

М. А. ДЕРЯБИНА

Приватизация и становление производительного капитала *

Российский капитал в середине 90-х годов

Идет пятый год российских рыночных реформ. Как-то даже неловко называть происходящее реформой, ассоциирующейся обычно с чем-то быстрым и целенаправленным. Теперь больше принято говорить об экономической модернизации, о переходе от тягот макроэкономической стабилизации к инвестициям и росту. Идеи ползучей, но неминуемой смены экономической политики в России уже не только носят в воздухе, но и реализуются в конкретных решениях властей.

Главное — взаимная согласованность намечаемых мер, объединение их в четкую, хорошо обоснованную концепцию, понятную тем, кто ее реализует. Наиглавнейшее — не затоптать те первые, не всеми замеченные ростки нового, которые способны стать решающими и судьбоносными для общества и экономики в обозримом будущем. Речь идет о том, что в аморфной, мутной социально-экономической среде переходного периода уже обозначился и стал определяться характер российского капитала. Структура общества навсегда ушла от деления на классы рабочих и крестьян и начала неуклонное формирование по традиционной для рыночной экономики оси «труд — капитал».

Предпринимательская среда, появившаяся, конечно же, не сегодня, стала оформляться во вполне определенный и, пожалуй, уже твердо стоящий на ногах частный сектор экономики. И произошло это вовсе не тогда, когда на ваучерных аукционах доля государственных пакетов акций в российских корпорациях быстро снижалась и в стране появилось более 40 млн акционеров, а лишь тогда, когда финансовый и посреднический капитал (независимо от источников его первоначального происхождения) протянул свои щупальца в реальный сектор экономики. Российский капитализм постсоциалистического образца можно, наверное, считать состоявшимся. Экономические реалии России не могут быть полностью осознаны, если не взглянуть на них именно под таким углом зрения.

Вместе с тем означенный процесс не может развиваться гладко. В России возможности конструктивного взаимодействия финансового капитала с реальным сектором экономики сильно зависят от особенностей макроэкономической стабилизации. И хотя наша экономика, как и всякая другая, отвечает на жесткую финансовую политику снижением инфляции, остается довольно большая «черная дыра», через которую инфляция возвращается, правда, в превращенной форме. Проблема в том, что структура денежной массы, реально обслуживающей хозяй-

* Работа выполнена при поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект № 95-06-17379).

ственный оборот, включает наряду с рублями и долларами также различного рода расчетные финансовые инструменты множества эмитетов. Это и казначейские обязательства Министерства финансов (до 1 января 1996), и разнообразные векселя, и региональные расчетные средства.

Но самый неконтролируемый и непредсказуемый фактор — неплатежи, достигшие уже циклопических масштабов. В таких условиях острый ресурсный голод, порождаемый ограничительными мерами властей, приводит к плохо улавливаемым сдвигам в структуре денежной массы и к ускорению ее обращения (7 раз в 1995 году по сравнению с 5,8 раза в 1994 году и 4,7 раза в 1993 году) [1]. Идти в «черную дыру» такой превращенной инфляции финансовый капитал не сможет и не захочет.

Оставаться преимущественно спекулятивным российский финансовый рынок заставляет проводившаяся в 1994 — 1995 годах политика «неинфляционного» финансирования бюджетного дефицита через рынок государственных ценных бумаг — государственных краткосрочных обязательств (ГКО). Сейчас появляются сомнения, что же на самом деле лучше (вернее, хуже) — вернуться к эмиссиям Центрального банка (нежелательным, но хотя бы контролируемым) в целях латания бюджетных дыр или продолжать двигаться по «зыбкому льду» государственных финансовых пирамид. А ведь первоначальный замысел был так прост! Правительство в рекордные сроки перекрыло беспрецедентные по мировым меркам возможности банковских спекуляций на валютном сегменте рынка (курсовой коридор, введенный с июля 1995 года) и выстроило рынок ГКО, высокодоходный и ликвидный (над его созданием лучшие силы Министерства финансов трудились с конца 1993 года).

Рынок государственных финансовых пирамид расцвел как раз тогда, когда окончательно разрушились пирамидальные структуры предприимчивых частных. Судя по всему, полный обвал рынка ГКО, наподобие крушения МММ, едва ли возможен. Государство, правда, может подпортить картину, обесценив ГКО через вынужденное снижение нормы доходности. Дело, однако, в другом. «Отсосав» деньги со спекулятивных финансовых рынков, власти так и не смогли предложить ничего, кроме ГКО и облигаций валютного займа (ВЭБ). А гипертрофированный рынок ГКО неизбежно становится чисто спекулятивным. Причины банковской драмы осени 1995 года как раз и заключены в особенностях российского спекулятивного финансового рынка.

Кризис на рынке межбанковских кредитов с очевидностью показал также и другое: причина поголовного включения банков в рисковые спекулятивные операции — не просто в стремлении к сверхдоходам. Ведь сверхдоходный рынок межбанковских кредитов практически для всех коммерческих банков выполнял функцию выравнивания платежных балансов. В России уже давно нет «длинных» кредитных денег. Еще в 1994 году с рынка межбанковских кредитов исчезли даже трехмесячные кредиты. Обычными сроками кредитования стали три, пять, семь дней. А однодневные кредиты в первые же дни кризиса стали наиболее желанными (под 1000% годовых!). В такой ситуации единственным источником финансирования долгосрочных вложений для банков были краткосрочные пассивы на рынке межбанковских кредитов. Этот рынок потому и существовал так долго и надежно, что был для банков единственно возможным средством поддержания равновесия структуры активов и пассивов. Ведь обремененные долгами предприятия годами не возвращают кредиты. И когда рухнул рынок межбанковских кредитов, исчезла не только его спекулятивная составляющая, но и позитивная функция по покрытию «длинных» активов, которые к тому же постоянно «удлиняются» из-за неплатежей.

Не нужно никаких особых разъяснений, чтобы понять: финансовый рынок в России до тех пор останется спекулятивным, пока не появятся иные серьезные возможности приложения финансового капитала. Лишним подтверждением устойчивой спекулятивности российского финансового рынка стало то, что государственные ценные бумаги — облигации сберегательного займа,

эмитированные специально для населения,— сразу же перехватили коммерческие банки.

Как же в этих условиях понять банковские коллизии вокруг залоговых аукционов, стремление любой ценой «вложиться» в промышленность? Конкретные события хорошо известны, но что за этим стоит? В наследство от ваучерной приватизации Россия получила не только начавшиеся грандиозные сдвиги в отношениях собственности. Важно, в каком виде вышел российский производственный капитал из горнила невиданного крупномасштабного первичного передела. После ваучерного этапа структура капитала несла в себе солидный потенциал для дальнейшего масштабного перераспределения уже за деньги. Практически сразу начался следующий передел пакетов акций, принадлежащих трудовым коллективам приватизированных компаний. Значительные пакеты акций оставались в руках государства. Таким образом, имелся внушительный резерв для перераспределения и «сверху», и «снизу».

Что касается оценки этого резервного капитала, то, по мнению большинства руководителей российских компаний, акции недооценены в десятки раз. Ведь балансовая стоимость основных фондов была прочно «заперта» номиналом ваучера (это в условиях гиперинфляции первых реформенных лет!). И вот теперь изначальная недооцененность и обремененность большинства компаний дебиторской и кредиторской задолженностью, снижающей рыночную оценку капитала, создают беспрецедентно выгодные условия для приобретения достаточно крупных пакетов акций (не в последнюю очередь для дальнейшей перепродажи). При этом весьма успешно преодолеваются запреты на приватизацию и на продажу государственных пакетов: опционы, выпуск конвертируемых облигаций, пресловутые схемы кредитования правительства под залог государственных пакетов акций «лакомых» компаний. И никто не заинтересован в получении в казну законных дивидендов от этих акций, в совершенствовании управления этими капиталами, их преумножении, а не распродаже.

В принципе, интересы резервных капиталов «сверху» и «снизу» и интересы обладателей свободных крупных денежных средств могли бы успешно встретиться на денежном этапе приватизации. В ряде случаев так и происходит. Но так или иначе, пока в основном не завершится послеваучерный передел капитала, в российском обществе будут прочно удерживать позиции слои, не заинтересованные ни в финансовой стабилизации, ни в масштабных инвестициях, ни в подъеме экономики, ни в нормальном правопорядке. Ведь передел собственности быстрее и выгоднее проводить без правил и контроля, в условиях инфляции, спада и обнищания населения. В России и по сей день для определенных слоев общества основным экономическим ресурсом все еще остается не капитал, а возможность распоряжаться бывшей государственной собственностью.

Однако нужно видеть и другое. Передел национального богатства рано или поздно завершится. И тогда новые собственники быстро сформируют и сильную власть, и надежный правопорядок. Вопрос лишь в том, что случится раньше: либо российский капитал успешно завершит рыночную реструктуризацию и потянет за собой соответствующие изменения на полюсе труда, либо труд инициирует очередной виток экономических и общественных конфликтов.

Сейчас практически все поставлено на карту. Если перемены в структуре законодательной власти не сломают пока еще не очень крепкие ростки частного капитала в постсоциалистической экономике, можно надеяться на нелегкое, но все же неуклонное продвижение к реальной, а не квазирыночной экономике. Если все же будет запущен новый виток реформ и переделов (а такая возможность, похоже, не исключена), капитал отреагирует немедленно. Часть его вновь уйдет в квазигосударственные-квазирыночные формы, часть — в откровенный криминал, а часть привычно перетечет за рубеж.

Тенденции рыночной реструктуризации производительного капитала

Российскую модель чековой приватизации оценивают по-разному. Подвести объективные итоги пока трудно. Очевидно, что А. Чубайсу удалось, казалось бы, невозможное: политически и экономически разблокировать монолит государственной (общенародной!) собственности. Быть может, иным способом в России сделать это было просто невозможно. Только благодаря ваучеру удалось вырвать у общества тот минимум согласия, который позволил начать «великий передел».

Два года неутихавших споров и конфликтов вокруг российского ваучера закончились следующим. По состоянию на конец 1994 года около половины валового национального продукта (ВВП) производят приватизированные и частные предприятия. Из 31,7 тыс. предприятий, включенных в реестр для обязательного акционирования, почти 24 тыс. были зарегистрированы как акционерные общества, и акции их поступили на фондовый рынок. Доля государственной собственности в основных отраслях теперь составляет не более 20—30%. В большинстве регионов практически закончилась малая приватизация. Доля частной собственности в торговле составляет 76%, в общественном питании — 67%, в сфере бытового обслуживания — 76%.

За этими формальными итогами просматривается нечто гораздо более сложное: сдвиги в структуре и отношениях собственности неотвратимо ставят вполне определенные требования к дальнейшей экономической политике. Чековая приватизация создала только социально-экономические предпосылки, стартовые условия, за которыми с необходимостью должны последовать экономические изменения. Появилась внушительная социальная сила — «мотор» рыночных реформ, толкающий к дальнейшему движению, не допускающий застойного топтания на месте. Реальная же приватизация, т. е. формирование полноценного собственника, способного не только нести титул, но и обеспечивать эффективное функционирование капитала, развернется позднее. Сейчас структура негосударственного собственника аморфна, неустойчива и не обеспечивает притока достаточно крупных инвестиций, способных и решить проблемы реконструкции предприятий, и обеспечить рыночно ориентированные структурные сдвиги в экономике.

Перед чековой приватизацией такие задачи, естественно, и не ставились. Социально обусловленные льготные схемы ваучерной приватизации, как известно, привели к тому, что на большинстве приватизированных предприятий собственником стал трудовой коллектив. А это значит, что они практически продолжают оставаться закрытыми для инвестиций. Это значит также, что для обретения инвестиционной привлекательности необходимы и неминуемы дальнейшие крупные переделы собственности, в результате которых сформируются реальный стратегический собственник и инвестор.

В России есть потенциальные инвесторы. Коммерческие банки, в принципе, проявили готовность к крупномасштабным вложениям. Оказывается, что и у населения есть средства, которые граждане хотели бы поместить надежно и выгодно в объекты с хорошими перспективами.

О том, что наш рынок капитала уже живет и набирает силу, свидетельствует тенденция к росту курсовой стоимости акций. Акции приватизированных предприятий (хотя и немногих) пусть с провалами и перебоями, но занимают свое законное место на денежном рынке. Правда, в большинстве своем они не могут еще создать условий для долгосрочной полномасштабной курсовой игры.

Нужно отметить и другое. После завершения чековой приватизации начать рыночное репрофилирование сумели пока не более 2% приватизированных предприятий и только 33% готовятся к выпуску новой продукции. Более того, 57% предприятий даже не приступали к изменению номенклатуры собственного производства в соответствии с рыночными критериями, а 34% не начинали еще изменений в организации управления. По состоянию на середину 1995 года рост

закупок оборудования (в реальном выражении) отмечен лишь у 7% обследованных предприятий, а значительный застой в обновлении фондов наблюдается почти у 60% компаний.

Руководители 70% обследованных предприятий оценивают их финансовое положение как плохое и ожидают дальнейшего ухудшения. Большинство предприятий (почти 60%) не собираются инвестировать средства в развитие производства и в ближайшем будущем.

За первое полугодие 1995 года осталась нереализованной почти половина акций промышленных компаний, выставленных на продажу. Полностью продать предназначенные для этого акции смогли лишь 36% компаний. И даже при такой неблагоприятной ситуации все еще не удается завершить выработку согласованной стратегии организационной, производственной и финансовой реструктуризации национального капитала.

Перелом сложившейся ситуации потребует значительных дальнейших усилий как в общегосударственной экономической политике, так и на уровне предприятий. Нужны принципиальные подвижки в законодательстве. Прежде всего это относится к уточнению и упорядочению прав собственности. Ясно, что инвестора может привлечь только объект полноценной собственности — с землей и недвижимостью. Покупка только «бизнеса» едва ли сможет обеспечить средства, достаточные для серьезной реконструкции. Срочно нужно проработать надежные и эффективные схемы залога, гарантий (в том числе государственных), страхования, необходимые для крупных инвестиционных программ и проектов, обеспечить их законодательно.

Восточноевропейские страны, также приступившие к рыночной реструктуризации приватизированного государственного имущества, сумели накопить некоторый опыт и даже получить ответы на те вопросы, которые пока не очень будоражат российское общество, но неизбежно встанут в ближайшем будущем. Выработка новых подходов к экономической политике и правительственные перестановки в России практически заморозили процесс приватизации на неопределенное время. При этом актуальность рыночной реструктуризации производственного капитала безотносительно к форме собственности не снижается. Более того, дальнейшее продвижение по пути намеченной денежной приватизации (в отличие от ваучерного этапа) без реструктуризации капитала по критериям рыночного хозяйства может оказаться невозможным. Действительно, российские предприятия, обремененные долгами, с устаревшими фондами, с неэффективной структурой управления едва ли представят интерес как объект инвестиций и фондовых спекулятивных сделок.

К денежной приватизации предприятия нужно тщательно готовить, а иллюзии о возможности привлечь серьезные деньги для модернизации постсоциалистических производственных фондов приводят лишь к потере времени и обесцениванию имущества. Пожалуй, главный упрек в адрес чековой приватизации в России (если отвлечься от политической демагогии) заключается в том, что она не могла в достаточной мере способствовать преобразованию структуры и созданию эффективных рыночных агентов на базе преимущественно частного капитала.

Вопросы о том, кто, когда и за чей счет должен осуществлять модернизацию капитала на практике, во всех постсоциалистических странах решаются с большим трудом и медленнее, чем предполагалось программами экономических рыночных преобразований. Опираясь на накопленный в этих странах опыт, я бы выделила несколько моментов, которые необходимо учитывать в российской практике реформирования.

Прежде всего обратимся к проблеме *организационной реструктуризации*. Организационная структура тотально огосударственной экономики постсоциалистических стран характеризовалась абсолютным преобладанием крупных и средних предприятий во всех отраслях и острым недостатком предприятий мелких. Неоднократно проводились в различных вариантах укруп-

нения и разукрупнения организационных структур в поиске наиболее эффективного производственно-хозяйственного статуса единиц различных размеров. С началом рыночных реформ и приватизации организационные аспекты как самые очевидные выдвинулись на передний план.

Вычленение небольших единиц из крупных образований, дробление (по решению трудовых коллективов или руководства), разделение административно созданных конгломератов происходило, как правило, перед началом приватизации (ваучерной и денежной) или на первоначальных ее этапах. Учитывая, что небольшие фирмы можно продавать и легче, и быстрее, в период подготовки к приватизации основного эшелона крупных предприятий и при составлении концепций и индивидуальных планов приватизации из их состава выделялись структурные единицы. Это могли быть как хорошо, так и плохо работавшие звенья, которые приватизировались отдельно от основного ядра крупного предприятия по разным, нередко прямо противоположным мотивам. В результате в большинстве восточноевропейских стран быстро увеличилось число мелких предприятий, часть которых продавалась новым владельцам, а часть ликвидировалась с распродажей имущества и активов.

Например, в Румынии из более чем 6 тыс. предприятий, преобразованных в коммерческие общества, с целью быстрой приватизации выделились сотни самостоятельных небольших компаний. В результате организационная структура изменилась в сторону резкого увеличения мелких частных агентов. К началу 1994 года функционировало уже свыше полумиллиона частных предприятий, из которых более 200 тыс. составили семейные и малые частные фирмы, а более 300 тыс. — небольшие коммерческие компании. А в целом доля частного сектора в производстве валового внутреннего продукта (ВВП) достигла одной трети.

Очень показательна организационная реструктуризация протекла в Чехии. В самом начале массовой ваучерной приватизации шел бурный процесс вычленения новых агентов из крупных предприятий. Если в 1989 году накануне рыночных реформ в государственном реестре состояло всего 430 крупных промышленных предприятий, то уже во втором полугодии 1992 года национальным бюро по статистике было зарегистрировано 16 852 предприятия, из которых только 2258 имели более 25 занятых. Частично этот результат объясняется появлением новых частных фирм, однако в основном он отражает процесс деления крупных госпредприятий. Столь желанное в России мелкое частное предпринимательство вполне могло бы стимулироваться реструктуризацией крупных предприятий при соответствующей государственной поддержке. Думаю, и сейчас еще не поздно проводить предприватизационную реструктуризацию по такой схеме.

В Чехии дробление предприятий проходило в два этапа. Сначала дроблению крупных предприятий способствовали «приватизационные ожидания» менеджмента, готовившегося к выкупу предприятий самостоятельно или с участием работников. Стать самостоятельными еще до приватизации или сразу после ее начала стремились предприятия, потенциально приспособленные к выживанию в условиях рыночной конкуренции. Руководители предприятий с плохими рыночными перспективами, напротив, старались держаться вместе, выторговывая поддержку правительства.

Позднее предприятия, избежавшие организационной реструктуризации, столкнулись с большими проблемами в получении инвестиций. Те, что были приватизированы целиком, переживают всевозрастающие финансовые трудности. Инвесторы, прежде всего иностранные, не желают вкладывать в них средства, предпочитая вложения в отдельные производства. В наиболее тяжелой ситуации оказались самые видные, «значимые» предприятия, которые, получив в свое время правительственную поддержку, отложили реструктуризацию, сохранили все свои подразделения, воспрепятствовали стремлению руководства отдельных производств стать самостоятельными (аналогичный российский пример — ЗИЛ). В целом прозрачность для инвесторов организационной структуры облегчает в процессе приватизации и после нее получение не только денежных

средств, но и современного управленческого опыта, ноу-хау, доступ к новым рынкам и источникам капитала.

С началом приватизации в Чехии спонтанное деление предприятий прекратилось, и дальнейшее дробление было обусловлено переделом прав собственности. Деление закладывалось в программы приватизации, подготовившиеся руководством предприятий. Альтернативные программы могло предложить любое юридическое или физическое лицо, желающее приватизировать предприятие целиком или его часть. В ходе этого, второго, этапа делений в связи с выбором и утверждением программы приватизации число самостоятельных агентов в основных отраслях удвоилось, а в ряде отраслей утроилось. В результате структура чешских предприятий по признаку их величины практически приблизилась к нормам рыночной экономики [2].

Важнейшая дилемма, которая обычно встает перед реформаторами: *проводить реструктуризацию до или после продажи предприятия*. Практически она требует ответа на вопрос, кто будет этим заниматься — старый (т. е. государство) или новый собственник? Какую роль станут играть различные типы инвесторов, кому, какие и за что могут быть предоставлены преимущества? В России, где еще предстоит приватизация огромного массива государственного имущества, особенно в военно-промышленном комплексе, эти вопросы скоро станут актуальными. Исходя из опыта восточноевропейских стран, можно отметить некоторые тенденции.

Прежде всего тормозом для реструктуризации служит распыленность собственности после массовой приватизации. Опыт любой переходной экономики говорит о невозможности привлечения серьезных инвестиций в компании с преобладанием собственности работников и в компании, имеющие значительное число мелких внешних инвесторов. В таких случаях неизбежен определенный период, необходимый для концентрации капитала в руках активных собственников. Дальнейшая перепродажа акций и сосредоточение их в руках немногих акционеров после первичного (ваучерного) передела неизбежны. Это лишь вопрос времени. При определенных условиях потенциальный инвестор может сам участвовать в переделе, претендуя на достаточно крупную долю капитала. Так было, например, в Польше в 1992—1993 годах при поддержке созданных с участием западного капитала инвестиционных фондов и при участии правительства.

Проекты финансовой поддержки и реструктуризации становящихся на ноги компаний в Польше осуществляются и по инициативе банков. Такие проекты оздоровления включают меры по введению современных методов управления, перезаключение соглашений с поставщиками и банками, договоренности о списании задолженности, заключение соглашений с профсоюзами. Подобная тактика использовалась, например, на Щецинской судовой верфи, которая еще до начала приватизации была превращена из абсолютно убыточной в одну из немногих несубсидируемых верфей в Европе.

В Словении решение вопроса о проведении структурной перестройки предприятий до или после продажи принимается по трем критериям, включающим необходимость:

- финансовой реструктуризации за счет общей расчистки балансов и перепрограммирования обязательств;
- организационной реструктуризации, т. е. отделения от основных видов деятельности не относящихся к ней производств (с соответствующим разделением активов);
- стратегической структурной перестройки с целью улучшения рыночных позиций.

Перед приватизацией обычно осуществляются два первых направления реструктуризации, так как это может значительно повысить цену продажи при минимальных затратах. Третье направление требует больших вложений, высокой квалификации и длительного времени, а потому его целесообразно проводить новому собственнику. Он, в свою очередь, определяет отношение к приемлемости

цены покупки, исходя из необходимости и возможности стратегической структурной перестройки. Слишком высокая стоимость стратегической реструктуризации нередко отпугивает потенциальных покупателей и заставляет искать принципиально иной способ приватизации [3].

В конечном итоге решение вопроса о том, когда проводить реструктуризацию, для государства сводится к выбору: продать собственность поскорее и подороже (так как промедление с продажей ведет к падению рыночной стоимости имущества) или же провести мероприятия по максимизации стоимости активов и только потом выгодно продать стратегическим инвесторам (что потребует времени, дополнительных усилий и, конечно, средств). В каждом конкретном случае этот вопрос должен решаться индивидуально, при деятельной роли соответствующих государственных структур. В случае, когда речь идет о необходимости продать активы по максимальной цене и в короткий срок, главным субъектом торга с покупателем выступают фонды государственного имущества. При выработке стратегических подходов, в том числе программ реструктуризации, основную нагрузку несут органы по управлению государственным имуществом.

Еще одна важная проблема, неизбежно встающая в ходе приватизации, может быть обозначена как *проблема реструктуризации капитала и роли стратегического инвестора*. При выработке стратегических структурных решений каждой конкретной компании принципиальное значение имеет как финансовая результативность бизнеса, т. е. доход и прибыль, так и четкость и стабильность государственной политики, государственных структурных приоритетов и возможность получения льгот и поддержки через участие в проектах общенационального масштаба. Большие трудности для стратегических решений в рамках компаний создают непоследовательность и нестабильность именно государственной структурной политики. Для России это особенно актуально.

Общепризнано, что активная промышленная политика должна поддерживать жизнеспособные, конкурентоспособные компании, рискующие собственным (а не государственным) капиталом¹. Государственная поддержка (субсидии, льготные процентные ставки, гарантии кредитов, поддержка через специальные финансовые институты) должна предоставляться предприятиям для решения тех проблем, за которые они не решаются взяться самостоятельно. Однако на деле государство нарушает эти правила игры, решая за счет структурных целей задачи иного характера — оказание помощи предприятиям просто из соображений поддержания занятости, подпитка «современных», «передовых» производств, несущая в себе широкие возможности субъективных решений, лоббизма и коррупции. В этих случаях нарушается важнейший принцип: даже в условиях переходной экономики компании должны подчиняться логике рынка капитала и требованиям цены капитала, без чего реструктуризация либо невозможна, либо становится фикцией. Ограниченность внутренних ресурсов в большинстве стран и необходимость притока иностранных капиталов, не признающих иных критериев, кроме рыночных, еще более обостряют это противоречие.

В переходной экономике, где по рыночным критериям перестраивается не только структура отдельных компаний, но и все отраслевые пропорции, побудительным мотивом стратегического инвестора нередко бывает стремление к доминированию в новых производственных связях. Стратегическим инвестором для приватизирующейся компании могут стать и непосредственный конкурент², и поставщик сырья и комплектующих, и крупный потребитель. Поэтому при первичном переделе капитала (особенно по ваучерным схемам) роль инвестора,

¹ В этой связи линию на поддержку прежде всего приватизированных предприятий, столь резко критикуемую российским директорским корпусом, следует признать правильной. Вопрос только в том, удастся ли ее последовательно выдержать под давлением отраслевых лобби.

² И в России, и в восточноевропейских странах известны случаи, когда иностранные инвесторы стремились к получению контрольного пакета только с одной целью — удушить потенциального конкурента. Выигрывая инвестиционные конкурсы благодаря внушительным инвестиционным программам, они не торопятся приступать к реальным вложениям.

получившего значительный пакет акций, в процессе дальнейшей реструктуризации компании может и не быть решающей. Однако при последующем перераспределении капитала вполне способно сформироваться совсем другое соотношение пакетов акций, и роль реального стратегического инвестора перейдет к другим собственникам. Именно такая ситуация сложилась после чековой приватизации во многих российских акционерных обществах.

В случае прямой продажи контрольного пакета компании заранее определенному новому собственнику переход права собственности осуществляется непосредственно, отношения собственности вполне прозрачны, а торг вокруг цены продажи имеет под собой конкретные цели получения капитала, технологий, управленческого опыта. Вместе с тем при прямой продаже выторговывание наибольшей цены оказывается не самой существенной проблемой. Большие трудности возникают с инвестициями на развитие, с гарантиями действительных структурных изменений (а не извлечения сиюминутных прибылей), с решением вопросов занятости, рыночной стратегии и имиджа компании, обеспечения прав всех групп акционеров. Такие проблемы обычно встают при определении победителей инвестиционных конкурсов и торгов. В ряде случаев стоит подумать о выборе между продажей компании в целом или только ее активов (или даже части активов). При продаже активов «за кадром» остается ряд потенциально конфликтных вопросов. «Лишние» и не интересные для нового собственника активы в сделке не участвуют, работники остаются на старом предприятии, а инвестор нанимает столько, сколько ему необходимо, отсекаются потери (например экологические) от старой структуры собственности, а новое предпринимательство использует преимущества начальной стадии (льготное налогообложение) [4].

Естественной целью стратегического инвестора являются доминирующие позиции в компании. Получить их можно и при небольшом пакете акций, если предоставляются специальные или исключительные права в принятии важных и стратегических управленческих решений. Преимущественное положение обеспечивает также доминирование на рынке: наличие долгосрочных контрактов по закупке или продаже, контроль над определенной частью рынков сбыта. Наличие такого инвестора в структуре капитала компании должно привлечь внимание: занимая доминирующие позиции, реальным стратегическим инвестором он может и не быть.

В нормальном варианте доминирующее положение обеспечивает обладание крупным пакетом акций (формально — 51%). Однако при такой структуре капитала существует опасность злоупотреблений стратегического инвестора по отношению к другим акционерам, что уже и происходит во многих российских акционерных обществах. Доходы компании в результате принятых управленческих решений могут тем или иным способом переводиться в пользу фирм, которыми полностью владеет стратегический инвестор. Таким образом, даже небольшой перевес в пакете акций над другими акционерами открывает возможности для того, чтобы забирать большую часть прибыли.

Поэтому, если перераспределение капитала при приватизации заканчивается соотношением 51 к 49 процентам капитала, необходимы страховочные механизмы в управлении фирмой. Интересы меньшей части акционеров могут быть обеспечены гарантированным льготным пакетом акций с твердым дивидендом (так называемые привилегированные акции), принятие важных решений должно происходить на основе консенсуса, кроме того меньшинству акционеров нужно предоставить право вето по определенным вопросам. Такими вопросами могут быть: ликвидация или прекращение деятельности компании, передача или продажа всех или значительной части активов, выплата сверхвысоких дивидендов, сокращение акционерного капитала. Акции меньшинства акционеров имеют преимущества при установлении фиксированных дивидендов, а также должны

давать преимущества при назначении хотя бы одного члена совета директоров компании.

Стратегический пакет может быть получен за счет увеличения капитала путем продажи новых акций или приватизации путем рекапитализации. Это достаточно распространенный в странах с переходной экономикой способ, так как компании заинтересованы в получении дополнительных средств без помощи институциональных посредников. Но при этом неизбежны и злоупотребления, которые необходимо предвидеть. Главная угроза — перекладывание новым стратегическим инвестором средств из одного кармана в другой. Если рекапитализация осуществлена в форме новых активов, материализованных в новом оборудовании, ноу-хау и т. п., то опасность меньше. Если же расширение капитала осуществляется только в денежной форме, то полученные средства могут и не направляться в инвестиции, а перетекать к владельцу контрольного пакета в виде увеличенных денежных поступлений от деятельности фирмы. Во избежание такого развития событий инвестору, вкладывающему средства в увеличение капитала, целесообразно конкретно обозначить цели инвестиций (оборудование, погашение задолженности, расширение основного капитала).

Особая ситуация складывается в случае, когда владельцем контрольного пакета являются работники предприятия. Остатки социалистического менталитета могут привести к непреодолимым противоречиям между ними и реальными инвесторами. Поэтому для компаний, приватизированных ваучерным методом, остро стоит вопрос: произойдет ли и насколько быстро достаточная концентрация капитала, позволяющая обеспечить реструктуризацию и корпоративное управление. Там, где собственность работников преобладает, сохраняется и логика, типичная для государственных предприятий — требование государственной поддержки и все новых субсидий без серьезной программы реструктуризации. Подобным компаниям трудно получить кредит. Поэтому, привлекая инвесторов, они требуют от них гарантий, подтверждающих способность выкупить значительную часть дополнительной эмиссии (50% и более), а главное — обеспечить получение кредитов. Вторым по важности критерием для привлечения инвесторов в стратегические пакеты акций является способность открыть новые рынки.

Закономерно и обратное явление: когда у менеджмента приватизирующегося предприятия отсутствуют четкие ориентиры по реструктуризации, он предпочитает приватизацию по ваучерному методу. В Чехии, например, во многих случаях руководство предприятий передавало 80—90% имущества на цели ваучерной приватизации. Происходящее при этом распыление собственности среди большого числа акционеров даже выгодно руководителям, так как снижается возможность контроля за ними и увеличивается свобода маневра.

Не менее важны и *финансовые аспекты реструктуризации*. Одним из проявлений трансформационного кризиса в постсоциалистических странах стало резкое ухудшение финансового состояния экономических агентов. В первые же месяцы осуществления мер по финансовой стабилизации (в том числе снижения объема средств на субсидии убыточным и малорентабельным производствам), а также либерализации большинства цен в неблагоприятном финансовом состоянии оказалась значительная часть предприятий. В Болгарии к 1992 году убыточными стали до 60% предприятий, причем положение почти 20% было безнадежно. И эти предприятия, в принципе, попадали под ликвидационные процедуры. В Венгрии серьезные финансовые трудности в 1992—1993 годах испытывали 30—40% предприятий, причем на долю тех из них, которых неизбежно должны коснуться процедуры банкротства и ликвидации, приходилось до 25% объема производства и 16% работников. Во всех восточноевропейских странах росли неплатежи предприятий друг другу и банкам, а неоднократные попытки списать задолженность ситуацию существенно не улучшали. При этом наличие более или менее добротного законодательства о банкротстве проблему также не решало — опасения обвальная цепи банкротств тормозили применение законодательства.

Так было в Чехии и в Венгрии, где вплоть до конца 1992—начала 1993 года практика банкротств и ликвидации не получила широкого применения.

Одним из аргументов в пользу такой отсрочки была унаследованная от предшествующего этапа монопольная структура производства, которая сохранилась и в переходной экономике несмотря на дробления и разукрупнения предприятий при подготовке к приватизации. Следует учитывать также и неподготовленность ряда специфических рыночных институтов, необходимых для цивилизованного проведения соответствующих процедур: аудиторских, арбитражных, ликвидационных и т. д. Существовали и опасения неконтролируемого краха банковской системы из-за банкротства значительной части предприятий-клиентов.

Вместе с тем разворачивающиеся процессы приватизации создали некоторое разнообразие типов компаний с различными возможностями решения проблем финансов: компании с собственностью управляющих и работников; компании, приватизированные ваучерным методом (в большинстве отягощенные долгами); компании с участием иностранных инвесторов. Возможности и конкретные способы финансового оздоровления у этих типов экономических агентов существенно различаются — от государственной поддержки и прямых инвестиций до ликвидационных процедур, распродажи активов.

В отличие от организационной и производственной, финансовая реструктуризация должна проводиться быстро. Она не обязательно приводит к банкротству или ликвидации. Главное — расчистить активы компании, а также достигнуть приемлемой для всех участников договоренности по долгам. Так, в Польше в 1993 году был принят Закон о финансовой реструктуризации предприятий и банков, предусматривающий несколько моделей оздоровления финансов — от полюбовной договоренности до публичной распродажи долгов. Кредиторы могут потребовать процедуры банковского (несудебного) регулирования при задолженности в размере 20% обязательств. Долги могут быть по рыночной цене проданы с аукциона на основе публичного предложения. Согласия должника при этом не требуется. В случае неплатежеспособности государственного предприятия долги могут быть обменены на акции. За последним процессом наблюдает Комиссия по ценным бумагам, и это уже способ приватизации.

Нельзя не отметить, что продажа активов в целях оздоровления финансового положения помогает государственным предприятиям только временно, так как обычно полученные средства тратятся на цели краткосрочного выживания: на погашение кредитов, выплату зарплаты, другие текущие расходы, но не на цели инвестирования и улучшения структуры производства. Напротив, частные инвесторы, приобретая активы, встраивают их в жизнеспособную структуру и используют более эффективно [5].

Приватизация путем продажи активов позволяет также дробить крупные государственные предприятия. Во многих случаях полученные таким путем фонды (полностью или частично) используются для целей реструктуризации, причем новый владелец сразу же и намного более эффективно использует такие материальные активы, как пустующие площади, административные помещения, грузовой автотранспорт, отдельные комплексы оборудования и целые цехи. Характерно, что получение дешевых активов от государственного предприятия частично компенсирует нехватку начальных капиталов в частном секторе, а также высокие ставки процентов по кредитам. В Польше приватизация части государственных активов признается важным источником получения средств в казну без повышения налогов. Это и важный рычаг для развития фондового рынка.

Сколько бы ни тянулся «мертвый сезон» российской приватизации, она неизбежно будет продолжена. И трансформация государственных фондов в производительный капитал продолжится уже в более цивилизованных правовых условиях. Современный правопорядок в сфере отношений собственности, конечно, оставля-

ет желать лучшего. Однако уже действуют новый Гражданский кодекс, закон об акционерных обществах, некоторые другие важные рыночные законы «на подходе». И неизбежные конфликты интересов, разворачивающиеся вокруг российского капитала, уже не смогут изменить главного — российский капитал живет и развивается.

ЛИТЕРАТУРА

1. Финансовые известия. 1996. 11 января.
2. *Champ J., Zemplerowa A.* Restructuring in the Czech economy//EBRD. Working papers. 1993. № 2.
3. *Jasovic B.* Trade sales of enterprises to strategic investors Experiences of the Republic of Slovenia//Leuven Institute for Central and East European Studies. Working papers. 1993. № 26.
4. *Hospodarske noviny.* 1994. № 55.
5. *Hunya G.* Privatisation by liquidation//The Vienna Institute for Comparative Economic Studies. 1994.

© М. Дерябина, 1996