогооблагаемую базу. Кроме того, законодательство по банкротствам в Великобритании и Германии, по сравнению с США, более ориентировано на защиту интересов кредиторов. Исследователи выдвигают гипотезу, что у фирм Великобритании и Германии страх перед банкротством может препятствовать привлечению высокой доли заемных средств. Исследование не подтвердило также гипотезу о том, что банковские кредиты частному сектору преобладают в финансовых системах, ориентирующихся на банковские кредиты. Возможное объяснение сложившейся ситуации авторы видят в том, что фирмы склонны делать выбор между государственным и частным долгом, а не между банковскими кредитами и финансированием деятельности за счет эмиссии ценных бумаг.

Раджана и Зингалес выявили также положительную связь между долей основных фондов в общей стоимости имущества и левереждем, что может отражать тот факт, что заемные средства могут быть более доступны для фирмы, располагающей большим залоговым имуществом. Рыночная оценка бухгалтерской стоимости активов фирмы, используемая в качестве индикатора ожидаемой прибыльности в будущем, имеет отрицательную корреляцию с левереждем. Авторы отмечают, что, скорее всего, этот результат отражает склонность больших фирм в большей степени ориентироваться на выпуск ценных бумаг, чем на увеличение долговых обязательств в тот период времени, когда цены на их акции на бирже высокие. Была обнаружена положительная связь между левереждем и размером фирмы, индикатором которого выступает логарифм продаж в каждый период времени (за исключением Германии). Авторы предположили, что вероятность периодических финансовых затруднений у крупных фирм меньше, и они с меньшим риском могут увеличивать размер своих долговых обязательств. Однако четкая теория по этому вопросу в настоящий момент отсутствует. И, наконец, результаты анализа показывают, что прибыльность, в общем, имеет отрицательную связь с левереждем, хотя можно было бы ожидать, что у более прибыльных фирм будет лучший доступ к заемным средствам.

Спрос на заемные средства может быть отрицательно связан с доходами в случае, если асимметричная информация принуждает банки брать чрезмерно высокие проценты как следствие их неспособности различить хорошие и плохие риски *ex ante* (Стиглиц и Вейс (1981)). При этом возникает проблема неблагоприятного отбора, когда хорошие риски вытесняются с рынка из-за высокой стоимости заимствования. В результате равновесие на рынке кредитов может установиться на уровне, когда фирмы «хорошего качества» будут больше полагаться на внутренние источники финансирования, а не на чрезмерно дорогие кредиты, что, возможно, помешает им приблизиться к оптимальному для них соотношению пассивов.

Наряду с этим, существует потенциальная проблема морального риска, когда кредиторы не способны эффективно отслеживать результаты деятельности заемщиков *ex post*. Даймонд (1991) обнаружил, что в таких обстоятельствах банки играют важную роль, помогая фирмам, не имеющим кредитной истории, получить доступ к финансированию, что позволит им впоследствии выпустить свои собственные бумаги. При этом банковская система проводит мониторинг результатов деятельности предприятия. Долговые контракты, как правило, специфицированы таким образом, чтобы заставить предприятия обеспечить достижение необходимых результатов деятельности *ex post* и элиминировать проблемы заинтересованности в достижении показателей деятельности со стороны самой фирмы. В частности, долговые контракты, как правило, надежно защищены соответствующим разме-



ром залога. В случае нарушения кредитного соглашения кредитор обладает властью арестовать залог и, если эта мера его не устраивает, начать действия по ликвидации фирмы.

Никелл и Николитсас (1995) отмечают, что долг может выступать в качестве меры дисциплинарного воздействия, которая предостерегает менеджеров от эксплуатации информационной асимметрии в отношениях между ними и акционерами и/или заемщиками вследствие угрозы банкротства и потери контроля. В своем исследовании производственных фирм в Великобритании в 1973–1986 гг. они представили свидетельства того, что для компаний, представленных в выборке, характерна отрицательная связь между «финансовым давлением», которое они рассчитывали как отношение выплат по процентам к денежной наличности, уровнем занятости и заработной платы. Проводя этот анализ, Никелл и Николитсас учитывают возможность «наведенной» корреляции между заимствованиями и занятостью, так как можно ожидать, что экзогенные потрясения для компании могут вызвать одновременно и усилия по снижению издержек, и увеличение заимствований для компенсации краткосрочных последствий потрясений. Кроме того, в анализе обнаружена незначительная положительная корреляция между финансовым давлением и производительностью всех факторов производства.

Во многих случаях, в дополнение к обеспечению прав собственности и удовлетворению требований кредиторов, рамки процедуры банкротства могут включать признаки реорганизации (Бонин и Шаффер (1998)). При реорганизации предприятия представляется защита от кредиторов на период времени, в течение которого менеджеры/собственники имеют возможность разработать план по реорганизации ее долгов. Разрешая прежним менеджерам сохранять контроль в отношении слабого в финансовом отношении предприятия, такая процедура, с одной стороны, создает опасность ослабления стимулов к развитию, так как у некомпетентных менеджеров может быть «окопавшееся» положение (т.е. собственники не могут провести замену некомпетентного менеджмента), в то время как условные права собственности кредиторов приостанавливаются. Однако, в целом, процедура реорганизации направлена на то, чтобы предотвратить ликвидацию фирм с хорошими перспективами в будущем.

По этой причине адекватным законом о банкротстве может считаться тот, в соответствии с которым жизнеспособным в долгосрочной перспективе, но испытывающим в настоящий момент финансовые затруднения фирмам разрешается продолжать функционировать, одновременно изменяя структуру своих долговых обязательств, а нежизнеспособные в долгосрочной перспективе фирмы ликвидируются. Фирма, чья прибыль даже до уплаты по долгам отрицательна, должна быть отнесена в последнюю категорию. К первой категории будет относиться, например, предприятие, которое в настоящее время работает прибыльно, но не способно обслуживать свои долговые обязательства и потому страдает из-за проблемы нехватки оборотного капитала, хотя и генерирует положительную прибыль. Работа Вайта (1996) посвящена исследованию потенциальных издержек банкротства. Большие издержки могут быть связаны как с ликвидацией фирмы по частям, в то время как она представляет большую ценность как работающее предприятие, так и при разрешении неэффективной фирме провести реорганизацию, в то время как ее активы лучше было бы разделить. Кроме того, существуют прямые издержки процесса банкротства, такие как оплата судебной процедуры, оплата юристов, официальных лиц по процедуре банкротства и т.д. Вайт различает издержки, возникающие в рамках нормального функционирования фирм, когда пред-

стоящие трудности еще не ощущаются, и издержки, которые происходят после начала серьезных финансовых проблем, но до начала банкротства. Примером первой категории издержек является «эффект наказания»: жесткие меры по отношению к менеджерам фирм, которые вступают в стадию банкротства, что может стимулировать их усилия к тому, чтобы любыми средствами избежать начала этой процедуры. Второй вид издержек появляется потому, что менеджеры фирм, испытывающих финансовые затруднения, могут вовлечь фирму в невыгодную деятельность для того, чтобы попытаться предотвратить банкротство; например предпринять попытку восстановления платежеспособности путем осуществления очень рискованных инвестиций.

Вайт отмечает, что со стороны кредиторов стимулы ликвидации должника могут быть слабыми. Застрахованные кредиторы часто предпочитают конфискацию залога длительной процедуре банкротства. Незастрахованные кредиторы часто малы и могут посчитать свои прямые издержки возбуждения процедуры банкротства неподъемными, а уровень возмещения – низким, особенно если фирма сбивает цену активов или уже находится в долгах к тому моменту, когда банкротство действительно начинается. Вайт сообщает, что уровень возмещения для незастрахованных кредиторов в США и Германии составляет порядка 2–3%. На таких условиях не так уж редко кредиторы в западных рыночных экономиках пересматривают свои требования в отношении не заплативших им должников вне формальной процедуры банкротства.

#### **4.2. Эффективность, реструктуризация и финансирование в переходных экономиках**

Во время переходного периода предприятия оказались в ситуации, когда их прошлые (и, возможно, даже текущие) результаты деятельности не являются адекватным индикатором их будущей доходности, в то время новые частные предприятия просто не имеют прошлых результатов. Поэтому Стиглиц и Вейс показывают, что проблемы, связанные с асимметрией информации, в переходных экономиках приобретают дополнительную остроту. В ситуации, когда предприятия, с хорошим потенциалом, не имеют собственных средств для проведения реструктуризации, необходимой для обеспечения их доходности в будущем, возрастает роль банковского сектора, поскольку без сильных рынков капитала альтернативные источники финансирования ограничены.

Как отмечают Корнелли, Портес и Шаффер (1996), от банков потребовалось знание корпоративного управления и мониторинга для минимизации риска от злоупотреблений в случае выделения кредитов. В развитых рыночных экономиках эти задачи обычно распределялись между другими агентами финансового сектора, которые были либо неспособны это делать, либо вовсе не существовали на ранних стадиях переходного периода. Гарантирование долговых контрактов посредством залога вело к еще более сильному ограничению доступа к финансированию из-за отсутствия у предприятий необходимых для залога средств. Более того, даже если фирмы были способны предоставить достаточный залог, само по себе банкротство на ранних стадиях переходного периода очень мало давало в плане защиты прав кредиторов<sup>8)</sup>.

---

<sup>8)</sup> Ограничение осуществления условных прав собственности может вести к увеличению кредитором величины требуемого залога и, вследствие этого, к дальнейшему обострению проблемы доступа к финансированию.

Банкротство редко использовалось на ранних стадиях переходного периода. Это может объясняться тем, что у кредиторов были, и в некоторых случаях еще остаются, слабые стимулы добиваться ликвидации фирмы-должника. Во-первых, для слабых судебных систем, свойственных этим экономикам на ранних стадиях реформы, характерна неспособность использовать даже имеющиеся законодательные инструменты. Нехватка квалифицированных юристов и судей вкупе с отсутствием опыта рассмотрения дел о банкротстве приводило к непредсказуемости результата судебной процедуры. Более того, даже если решение было положительным для кредиторов, часто возникали задержки, которые давали менеджерам время для разграбления активов.

Во-вторых, на ранних стадиях переходного периода возмещение, которое даже застрахованные кредиторы могли получить в результате банкротства, часто было очень невелико, поскольку активы фирмы имели низкую оценку в новой экономической обстановке и при неразвитых рынках капитала. В-третьих, банки как кредиторы могли не быть заинтересованными в предъявлении клиенту иска, потому что поступая таким образом, они признавали бы, что долг является безнадежным и, соответственно, банку потребовалось бы использование своего резервного фонда. Наконец, понимая, что во многих случаях реализуемая стоимость активов была низкой, кредиторы могли откладывать процесс ликвидации, если были уверены в том, что предприятие может быть спасено государством.

Именно эти причины необъявления банкротства назывались чаще всего 50 чешскими производственными фирмами в 1994 г., опрошенными Мохри, Шаффером и Биваном (1998). Кроме того, многие из них отметили, что намного легче вернуть долг, используя неформальные методы вне рамок судебной системы. (Решение чешского правительства отложить введение закона о банкротстве в начале 1990 г. из-за опасений дать ход волне банкротств в этой связи кажется несостоятельным.)

Перечисленные выше факторы дают основание предположить, что предприятия в переходных экономиках значительно чаще финансируют инвестиции за счет нераспределенной прибыли, чем заемных средств. Этот результат нашел эмпирическое подтверждение у Корнелли, Портеса и Шафера (1996). Их исследование, проведенное по данным бухгалтерской отчетности предприятий Венгрии и Польши в конце 1992 г., показывает, что предприятия в этих относительно развитых переходных экономиках имели значительное преобладание собственных средств над заемными. Отношение долга к общей стоимости активов составляло 32% и 41% для Венгрии и Польши, соответственно, по сравнению с 66% левереджа в странах большой семерки для нефинансовых фирм согласно исследованию Раджана и Зингалеса (1995).

Этот обобщенный результат также подтверждается выводами регрессионного кросс-секционного анализа, аналогичного тому, который провели Раджан и Зингалес. Было обнаружено, что левередж связан положительно с размером фирмы и отрицательно – с величиной прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации. Однако, в отличие от Раджана и Зингалеса, была обнаружена отрицательная связь между левереджем и долей основных средств в общей стоимости активов, что, по мнению авторов, отражает склонность компаний производить финансирование инвестиций за счет собственного капитала, нежели аккумуляции долговых обязательств.

Хотя для ранних стадий переходного периода характерны неэффективный мониторинг и серьезные финансовые ограничения инвестиционной активности,

Андерсон и Кегельс (1997) и Лизэл и Свейнар (1997) представили эмпирические доказательства того, что в Чешской Республике эти ограничения смягчились и мониторинг значительно улучшился. Авторы используют модель акселератора инвестиций, в рамках которой они строят перекрестные регрессии по чешским данным за 1994 г. В работе оценены регрессии дохода от текущей деятельности, внутренних потоков денежных средств, объема банковских кредитов, торгового кредита и других форм долга относительно инвестиций. Как объясняют Андерсон и Кегельс, в идеальном случае инвестиции должны быть связаны с доходом таким образом, что финансовые решения равнозначны. Однако у фирм, которые имеют проблемы с ликвидностью, инвестиции окажутся зависимыми от доступного объема финансирования, и в результате коэффициент при показателе текущих денежных потоков будет положительным.

Результаты регрессионного анализа подтверждают гипотезу о том, что инвестиционные решения фирм в исследуемый период осложнялись из-за проблемы доступа к кредитным ресурсам: коэффициент при переменной денежных потоков положителен и значим, в то время как при переменной дохода он незначим. Для большинства предприятий частного сектора финансовые проблемы не ограничивали инвестиции. Значительные инвестиции и финансирование за счет долговых обязательств имели место среди новых частных фирм и приватизированных государственных предприятий. Тем не менее, создается впечатление, что эти фирмы достигли потолка своих долговых обязательств в 1994 г.

Аналогичные результаты были получены Лизелом и Швейнаром в их исследовании по Чешской Республике в 1992–1995 гг. В этом исследовании построены альтернативные модели инвестиционной активности: базирующаяся на теории акселератора инвестиций и структурная модель динамической оптимизации опраженных издержек адаптации. Авторы показали, что теория акселератора лучше объясняет инвестиционную активность в Чешской Республике в тот период. При этом предположения о влиянии денежных потоков на инвестиции и о существовании кредитных ограничений получили слабое подтверждение. Эта слабая связь определялась в основном малыми частными фирмами и кооперативами, которые ориентировались на финансирование инвестиций за счет дебиторской задолженности.

Перотти и Гельфер (1998) обнаружили, что отсутствие доступного финансирования существенно ограничивало инвестиционную активность российских фирм, которые не являлись членами ФПГ. В этом исследовании используются данные за 1995 и 1996 гг. по 76 котируемым на бирже компаниям. Поскольку акции этих компаний свободно покупались и продавались, это дало авторам возможность проверить выполнение Q-теории инвестиций. Результаты их исследования показывают, что внутри групп зависимость инвестиций от рыночной оценки предприятия выражена сильнее. К тому же они обнаружили, что в России предприятия, не входящие в ФПГ, испытывали серьезные финансовые затруднения. Среди предприятий-участников ФПГ инвестиции сильнее зависели от Q-оценок в группах, возглавляемых банками, по сравнению с группами, возглавляемыми промышленными предприятиями. Между потоками денежных средств и инвестициями существовала отрицательная связь в случае, если ФПГ возглавлялась банком, что наводит на мысль о значительном внутреннем перераспределении средств между членами группы.

Итак, приведенный выше анализ работ показывает, что получение доступа к кредитным ресурсам имеет фундаментальное значение для осуществления ре-

структуризации предприятий. Программы финансовой изоляции, аналогичные тем, что проводились в Румынии<sup>9)</sup>, или законы о банкротстве, которые не дают приоритета новому финансированию, получаемому в ходе продолжения функционирования после банкротства, могут ограничивать масштаб проведения предприятием мер по реструктуризации. Это еще более верно в ситуации макроэкономической нестабильности. Исследование российского банковского сектора в переходный период, проведенное Фаном, Ли и Шаффером (1996), подтверждает эту гипотезу, констатируя, что большинство полученных предприятиями кредитов были краткосрочными из-за высоких уровней инфляции в стране. Кредиты большей частью использовались в качестве оборотного капитала, поскольку они не годились для осуществления долгосрочных инвестиций. Кроме того, были выявлены высокие залоговые требования, что отражало трудности, испытываемые банками при попытках реализации залога, если они были вынуждены аннулировать кредитное соглашение.

## 5. Выводы

Данная работа ставила своей целью представить как можно более полный обзор литературы, посвященной анализу результатов деятельности предприятий в переходный период. В заключение нам хотелось бы еще раз подчеркнуть основные моменты приведенного выше сравнительного анализа теоретических и эмпирических работ по данной теме. Было показано, что эмпирическое измерение результатов деятельности и реструктуризации является комплексной проблемой. Исследование результатов деятельности предприятий в западных экономиках осложняется рядом проблем, включающих оценку основных фондов, эндогенность, качество отчетности, трудности оценки в ценах приобретения в случае инфляции и больших изменений в относительных ценах. Приведенные выше примеры показывают, что такие трудности могут быть еще в большей степени характерны для переходных экономик, и в этой связи «двухколейный» подход, использующий и количественную, и качественную информацию, был бы в высшей степени желательным.

Влияние конкуренции, форм собственности и финансирования на эффективность деятельности предприятий в переходных экономиках является, в лучшем случае, неоднозначным. К сожалению, накопленная база эмпирически подтвержденных фактов, отражающих влияние конкуренции, очень мала даже для развитых рыночных экономик. Тем не менее, не следует недооценивать важность отслеживания изменений структуры рынка в эмпирических исследованиях, особенно принимая во внимание возможное влияние географической рассредоточенности в таких больших странах, как Россия.

В современных эмпирических исследованиях установлены лишь слабые связи между формой собственности и результатами деятельности предприятий, за исключением высоких темпов роста эффективности у новых частных фирм. Однако мы считаем, что это является скорее следствием действия специфических факторов переходного периода, так как результаты подобного анализа для западных экономик дают основание предполагать в данном случае существование функциональной взаимозависимости. Многие программы приватизации наделили значительной властью инсайдеров, в то время как рынки капитала оставались узкими, а воз-

---

<sup>9)</sup> См. Мохри, Шаффер и Биван (1998) для более детального анализа программ финансовой изоляции.

возможности мониторинга – ограниченными. Возможно, именно этот факт является объяснением высокой корреляции эффективности с созданием новых частных фирм. Мы полагаем, что эти взаимосвязи станут более очевидными по мере продолжения процесса реформирования.

Многочисленные исследования, часть из которых рассмотрена выше, показывают, что доступ к капиталу и принятие адекватного законодательства о банкротстве имеют фундаментальное значение для осуществления реструктуризации и увеличения эффективности работы предприятий в переходный период. Как показывает опыт, ограниченное число финансовых агентов в переходных экономиках неизбежно приводило к чрезмерному мониторингу и финансированию со стороны банковского сектора, в то время как его способность выполнять эту роль была сильно ограничена из-за нестабильности внешней среды. В результате появилось кредитное нормирование с исключительно высокими требованиями залога, банковские кредиты были преимущественно краткосрочными и потому не годились для осуществления долгосрочных капиталовложений. Поэтому мы полагаем, что меры, способствующие развитию системы финансирования в переходный период, имеют фундаментальное значение для реформы на микроуровне, что является залогом достижения и поддержания высокого уровня макроэкономического развития.

\* \* \*

\*

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Alfandari, G. and Schaffer, M. E.* «Arrears» in the Russian Enterprise Sector / Commander, S., Fan, Q. and Schaffer, M. E. (eds.) *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*. EDI Development Studies, Washington D.C.: The World Bank, 1996.
2. *Anderson, R. and Kegels, C.* Finance and Investment In Transition: Czech Enterprises, 1993–94, paper prepared for workshop Investments in Transition. Prague, January 1997.
3. *Ashenfelter, O. and Johnson, G. E.* Bargaining Theory, Trade Unions, and Industrial Strike Activity // *American Economic Review*, 59(1), 1969. P. 35–49.
4. *Barberis, N., Boycko, M., Shleifer, A. and Tsukanova, N.* How Does Privatisation Work: Evidence from the Russian Shops // *Journal of Political Economy* 104(4), August 1996.
5. *Basu, S. and Fernauld, J.* Aggregate Productivity and the Productivity of Aggregates. NBER Working Paper No.5832, Cambridge, Massachusetts, 1995.
6. *Bilsen, V. and Konings, J.* Performance and Ownership in Transition Economies: Survey Evidence on Job Creation, Destruction and Reallocation for Romania, Bulgaria and Hungary. Mimeo. Institute for Central and East European Studies, Leuven Katholieke Universiteit (Belgium), July 1996.
7. *Blasi, J. and Shleifer, A.* Corporate Governance in Russia / Frydman, R., Gray, C.W., Rapaczynski, A. (eds.) *Corporate Governance in Central Europe and Russia*. Budapest: CEU Press, 1996.
8. *Boardman, A. E. and Vining, A. R.* 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. P. 1–33.
9. *Bonin, J. and Schaffer, M. E.* Revisiting Hungary's Bankruptcy Episode. Mimeo 1998.
10. *Boycko, M., Shleifer, A. and Vishny, R. W.* Privatizing Russia // *Brookings Paper-son Economic Activity* 0(2), 1993. P. 139–81.

11. *Boycko, M., Shleifer, A. and Vishny, R. W.* A Theory of Privatisation // *Economic Journal* 106, March 1996. P. 309–19.
12. *Brown, A. N., Ickes, B. W. and Ryterman, R.* The Myth of Monopoly: A New View of Industrial Structure in Russia. Policy Research Working Paper No.1331, Washington D.C.: The World Bank, 1994.
13. *Brown, A. N. and Brown, J. D.* Does Market Structure Matter? New Evidence from Russia. CEPR Discussion Paper No.1946, August 1998.
14. *Claessens, S. and Djankov, S.* Managers, Incentives and Corporate Performance: Evidence from the Czech Republic. Mimeo. 1998.
15. *Claessens, S. and Djankov, S.* Politicians and Firms: Evidence from Seven Central and East European Countries. Washington D.C.: The World Bank, 1997.
16. *Claessens, S., Djankov, S. and Pohl, G.* Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. World Bank Policy Research Paper No.1737, 1997.
17. *Conyon, M. and Machin, S.* The Determination of Profit Margins in UK Manufacturing // *The Journal of Industrial Economics*, Vol. XXXIX(4), June 1991.
18. *Corbett, J. and Mayer, C.* Financial Reform in Eastern Europe: Progress with the Wrong Model // *Oxford Review of Economic Policy* 7(4), Winter 1991. P. 57–75.
19. *Cornelli, F. Portes, R. and Schaffer, M. E.* The Capital Structure of Firms in Central and Eastern Europe. CEPR Discussion Paper No.1392, May 1996.
20. *Diamond, D.* Reputation Acquisition in Debt Markets // *Journal of Public Economics* 97, 1991. P. 828–62.
21. *Djankov, S.* You Can Teach an Old Dog New Tricks: Management Training in Moldova. Washington D.C.: The World Bank, 1998.
22. *Dowrick, S.* Wage Pressure, Bargaining and Price-Cost Margins in UK Manufacturing // *The Journal of Industrial Economics*, Vol. XXXVIII(3), March 1990.
23. *Earle, J. S. and Estrin, S.* Privatisation, Competition and Budget Constraints: Disciplining Enterprises in Russia. Mimeo. 1998.
24. *Earle, J. S. and Estrin, S.* After Voucher Privatisation: the Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry. Mimeo. June 1997a.
25. *Earle, J. S. and Estrin, S.* Privatization Versus Competition: Changing Enterprise Behaviour in Russia. Mimeo. 1997b.
26. *Earle, J. E. and Estrin, S.* Employee Ownership in Transition / Frydman, R., Gray, C.W., Rapaczynski, A. (eds) *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, Budapest: CEU Press, 1996.
27. *Earle, J. E., Estrin, S. and Leschenko, L.* Ownership Structures, patterns of Control and Enterprise Behaviour in Russia / Commander, S., Fan, Q. and Schaffer, M. E. (eds.) *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*, EDI Development Studies, Washington D.C.: The World Bank, 1996.
28. *Easterbrook, F. and Fischel, D.* *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991.
29. Transition Report, EBRD: London, 1997.
30. *Fan, Q., Lee, U. J. and Schaffer, M. E.* Firms, Banks and Credit in Russia / Commander, S., Fan, Q. and Schaffer, M.E. (eds.) *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*, EDI Development Studies, Washington D.C.: The World Bank, 1996.
31. *Franks, J. and Mayer, C.* The Ownership and Control of German Corporations. Mimeo. London Business School, 1994.
32. *Frydman, R., Hessel, M. and Rapaczynski, A.* Why Ownership Matters: Politicization and Entrepreneurship in the Restructuring of Enterprises in Central and Eastern Europe. C.V. Starr Centre for Applied Economics, New York University, Economic Research Reports RR№ 98–14, 1998.
33. *Frydman, R., Gray, C., Hessel, M. and Rapaczynski, A.* Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. C.V. Starr Centre for Applied Economics, New York University, Economic Research Reports RR№ 97–28, 1997.

34. *Gomulka, S.* Output: Causes of Decline and Recovery / Boone, P., Gomulka, S. and Layard, R. (eds), *Understanding Transition*, Cambridge MA: MIT Press, 1997.
35. *Gray, C. W. and Holle, A.* Bank-led Restructuring in Poland (II): Bankruptcy and its Alternatives // *Economics of Transition* 5(1), May 1997. P. 25–44.
36. *Hillman, A. L., Katz, E. and Rosenberg, J.* Workers as Insurance: Anticipated Government Assistance and Factor Demand // *Oxford Economic Papers* 39, 1997. P. 813–20.
37. *Joskow, P. L., Schmalense, R. and Tsukanova, N.* Competition Policy in Russia During and After Privatisation. *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1994.
38. *Kang, J-K. and Shivdasani, A.* Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan // *Journal of Financial Economics* 38, 1995. P. 29–58.
39. *Kaplan, S. and Milton, B.* Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers // *Journal of Financial Economics* 36, 1994. P. 225–57.
40. *Konings, J., Lehmann, H. and Schaffer, M. E.* Job Creation and Job Destruction in a Transition Economy: Ownership, Firm Size, and Gross Job Flows in Polish Manufacturing 1988–91 // *Labour Economics*, 3(3), October 1996.
41. *Lenway, Morck and Yeung* Rent Seeking, Protectionism and Innovation in the American Steel Industry // *Economic Journal* 106(435), March 1996. P. 410–21.
42. *Lizal, L. and Svejnar, J.* Enterprise Investment During the Transition: Evidence from Czech Panel Data. Mimeo. 1997.
43. *Martin, K. and McConnell, J.* Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover // *Journal of Finance* 46, 1991. P. 671–88.
44. *Meggison, W. L., Nash, R. C. and van Randenborgh, M.* The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis // *Journal of Finance*, XLIX(4), June 1994.
45. *Mochrie, R. I., Schaffer, M. E. and Bevan, A. A.* Enterprise and Bank Restructuring in Transition Economies // *Economic Survey of Europe* 98/2, Geneva: United Nations, July 1998.
46. *Modigliani, F. and Miller, M. H.* The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment // *American Economic Review* 48, 1958. P. 261–97.
47. *Nickell, S.* The Performance of Companies. Oxford: Blackwell Publishers, 1995.
48. *Nickell, S. and Nicolitsas, D.* How Does Financial Pressure Affect Firms? Centre for Economic Performance Discussion Paper No.266, London School of Economics, October 1995.
49. *Perotti, E. and Gelfer, S.* Investment Financing in the Russian Financial-Industrial Groups. Paper presented at London Business School CIS-Middle Europe Centre workshop on Corporate Governance in Russia. 1998.
50. *Pinto, B., Belka, M. and Krajewski, S.* Transforming State Enterprises in Poland. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1993. P. 213–70.
51. *Rajan, R. and Zingales, L.* What Do We Know About the Capital Structure? Some Evidence from International Data // *Journal of Finance* 50(5), December 1995. P. 1421–60.
52. *Rawski, T. G.* Who Has Soft Budget Constraints?. University of Pittsburgh Working Paper No.310, Pittsburgh, Pennsylvania, 1997.
53. *Richter, A. and Schaffer, M. E.* The Performance of de novo Private Firms in Russian Manufacturing / Commander, S., Fan, Q. and Schaffer, M. (eds.) *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*, Washington D.C.: The World Bank, 1996. P. 253–74.
54. *Roberts, B., Gorkov, Y. and Madigan, J.* Is Privatization a Free Lunch? New Evidence on Ownership Status and Firm Performance. Mimeo. University of Miami, 1998.
55. *Schaffer, M. E.* Do Firms in Transition Countries have Soft Budget Constraints? A Reconsideration of Concepts and Evidence // *Journal of Comparative Economics*, 26(1), March 1998.
56. *Scherer, F. M. and Ross, D.* *Industrial Market Structure and Economic Performance*. Third Edition, Houghton Mifflin, 1990.
57. *Shleifer, A. and Vishny, R. W.* A Survey of Corporate Governance. NBER Working Paper No.5544, April 1996.



58. *Smith, S., Cin, B. and Vodopivec, M.* Privatization Incidence, Ownership Forms, and Firm Performance: Evidence from Slovenia // *Journal of Comparative Economics* 25(2), 1997 October. P. 158–79(22).

59. *Stiglitz, J. E. and Weiss, A.* Credit Rationing in Markets with Imperfect Information // *American Economic Review* 71, 1981. P. 393–410.

60. *Tirole, J.* *The Theory of Industrial Organisation*, Cambridge: MIT Press, 1988.

61. *Vining, A. R. and Boardman, A. E.* Ownership Versus Competition: Efficiency in Public Enterprise // *Public Choice* 73(2), 1992. P. 205–39.

62. *Weiss, A. and Nikitin, G.* *Performance of Czech Companies by Ownership Structure*. Mimeo. Boston University, 1998.

63. *White, M. J.* *The Costs of Corporate Bankruptcy: A US-European Comparison* / *Bhandari, J. S. and Weiss, L. A.* *Corporate Bankruptcy: Economic and Legal Perspectives*, Cambridge: Cambridge University Press, 1996.

64. *Yarrow, G.* Privatization in Theory and Practice // *Economic Policy* 2, 1986. P. 324–64.