

*Черемисина Т.П.*

## **Оптимизация состава собственников и структуры собственности российских приватизированных предприятий**

Главным назначением приватизации является формирование разных типов собственников, способных обеспечить эффективную деятельность предприятий. Успех или изъясн политики приватизации состоит в достижении этого результата. Появление эффективного собственника во многом определяет не только возможность осуществления реструктуризации предприятия, но и степень ее глубины. Таким образом, в качестве критерия оптимизации состава собственников и структуры собственности принимается глубина реструктуризации российских приватизированных предприятий.

Анализ опыта приватизации и реструктуризации предприятий в странах Центральной и Восточной Европы, описанный в серьезных и глубоких исследованиях,<sup>[1]</sup> позволяет выявить несколько групп факторов, определяющих следующие ключевые параметры:

- состав собственников и структуру собственности;
- тип собственника и его потенциал;
- глубину реструктуризации предприятий.

К первой группе факторов, определяющей состав собственников и структуру собственности, относятся методы и технологии приватизации (в терминологии О.Гаврилюшина и Донала МакГеттигана [1] – способы ускорения приватизации). К этой же группе факторов можно отнести и способы приватизации<sup>[2]</sup>, разнообразие которых, например, было довольно велико.

Практическая приватизация использует самые разные методы, начиная с прямых продаж, как это принято во многих Западных экономиках, и завершая методами массовой приватизации, распространенными во многих странах с переходной экономикой. Спектр основных методов приватизации включает реституцию, разовые прямые продажи предприятий и выставление их акций (активов) на продажу, выкупы менеджерами, выкупы служащими, а также массовую приватизацию.

В странах с переходной экономикой применялись самые разнообразные методы и их комбинации, которые привели к радикально противоположным результатам как в терминах структуры собственности, так и в отношении достижения совокупной эффективности.

Мировой Банк (1996), выделив основные методы приватизации, применяемые в разных странах с переходной экономикой, приводит следующие данные. (табл. 1).

Приведенные данные показывают, что продажи внешним собственникам играли важную роль в Эстонии и Венгрии, а выкупы менеджерами и служащими охватили более половины приватизированных российских предприятий, в то время как в Чешской Республике этот метод не применялся вообще. Ваучерная приватизация с равным участием всего населения проводилась в Чешской Республике и Литве, в то время как в Венгрии этого совершенно не практиковалось. Реституция, видимо, окажется значимым механизмом приватизации только в Эстонии. Наконец, в большинстве стран, исключая

Эстонию, очень большая доля капитала средних и крупных предприятий осталась в собственности государства. Понятно, что никакой систематической взаимосвязи между исходными условиями страны и проводимыми в ней методами приватизации не наблюдается, но также очевидно и то, что структура приватизированной собственности и состав собственников определяются в первую очередь методами приватизации.

**Таблица 1**

*Методы приватизации средних и крупных предприятий (в процентах)*

| Страна         | Продажи аутсайдерам | Выкупы менеджерами и служащими | Ваучерная приватизация с равным участием | Реституция | Другое | Остаются в госсобственности |
|----------------|---------------------|--------------------------------|--|------------|--------|-----------------------------|
| Чехия          | 32                  | 0                              | 22                                       | 9          | 28     | 10                          |
| Число фирм     | 5                   | 0                              | 50                                       | 2          | 3      | 40                          |
| Стоимость фирм |                     |                                |  |            |        |                             |
| Эстония        | 64                  | 30                             | 0  | 0          | 2      | 4                           |
| Число фирм     | 60                  | 12                             | 3  | 10         | 0      | 15                          |
| Стоимость фирм |                     |                                |  |            |        |                             |
| Венгрия        | 67                  | 13                             | 0  | 0          | 3      | 17                          |
| Число фирм     | 34                  | 3                              | 0  | 5          | 7      | 51                          |
| Стоимость фирм |                     |                                |  |            |        |                             |
| Латвия         | < 1                 | 3-5                            | 70                                       | 0          | 0      | 25                          |
| Число фирм     | < 1                 | 3-5                            | 66                                       | 0          | 0      | 35                          |
| Стоимость фирм |                     |                                |  |            |        |                             |
| Монголия       | 0                   | 0                              | 70                                       | 0          | 0      | 30                          |
| Число фирм     | 0                   | 0                              | 55                                       | 0          | 0      | 45                          |
| Стоимость фирм |                     |                                |  |            |        |                             |
| Польша         | 3                   | 15                             | 6  | 0          | 17     | 59                          |
| Число          |                     |                                |  |            |        |                             |

|            |   |    |    |   |   |    |
|------------|---|----|----|---|---|----|
| фирм       |   |    |    |   |   |    |
| Россия     | 0 | 55 | 11 | 0 | 0 | 34 |
| Число фирм |   |    |    |   |   |    |

*Источник: Отчет о Мировом Развитии, 1996: От Плана к Рынку, стр.53.*

Технологии, или способы ускорения массовой приватизации – такие, как ваучеры, применявшиеся в Чехии и России и обеспечившие равное участие населения в приватизации, также оказали серьезное, но разнонаправленное влияние на состав собственников (в Чехии собственность перешла в руки аутсайдеров, в России — инсайдеров), и структуру собственности (в Чехии крупнейшими собственниками стали инвестиционные фонды, в России – менеджеры и трудовые коллективы).

Способы приватизации, используемые в России, действовали в том же направлении, что и методы, — в пользу инсайдеров. Добавим лишь, что аренда предприятий (как с правом, так и без права выкупа), широко применявшаяся в СССР и России с ноября 1989 г., но остановленная в июле 1992 г. после вступления в силу Закона о приватизации, давала этим предприятиям гораздо более широкие возможности выбора (не менее шести вариантов) приватизационной стратегии, чем варианты льгот государственных предприятий<sup>[1]</sup>.

Тип собственника и его потенциал определяется другой группой факторов, к которым относятся достаточно близкие критерии одного порядка:

- соотношение власти служащих, менеджеров и внешних собственников, измеряемых не столько размерами пакетов акций в их собственности, сколько способностью осуществления контроля над предприятием [1, 5];
- разделение собственности и контроля [2];
- действенность механизмов контроля по защите участников корпоративных отношений от произвола менеджеров [3];
- соотношение интересов различных групп акционеров и менеджеров, правовые гарантии мелких акционеров на участие в управлении [4];
- приобщенность предприятий с собственностью служащих к корпоративной культуре[5].

Многочисленные данные свидетельствуют, что склонность и способность к достаточно глубокой реструктуризации в странах с переходной экономикой демонстрирует очень узкий круг собственников, - главным образом, иностранные участники, включенные в большие инвестиционные проекты, предусматривающие стратегическую реорганизацию и переориентацию фирмы. Как правило, наличие в составе собственников иностранного партнера оказывается необходимым условием глубокой реструктуризации предприятия и подразумевает доступ к ресурсам, достаточным для финансирования реструктуризации.

На российских предприятиях участие иностранных партнеров очень невелико, а на средних по размеру предприятиях Сибирского региона, включенных в серию обследований 1994-96 гг., вообще единично. Спектр исходной структуры корпоративной собственности в России не подходит ни к одной из двух глобальных моделей, наблюдаемых в развитых экономиках: англо-американская модель с собственностью рассеянных аутсайдеров, и континентально-японская модель с простой концентрацией собственности аутсайдеров нефинансовыми институтами (Германия) или банками (Япония). Таким образом, проблема приватизированного сектора российской экономики заключается в том, исходная структура корпоративной собственности не продуцировала концентрированной собственности в руках внешних акционеров — аутсайдеров, способных финансировать рост и стать эффективными собственниками.

Преобладание в России собственности инсайдеров, т.е. контроль предприятий внутренними акционерами, связано с тем, что приватизация была возможна только под контролем самих инсайдеров. Глубокая же реструктуризация требует концентрированной собственности аутсайдеров, поскольку фирмы с собственностью инсайдеров оказываются не способны заработать или привлечь необходимый для реструктуризации капитал, кроме того, интересы меньшинства аутсайдеров остаются незащищенными, и поэтому трудно нарастить акционерный капитал меньшинства. Однако «вырвать» собственность из рук инсайдеров, получивших в ходе приватизации колоссальные привилегии, совсем непросто, да и механизмы «перехода» собственности от инсайдеров к аутсайдерами находятся пока в стадии «отладки».

При этом весьма настойчиво проявляется известная из теории промышленной организации проблема «представительства» (the agency problem): поскольку собственники обычно не могут стать еще и менеджерами, возникает вопрос, выразит ли агент-представитель (назначенный менеджер) достаточно полно интерес собственника в максимизации прибыли. В литературе [1] представлена следующая позиция по этой проблеме: в странах с переходной экономикой механизмы внешнего управления (аутсайдеров), такие как внешняя конкуренция и рынки ценных бумаг, а также директорский корпус и рынок талантливых менеджеров в значительной степени неэффективны, и поэтому оптимизация структуры капитала (в пользу аутсайдеров) должна осуществляться под прямым контролем внешнего собственника; массовая приватизация также не дает оптимума, если не созданы адекватные механизмы для управления через инвестиционные фонды.

Близкое к этой позиции понимание проблемы можно увидеть и у Эллермана [2]: «Разделение собственности и контроля означает, что следует отличать "собственность на компанию" от "собственности на акции". Акции остаются в частной собственности. Акционер обладает "четко специфицированными правами собственности" на акции, то есть может их покупать, держать, продавать. Но кто "владеет" компанией как своей частной собственностью? Не существует никакой организации, принимающей решения, о которой можно было бы сказать, что она "владеет компанией как своей частной собственностью". Массовый фондовый рынок рассеял собственность компаний по всему свету. Так, крупные компании США фактически стали "социальными институтами". Массовый фондовый рынок приватизировал акции, но социализировал (а не приватизировал) компании».

Неплохие результаты в решении проблемы представительства показывают венгерские предприятия, включившиеся в программу самоприватизации через выкупы (ESOP) и сделавшие ставку на развитие корпоративной культуры.

Наконец, к факторам, определяющим глубину реструктуризации, относятся:

- жесткость бюджетных ограничений [6];
- сбалансированность интересов, полномочий и ответственности в сложившейся модели корпоративных отношений [7, 3];
- отлаженность и действенность правовой базы развития корпоративных отношений [8, 7, 3];
- степень доверия при проведении реструктуризации [7, 3,9];
- финансовая прозрачность [6-8, 3].

Выявленные признаки, или условия, глубокой реструктуризации в странах переходной экономики Центральной и Восточной Европы [10-12] сводятся к следующему:

- появление нового типа собственника-аутсайдера, который не является пассивным держателем акций, но добивается контроля над фирмой;
- для получения контроля над фирмой новый собственник-аутсайдер использует механизмы корпоративного права: через своих представителей в Советах, Правлении; вводит или заменяет местных менеджеров;
- концентрация собственности в руках аутсайдера(ов) происходит при условии прозрачности передачи собственности и при взаимном доверии между инсайдерами и аутсайдерами;
- новый собственник способен стать стратегическим инвестором и/или обеспечить глубокую реструктуризацию не только соответствующим финансированием (как правило, в рамках крупного инвестиционного проекта), но и квалифицированным менеджментом.

С целью выявления указанных признаков и определения глубины разворачивающейся на предприятиях Западной Сибири реструктуризации в 1994-1996 гг. автором проводилась серия обследований (в рамках исследовательских проектов, поддержанных рядом фондов — МОНФ, Фонда Сороса, фонда Макаруров). Исследовательские задачи обследований состояли в следующем:

- мониторинг состава держателей и структуры акционерного капитала АО с целью выявления потенциально эффективных новых собственников;
- оценка использования механизмов корпоративного права для получения контроля новыми собственниками;
- оценка осознания руководителями АО необходимости обеспечения условий действия корпоративного права — финансовой прозрачности передачи собственности и взаимного доверия между инсайдерами и аутсайдерами;
- оценка потенциала возможного нового собственника в качестве стратегического инвестора.

Летнее обследование 1996 г. (82 предприятия, 3 крупных сибирских региона, 18 отраслей экономики) позволило выявить на бывших госпредприятиях следующие признаки явно реактивной (неглубокой) реструктуризации:

- структура выпуска заметно диверсифицируется, но с тенденцией к примитивизации продукции;
- в результате внутренней реорганизации производства и его менеджмента диверсифицируются виды деятельности (освоение маркетинга, операций с ценными бумагами и т.п.), что, однако, в большинстве случаев не ведет пока к финансовой стабилизации предприятия;
- продолжает изменяться география рыночных связей: ближнее зарубежье почти потеряно многими предприятиями в качестве рынка сбыта и поставщика, что вынуждает их налаживать новые связи внутри России и с дальним зарубежьем;
- предприятия пытаются проводить реструктуризацию затрат, направленную на их сокращение путем устранения необязательных и непродуктивных расходов, — в первую очередь расходов по содержанию социальных объектов на балансе предприятия; совершенствуют управление оборотными средствами;
- сокращение численности работающих на предприятиях продолжается, но отчетливо прослеживается стремление сохранить наиболее квалифицированную их часть;
- на предприятиях продолжает расти дифференциация доходов;
- акценты в управлении предприятием смещаются от производственного контроля к финансовому управлению; предприятия все более широко вовлекаются в интеграционные процессы в сфере производства и финансов;
- продолжает меняться состав держателей и структура акционерного капитала АО (растет не только число внешних акционеров-аутсайдеров, но и их совокупный пакет акций, акции мелких внутренних акционеров-инсайдеров перераспределяются в пользу крупных инсайдеров и мелких аутсайдеров) и др.

Подавляющее большинство руководителей обследованных предприятий признают сложившуюся структуру акционерного капитала и состав акционеров неэффективными: с одной стороны, чрезмерно высока доля инсайдеров, т.е. акционеров-членов трудового коллектива, а с другой — среди внешних акционеров-аутсайдеров отсутствуют потенциальные стратегические инвесторы. По оценкам руководителей, оптимальная доля собственности трудового коллектива на их предприятиях (небольших по размерам) должна составить от 10 до 30% (в настоящее время она существенно выше), на крупных предприятиях она должна быть несколько меньше: от 5 до 15%, а на средних — от 7 до 25%. Явно наметилась тенденция роста влияния аутсайдеров, однако об их контролирующих позициях говорить пока не приходится. Главное препятствие этому — директора, которые препятствуют переливу акций от инсайдеров к аутсайдерам, стремясь сохранить свою нынешнюю власть.

Четверть опрошенных руководителей не видит в нынешнем составе акционеров своего АО потенциально эффективных собственников, в то время как остальные (3/4) считают таковыми самих себя. Крупных внешних акционеров (часто это более крупный партнер — поставщик или потребитель, либо коммерческая структура) руководители, видимо, не без оснований не склонны рассматривать в качестве потенциально эффективных собственников, но явно заинтересованы в их инвестициях.

Интерес к корпоративным формам управления не проявляют ни директора приватизированных предприятий (т.е., по сути, бывшая номенклатура), ни инсайдеры, связанные с АО трудовыми отношениями и остающиеся пока держателями его акций. Как выяснилось, более половины опрошенных руководителей отнюдь не заинтересованы во внедрении механизмов корпоративного управления. Они объясняют это тем, что «ответственность сегодня делить невозможно».

Однако более серьезными представляются другие причины. С одной стороны, директора стремятся сохранить свои контролирующие позиции, позволяющие большую часть доходов — так называемый «черный нал» — направлять не на развитие, а в личные доходы, а с другой — возложить финансовую ответственность (в части убытков) на всех акционеров (в первую очередь – работников-акционеров), в результате чего задерживается выплата заработной платы работникам, не выплачиваются дивиденды акционерам и не создается база для развития производства. Больше всего руководители «боятся» областной (местной) администрации и правоохранительных органов, в меньшей степени — своих работников и акционеров. Еще одна «страшная» инстанция для руководителей — налоговые органы, с которыми (при хороших связях с областной администрацией) можно договориться и платить не деньгами, которых у предприятий практически нет, а взаимозачетом.

Именно этим, видимо, объясняется то, что более чем на половине из обследованных АО до сих пор не разграничена ответственность участников (акционеров) АО и управляющих. Если же это разграничение и зафиксировано в контрактах с управляющими (на меньшей половине АО), то контроль за их деятельностью не ведется.

Отсутствие интереса к установлению корпоративного управления со стороны инсайдеров, зачастую формально владеющих контрольным пакетом акций и поэтому, казалось бы, наиболее в этом заинтересованных, объясняется в первую очередь низким уровнем правовой культуры и правового сознания и во вторую — стремлением руководителей подольше удерживать их от «вредных» идей корпоративной культуры. В результате большинство рядовых работников-акционеров вообще не стремятся к активному участию в управлении АО в силу недостаточной образованности, неверия в свои возможности, не желая тратить на это время, просто не интересуясь этим. Как правило, их интересует только получение дивидендов и/или выгодная продажа своего пакета акций.

Контролирующее положение практически на всех обследованных предприятиях занимают руководители, причем для получения контроля они используют отнюдь не механизмы корпоративного права, а в большинстве случаев неформальный запрет мелким акционерам-инсайдерам на свободное перераспределение прав участия в капитале, не оставляющий тем возможности продать свои акции никому, кроме как самому АО, т.е. его руководителям. Немаловажное значение при этом имеет и тот факт, что акции этих АО на фондовых рынках не обращаются и не котируются, т.е., продавая свои пакеты, инсайдеры не знают его реальной цены, да и организационно-правовая форма многих из них — закрытое АО — облегчает руководителям их задачу. В советы директоров (в среднем 5-9 чел.) входят представители администрации (от 2 до 5 чел.), остальные — представители государства, других крупных внешних акционеров. Интересы мелких акционеров как в советах директоров, так и в правлении не представлены.

В этих условиях потенциально эффективному собственнику-аутсайдеру, если таковой и обнаружится, практически невозможно получить контроль в управлении для осуществления глубокой реструктуризации, поскольку корпоративное право на

обследованных АО не действует — отсутствуют необходимые условия: финансовая прозрачность и взаимное доверие между акционерами.

Как показало обследование, руководители приватизированных предприятий считают, что финансовая прозрачность в настоящее время производственным предприятиям вовсе не нужна, а необходима — прежде всего кредиторам, налоговым органам и органам социальной защиты, Министерству финансов РФ, потенциальным инвесторам. По их мнению, финансовая прозрачность невыгодна не только производственным предприятиям (из-за того, что действующее налоговое законодательство нестабильно и не стимулирует производство, «невыгодно работать честно»), но и акционерам, партнерам (поставщикам и покупателям), коммерческим фирмам, теневым структурам на правительственном и на местном уровне. Именно поэтому финансовая прозрачность в России в настоящее время практически недостижима (так считает 80% опрошенных руководителей); но если она и возможна, то ничего не даст предприятиям (остальные 20%). На очень небольшой части обследованных предприятий лишь приступают к работе по обеспечению финансовой прозрачности — совершенствуют управленческий учет и готовятся к переходу на международные стандарты бухгалтерского учета, на остальных же никакие меры не принимаются, потому что «делать это в одиночку бессмысленно».

Не способствуют формированию условий для корпоративного права и взаимоотношения, сложившиеся между акционерами. Практически нет такого АО, где внешние акционеры доверяют внутренним, рядовые работники-акционеры — руководству АО, мелкие — крупным акционерам. Особого внимания заслуживают взаимоотношения между советами директоров и правлениями АО, поскольку типичным оказывается отсутствие доверия между ними, особенно на крупных приватизированных предприятиях.

Очевидна довольно пессимистичная оценка потенциала возможного нового собственника в качестве стратегического инвестора. Вызывает сомнение прежде всего вероятность того, что АО, подобные обследованным (а они довольно типичны для России), вообще привлекают к себе внимание инвесторов. Низкая инвестиционная привлекательность обследованных АО объясняется в первую очередь их финансовым состоянием, которое сами четверть руководителей оценивает как «тяжелое», а три четверти — как «едва сводим концы с концами». Причем выявленная динамика оценки финансового состояния за последние три года не дает оснований рассчитывать на стабилизацию. Все АО (средняя численность работающих 150-400 чел.) на момент опроса имели задолженность перед бюджетами разных уровней, сопоставимую с 1-3-месячной выручкой, т.е. на государственную поддержку инвестиционной деятельности претендовать не могут. Тем не менее больше половины из них планируют в ближайшие 2 года небольшие инвестиции. Работа по совершенствованию организационной структуры управления, формированию самостоятельных центров прибыли пока не ведется, либо только началась. Переход от реактивного стиля управления к управлению на основе оценки и прогноза на обследованных предприятиях еще не произошел, что руководители объясняют отсутствием свободных наличных денежных средств, законодательной и финансовой нестабильностью.

Изменение состава акционеров тесно связано с развитием внутрикорпоративных отношений, с взаимоувязкой форм управления и корпоративной ответственности. Особенностью развития российских внутрикорпоративных отношений можно считать то, что предпочтительным направлением перераспределения властных полномочий для руководителей предприятий оказывается привлечение к участию в управлении не мелких внутренних акционеров (что характерно для американских предприятий с собственностью наемного персонала), а крупных внешних институциональных инвесторов. Объясняется



|  |    |      |              |   |      |            |      |               |    |              |          |
|--|----|------|--------------|---|------|------------|------|---------------|----|--------------|----------|
| 8. Зарубежные предприятия, банки и пр.       | 1  | 1.00 | 9.25<br>(2)  |   |      | (1)        |      |               |    |              |          |
| 9. Частные лица (не работники предприятия)   | 24 | 312  | 15.0<br>(42) | 1 | 123  | 5.20 (5)   | 29   | 21.355<br>(2) | 11 | 18.68<br>(8) |          |
| 10. Руководители предприятия                 | 41 | 69.8 | 20.1<br>(64) | 1 | 5    | 21.4 (7)   | 45   | 14.95<br>(5)  | 13 | 5.5<br>(15)  |          |
| 11. Труд. коллектив и бывш. работники пр-тия | 38 | 1187 | 45,1<br>(63) | 1 | 1396 | 48.1 (8)   | 3746 | 43.41<br>(5)  | 13 | 396<br>(16)  |          |
| 12. Другие держатели                         | 2  | 68.5 | 49.8<br>(7)  |   |      | 4.0<br>(1) |      | 38.0<br>(1)   | 1  | 327<br>(1)   | 29.0 (1) |
| 13. Нераспределенные акции                   | 1  | 327  | 29,0<br>(1)  |   |      |            |      |               |    |              |          |
| 14. Невыкупленные (непроданные) акции        | 1  | 1    | 10.7<br>(5)  |   |      |            |      | 6.00<br>(2)   |    |              | 6.00 (2) |
| 15. Бесплатные (привилегированные) акции     | 1  | X    | 25.0<br>(1)  |   |      |            | X    |               |    | X            |          |

\*- В скобках приведено число предприятий, указавших соответствующий размер пакета акций.

### Примечания

- 1) См., например, работы, приведенные в списке использованной литературы.
- 2) К способам приватизации в России принято относить так называемые варианты льгот, которые обеспечивали участникам приватизации (в первую очередь администрации предприятий и их трудовым коллективам) фиксированные размеры пакетов акций. Однако к этим вариантам необходимо добавлять еще один – аренду с выкупом, позволявшую инсайдерам получить весь пакет акций, поскольку доля приватизировавшихся этим способом предприятий довольно значительна, особенно среди некрупных предприятий строительства, а также пищевой, легкой и промышленности строительных материалов (более 50%).
- 3) Черемисина Т.П. Аренда предприятия как механизм приватизации. Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н., Новосибирск, 1996.

### Литература

- 1) Oleh Havrylyshyn, Donal McGettigan. Privatization in Transition Countries: A Sampling of the Literature. IMF Working Paper, European II Department, January 1999.
- 2) Д. Эллерман. Ваучерная Приватизация как инструмент холодной войны. Вопросы экономики, N 8 — 1999, с. 99-111.
- 3) А. Радыгин. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России. Некоторые методологические замечания. Вопросы экономики, N 8 — 1999, с. 80-

98.

4) И.Шиткина. Соотношение интересов различных групп акционеров и менеджеров в управлении акционерным обществом. Правовые гарантии мелких акционеров на участие в управлении обществом. Журнал для акционеров, N — 1998.

5) John S.Earle, Saul Estrin. Employee Ownership in Transition.

6) Я.Корнаи. Юридические обязательства, проблема их соблюдения и мягкие бюджетные ограничения. Вопросы экономики, N 9 — 1998, с.33-43.

7) Г. Клейнер, Управление корпоративными предприятиями в переходной экономике. Вопросы экономики, N 8 — 1999, с. 64-79.

8) Kathryn Hendley, Barry W.Ickes, Peter Murrell, and Randi Ryterman. Observations on the Use of Law by Russian Enterprises. Post-Soviet Affairs, 1997, 13, I, pp. 19-41.

9) БМильнер.Фактор доверия при проведении экономических реформ. Вопросы экономики, N 9 – 1998.

10) Rumen Dobrinsky. Enterprise restructuring and adjustment in the transition to market economy: lesson from the experience of Central and Eastern Europe. The Economics of Transition, V4, N2-1996. OXFORD UNIVERSITY PRESS for the EBRD.

11) В.Карлин, Ф.Ахион. Результаты реструктуризации и эволюция моделей собственности в Центральной и Восточной Европе. Economics of Transition, V4, N2-1996. OXFORD UNIVERSITY PRESS for the EBRD.

12) M. Dewatripont, G.Roland, Transition as a process of large-scale institutional change, Economics of Transition, Volume 4 (1), 1-30, 1996. OXFORD UNIVERSITY PRESS for the EBRD.

13) Черемисина Т.П. Предприятия в новых условиях: не очерняя и не приукрашивая. Журнал ЭКО, 4, 1997.

14) Черемисина Т.П. Влияние приватизации на социальное положение работников сибирских предприятий. В кн.: Куда идет Россия? Общее и особенное в современном развитии. Москва: Интерпракс, 1997, с. 213-222.

15) Реструктуризация предприятий как фактор трансформации социальной сферы. В кн.: Куда идет Россия?.. Трансформация социальной сферы и социальная политика. Москва: Интерпракс, 1998, с.278-283.

16) Cheremissina T.P. Corporate Legal Culture as a Mechanism Generating a New Efficient Russian Owner — Abstract (тезисы доклада). AACPCS/ANZSA, International Conference on Communist and Post-Communist Societies, Melbourne, 7-10 July 1998.

17) Cheremissina T.P. Mechanisms and Conditions for the Emergence of an Effective Russian Owner. Journal «The Soviet and Post-Soviet Review», Volume on Economics and Economic Reform (в печати).