



104

Владислав Ермакович

*Модели
массовой приватизации*

Перевод с польского Ирины Синициной

Варшава, март 1997 г.

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Фонда CASE.

Данная работа подготовлена в рамках проекта «Поддержка экономической трансформации в странах бывшего СССР», финансируемого **Фондом им. Стефана Батория**, Варшава, Польша.

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 1997 г.

ISBN 83-7178-016-8

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований
Польша, 00-585 Warszawa, ul. Bagatela 14

тел.: (48-22) 628-09-12, 629-43-83

факс: (48-22) 628-65-81

e-mail: case@case.com.pl

Содержание

1. Введение	5
2. Сравнительный анализ программ массовой приватизации.....	7
3. Программы массовой приватизации. Предложение, спрос и механизмы распределения	12
3.1. Аспект предложения в программах массовой приватизации.....	12
3.2. Аспект спроса в программах массовой приватизации	15
3.3. Механизмы обмена в программах массовой приватизации	17
4. Модели массовой приватизации	22
5. Сопоставление методов приватизации, связанных с «обобществлением»	26
Рисунки и таблицы	27
Библиография	33

1. Введение¹

Начиная с 1990 г. большинство стран Центральной и Восточной Европы поставили перед собой чрезвычайно амбициозные задачи в области проведения приватизации. Венгрия, Польша и Румыния наметили приватизировать половину своих государственных предприятий (ГП) в течение трех лет. Правительства Чехо-Словакии и Российской Федерации ориентировались на приватизацию 75-80% ГП к 1996 г.

Из-за относительной скудости доступных частных финансовых средств, низкой заинтересованности и, возможно, невысокой в то время уверенности иностранных инвесторов продажа государственных предприятий иностранным владельцам имела ограниченные масштабы. Все вышеназванные страны в результате столкнулись с тем, что темпы приватизации государственных предприятий оказались слишком низкими и стало очевидно, что для достижения намеченных целей необходимо разработать и использовать новые методы. Такие новые программы включали в себя массовую приватизацию (МП).

Массовая приватизация представляет собой новый метод передачи недвижимого имущества от государства населению посредством распределения акций ГП. Граждане получают акции бесплатно или за минимальную плату; обычно это осуществляется посредством распределения ваучеров, купонов или приватизационных свидетельств. Проведение массовой приватизации предполагает осуществление по меньшей мере семи различных процедур:

- предварительного акционирования предприятий, включенных в программу;
- объединения или группировки подлежащих приватизации предприятий;
- адаптации упрощенных методов оценки материальных активов (обычно метода оценки по балансовой стоимости);
- подготовки упрощенной финансовой информации для участвующих в программе предприятий;
- распределения между гражданами ваучеров, купонов или приватизационных свидетельств;
- активного использования посреднических финансовых институтов;
- проведения аукционов для распределения акций между держателями ваучеров, купонов или приватизационных свидетельств (свидетельств о праве владения акциями).

Массовая приватизация, в отличие от «фондовой приватизации», представляет собой форму «акционерной приватизации». При акционерной приватизации объектом распределения или продажи являются акции корпорации. Поэтому государственные предприятия сперва должны быть акционированы, т. е.

¹ Автор — профессор Университета в Южной Индиане. Особую благодарность автор выражает д-ру Ежи Теме, бывшему уполномоченному министерства приватизации Польши, за комментарии и предложения по тем разделам настоящей работы, которые касаются польского опыта, а также д-ру Джейн Топпсон Фоллис — за помощь в подготовке настоящей работы. Настоящая работа была заказана Фондом CASE в Варшаве, которому автор чрезвычайно признателен за поддержку. Работа была отредактирована Генри Асхенденом.

приобрести форму корпорации, имеющей право выпускать акции, с четко определенными правами собственности. Эти акции затем обмениваются на деньги или на приватизационные документы. В случае фондовой приватизации объектом продажи является недвижимое имущество, такое, как здания, земля или оборудование.

Методы акционерной приватизации могут быть подразделены на способы «обобществления» и способы «передачи в частные руки». Массовая приватизация представляет собой один из методов «обобществления». В рамках этой формы приватизации акции приватизируемых предприятий распределяются среди большого числа рассредоточенных инвесторов; таким образом, предприятия становятся общественными корпорациями, зарегистрированными на фондовой бирже и обладающими легко обмениваемыми ликвидными ценными бумагами. Права собственности на предприятие, таким образом, передаются от единственного держателя акций — государства — широкой базе, состоящей из публичных акционеров. В этом отношении массовую приватизацию можно сравнить с такими формами акционерной приватизации, как первичное публичное предложение ценных бумаг (ППП) или приватизация посредством неэквивалентного распределения акций между работниками фирмы.

Массовая приватизация на практике предполагает неэквивалентное распределение акций среди граждан данной страны. Принципы этой программы ориентированы на ускорение процесса перераспределения государственного имущества. Такое ускорение становится возможным благодаря нескольким обстоятельствам:

во-первых, благодаря возможности избежать обычно чрезвычайно дорогостоящего и продолжительного процесса оценки предприятия;

во-вторых, благодаря возможности обойти барьер ограниченного эффективного спроса населения, сбережения которого составляют не более 4-7% от величины чистых материальных активов, предназначенных для продажи;

в-третьих, преодолевается общественное сопротивление процессу приватизации. Вследствие того, что период индоктринации в бывших коммунистических странах был довольно продолжительным, граждане этих стран убеждены, что они являются владельцами государственной собственности. Они рассматривают приватизацию как лишение их той собственности, которой они первоначально обладали. Массовая приватизация, проводимая посредством свободного распределения акций, частично снимает это препятствие.

Та или иная разновидность программ массовой приватизации осуществляется в восемнадцати странах-членах бывшего СЭВ: в Албании, Армении, Беларуси, Болгарии, Хорватии, Чехии, Эстонии, Грузии, Казахстане, Киргизстане, Литве, Латвии, Молдавии, Польше, России, Словакии, Словении и на Украине² (ср. Thieme, 1994). Эти программы в различных странах имеют разные названия и осуществляются в различных условиях. В Чехии и Словакии такая программа получила название программы «купонной приватизации», в Литве —

² Единственной крупной страной, где программа массовой приватизации не проводилась, стала Венгрия. В Венгрии была осуществлена лишь пилотная программа, в соответствии с которой каждый гражданин имел право обратиться за предоставлением кредита суммой до 100 тыс. форинтов (1000 долл. США), который должен был быть возвращен в форме пяти равных взносов. В рамках этой пилотной программы были проданы акции четырех АО, причем курсы акций двух из них (пивного завода в Шопроне и завода «Паннопласт») быстро росли на будапештской фондовой бирже (Privatization 1996, p. 192).

«быстрой приватизации», в Монголии — «гражданской программы», в Польше — «массовой приватизации», в Румынии — «гражданской программы собственности», а в Российской Федерации — «программы ваучерной приватизации». Хотя эти программы и отличаются друг от друга, каждая из них обладает всеми семью упомянутыми общими признаками.

В настоящей работе мы рассмотрим и сопоставим базовые программы приватизации. Все эти программы в ряде отношений различаются между собой; кроме того, все они находятся на разных стадиях реализации.

2. Сравнительный анализ программ массовой приватизации

Программы массовой приватизации могут отличаться друг от друга по ряду признаков: (а) по целям программы, (б) по масштабам и способам управления ее реализацией, (в) по темпам реализации, (г) по внутренней увязанности программы и (д) по рискам, связанными с реализацией программы.

Программа массовой приватизации может включать в себя несколько общих **целей**: политические цели (вовлечение широких кругов населения в процесс экономической трансформации), социальные цели (справедливая форма распределения акций), системные цели (внедрение рыночных принципов в экономику), цели повышения эффективности. Последнее означает, что программа предусматривает проведение реструктуризации предприятий до осуществления их приватизации с целью повышения эффективности их функционирования и увеличения на этой основе их стоимости и товарности.

В рассматриваемых в настоящей работе альтернативных методах массовой приватизации эти цели заложены в различной степени.

В Чехо-Словакии во главу угла проведения массовой приватизации были, очевидно, поставлены системные и политические цели. В основном документе программы («Ваучерная приватизация») подчеркивалось, что «приватизация преследует одновременно политические и экономические цели» (Voucher 1991, p. 11). Для укрепления и поддержания условий для перехода к рыночной экономике (политическая цель) купонная приватизация должна была обеспечить переход к созданию «эффективного» собственника и рассматривалась в качестве основного средства для быстрого внедрения в экономику рыночных принципов (системная цель). Обеспечение социальной справедливости (равенства), по-видимому, имело меньшее значение. Основной упор в программе был сделан на предоставление всем членам общества одинаковых возможностей, а не на справедливое распределение государственной собственности. Что же касается проблем реструктуризации, то они вообще не рассматривались.

Цели российской «ваучерной программы» были, по-видимому, в первую очередь политическими, и лишь во вторую очередь преследовались задачи системных преобразований. В первом пункте Указа Президента РФ подчеркивалось, что внедрение системы приватизационных чеков имеет своей целью получение поддержки приватизации и реформ в целом со стороны широких масс населения (Указ 914, 1992, с. 1). Журнал «Экономист» подчеркивал, что «организации, занимающиеся исследованием общественного мнения, указывают на то,

что приватизация представляла собой единственный популярный компонент программы г-на Ельцина [и], ...очевидно, являлась единственным способом восстановления общественной поддержки» (Russian 1992, с. 44).

Программа массовой приватизации в Польше была в первую очередь ориентирована на повышение эффективности, а во вторую — на социальную справедливость. В первой статье «Программы массовой приватизации» подчеркивается, что «приватизация необходима для проведения эффективной реструктуризации и повышения эффективности промышленности» (Program 1992, s. 1). Для реструктуризации компаний Программа предусматривала введение профессионального международного управления. В Программе также подчеркивалась необходимость справедливого распределения государственной собственности между всеми совершеннолетними гражданами. В ней также отмечалась опасность возникновения спекулятивной торговли свидетельствами о праве на акции и подтверждалась необходимость противодействия нарастанию социальной дифференциации общества.

В программе приватизации в Киргизии в первую очередь подчеркиваются цели осуществления системных изменений. Основной целью киргизской программы являлись быстрая денационализация и приватизация всех секторов экономики, а также формирование диверсифицированных форм собственности. Предполагалось также, что процесс приватизации должен будет сам по себе стимулировать формирование саморегулирующихся рыночных механизмов, которые в свою очередь изменят социальную психологию большинства населения. Цель киргизской программы состояла в том, чтобы приватизировать в течение двух лет, то есть к концу 1993 г., 35% находившихся в государственной собственности основных фондов республики (Закон 1992).³

Существовавшие в отдельных странах различия в декларируемых целях приватизации предопределили и различное содержание программ приватизации в каждой из этих стран.

Программы массовой приватизации во всех странах различаются по своим **масштабам и степени управляемости**. По сравнению с другими странами российская модель представляет собой наиболее далеко идущую программу, которая охватывает одну треть государственных основных фондов; она затронула около 80% российских предприятий и все население России. В отличие от нее польская модель была более ограниченной и охватывала лишь 11% государственных основных фондов. В реализации программы в Польше принимало участие 69% населения. Как бы посередине между этими программами стоит модель приватизации в Чехии: она охватывала 25% государственных фондов и в ней участвовало 56% населения страны.

Несомненно, польская модель является наиболее управляемой (Lieberman 1992).⁴ Она может быть использована как пилотная программа, а возникающие

³ Результаты процесса приватизации в Киргизстане весьма впечатляют. За два года было приватизировано 33,15% принадлежавших государству основных фондов, что лишь на 5,7% ниже плановых показателей (Jermakowicz, Paskuw 1994).

⁴ Небезынтересно отметить, что М. Бойко и А. Шлейфер, которые были членами команды, разрабатывавшей российскую концепцию приватизации, придерживаются той точки зрения, что польская концепция массовой приватизации неприменима к российским условиям из-за своей ограниченной транспарентности и недостаточного контроля со стороны федеральных властей в России. Они пишут, что «в силу размеров российской промышленности в России, возможно, потребуется сто инвестиционных фондов. Маловероятно, что контроль со стороны иностранного капитала в подобных масштабах

впоследствии ошибки могут быть скорректированы. Наиболее масштабный пример приватизации демонстрирует программа Российской Федерации, в ходе которой треть акций государственных предприятий была передана всем гражданам и которая стала наиболее быстродействующим и эффективным инструментом для достижения заложенных в ней конечных целей (Jerzakowicz, Raskuw, Abramow 1994). Выбор масштабов зависит от принятых в программе целей. Провозглашение политических целей и целей осуществления системных преобразований, как это было в России, требует использования широкомащтабного подхода. Наоборот, упор при проведении приватизации на аспекты реструктуризации, как это было в Польше, требует, в свою очередь, подхода, более ограниченного по своим масштабам.

Все программы массовой приватизации различаются между собой по параметру **темпов**, которые определяют сроки завершения процесса приватизации. Наиболее напряженный график для проведения приватизации был предложен в чешской программе. В ней предполагалось приватизировать 25% государственных фондов за полуторалетний период, то есть практически к концу 1993 г. Российская программа предусматривала завершить процесс массовой приватизации в течение трех лет. В соответствии с польской программой на преобразование предприятий в подразделения государственных холдингов отводилось два месяца, а в течение последующих 18 месяцев предполагалось начать размещать среди населения акции национальных инвестиционных фондов (НИФ). Приватизация НИФ должна осуществляться в течение последующих трех лет, когда инвестиционные свидетельства, принадлежащие гражданам, будут обмениваться на акции НИФ. Можно сказать, что после принятия в апреле 1993 г. закона о приватизации (Ustawa 1993) для завершения польской программы МП потребуется пять лет.

Другая проблема связана с ролью польских НИФов. Через несколько лет польские НИФы могут быть постепенно трансформированы из холдинговых структур в типично пассивные по выполняемым функциям инвестиционные фонды закрытого типа и отойти от выполнения холдинговых функций. По прошествии десятилетнего периода эти фонды закрытого типа могут быть преобразованы в фонды открытого типа. Хотя время, необходимое для выполнения того или иного типа функций, может быть различным для отдельных фондов, для завершения трансформации национальных инвестиционных фондов во взаимные фонды, которые превратились бы в гибких участников не только неликвидного, развивающегося рынка капитала, но и финансовых рынков, в программе был предусмотрен как минимум десятилетний период.

Программы массовой приватизации демонстрируют типичное противоречие между темпами приватизации и фискальными функциями продажи государственного имущества, то есть, иными словами, дилемму между поступлениями от продаж и налоговыми поступлениями. Чем выше доля акций, сохраняющихся в руках правительства, тем более широкие возможности открываются для получения некоторого ограниченного дохода за счет их более позднего размещения. Это также облегчает их последующую продажу крупным инвесторам — как иностранным, так и национальным. Аукционная продажа практически 100% акций, как это имело место в Чехо-Словакии и в России, сразу же

окажется политически приемлемым. Кроме того, при таком количестве фондов может быть утрачена столь необходимая транспарентность процесса приватизации» (Boycko, Shleifer 1992).

«завершает» процесс перехода акций от правительства к другому собственнику. Это не приносит государству быстрых доходов, однако если исходить из того, что частные фирмы более эффективны, чем предприятия, находящиеся в государственной собственности, то в конечном счете доходы окажутся большими за счет увеличения собираемости налогов.

Выбор в программах массовой приватизации в Чехо-Словакии, России и Казахстане в качестве цели их проведения системных преобразований обусловил быстрое проведение приватизации в этих странах. В Польше же приоритет целей повышения эффективности predetermined более длительные сроки ее проведения.

В каждой из программ массовой приватизации проявилась специфическая **последовательность действий**. Естественная последовательность действий состоит из трех этапов. На первом этапе посредством выпуска ваучеров или свидетельств о праве на акции создается естественный спрос на акции государственных предприятий. На втором этапе формируются инвестиционные фонды, выполняющие функции посредников между держателями ваучеров и приватизированными предприятиями. На третьем этапе посредством акционирования предприятий, оценки их стоимости и выпуска «мини-проспектов» эмиссии, содержащих базовую информацию о них, формируется предложение предприятий. Данная последовательность, выражающаяся формулой «спрос — инвестиционные фонды — предложение» (СИП), и была в целом использована в России. 1 октября 1992 г. население начало получать ваучеры номинальной стоимостью 10 тысяч рублей, и еще до конца этого года был начат процесс формирования инвестиционных фондов (законодательство об инвестиционных фондах было принято 1 сентября 1992 г.) (Указ 1992). В 1993 г. акции предприятий начали продаваться на чековых аукционах.

Та же последовательность действий использовалась в Казахстане и в Киргизии. Население получало свои инвестиционные купоны и формировались инвестиционные фонды. На заключительном этапе выбирались предприятия, подлежащие массовой приватизации.

В Польше же последовательность действий была иной. Ее можно охарактеризовать формулой «предложение — инвестиционные фонды — спрос» (ПИС). Весной 1992 г. были выбраны предприятия для включения в программу. В конце 1994 г. были сформированы инвестиционные фонды, а в 1995 г. население получило инвестиционные свидетельства для последующего приобретения акций в национальных инвестиционных фондах.⁵

Чешскую и словацкую модель трудно определить однозначно, и ее можно охарактеризовать формулой «предложение — спрос — инвестиционные фонды» (ПСИ). В 1991 г. предприятия разработали свои собственные планы приватизации, с которых и началась реализация программы. В январе и феврале населению продавались инвестиционные купоны. На третьем этапе прошел процесс регистрации частных инвестиционных фондов.

⁵ Последовательность этапов польской программы массовой приватизации, возможно, оказала отрицательное воздействие на сроки ее реализации. Поскольку население «вступало в игру» лишь на последнем этапе, оно оказалось не заинтересовано в поддержке программы. Кроме того, программа «не произвела благоприятного впечатления на новых и на старых левых, а также на партии правого крыла, такие как Христианско-национальное объединение, Конфедерация независимой Польши или «Соглашение центра» (Biaszczyk 1996).

Трудно оценить, какая последовательность действий более эффективна. Наилучшим решением было бы осуществление всех трех этапов одновременно. Однако, совершенно очевидно, что это в силу вполне понятных причин невозможно. Как уже отмечалось выше, выбор последовательности зависит от поставленных целей. Постановка политических целей предопределяет значение первоочередного распределения ваучеров или купонов. Выдвижение целей повышения эффективности обуславливает необходимость выбора предприятий для реструктуризации и приватизации, а также организации инвестиционных компаний, которые приняли бы на себя ответственность за реструктуризацию. В этом случае наиболее оправданным представляется выбор последовательности ПИС.

Понятие **риска** в данном случае связано не с потерей денег, а скорее с различной вероятностью успеха, вытекающей из различий в доступе к участию в приватизации, которые впоследствии приводят к серьезным разочарованиям. В большинстве программ приватизации равновесие между выбором и воспринимаемым риском является довольно неустойчивым.

В программах, которые реализовывались в Польше и в Румынии, степень риска для населения понижалась вследствие действия пяти факторов: предварительного отбора предприятий для включения в программу, профессионального подхода к выбору предприятий для каждого из НИФ, профессионального мониторинга деятельности компаний, диверсификации через фонды и существенно заниженных продажных цен.

Во всех же других странах население оказывалось вынуждено принимать решения в условиях недостатка информации (относительно общего финансового положения компаний) или даже ее полного отсутствия (инвестиционные фонды были только что созданы и не имели опыта работы). Поэтому степень риска для каждого инвестора была весьма высока. Это обстоятельство могло привести к рискованным, спекулятивным вложениям и к потенциальной возможности получения прибыли за счет продажи акций лицам, располагающими конфиденциальной информацией (*insider trading*).

Если польская и румынская модели создавали потенциальные возможности для проявлений пассивности и незаинтересованности, то в чешской, российской и других моделях был заложен риск недовольства и встречных обвинений. Последние были тем более вероятны, что та доля государственного имущества, которую получал каждый из граждан, была весьма невелика. Так, жители России на первом этапе программы получили ваучеры номинальной стоимостью 10 тыс. рублей, или около 30 долл. США.⁶

К концу действия программы из-за галопирующей инфляции стоимость ваучера упала до 8 долл. США. На первом этапе купонной программы в Чехии и Словакии стоимость купонов, полученных каждым гражданином, составила примерно 11 тыс. чешских крон (то есть причитающаяся каждому гражданину часть основных фондов составила 407 долл. США), в то время как для получения купона необходимо было заплатить 1035 крон (то есть 39 долл. США), то есть каждый гражданин получил эквивалент в размере 368 долл. США. Польские граждане получили примерно по 125 новых польских злотых (примерно 50 долл. США) по «цене» 20 новых польских злотых. В России стоимость ваучера была крайне низкой, что вызвало разочарование среди держателей ваучеров.

⁶ В октябре 1992 г. действовали следующие курсы обмена: 1 долл. США соответствовал 350 рублям, 13450 польским злотым и 27 чехословацким кронам.

Основные различия между программами массовой приватизации представлены в таблице 1.

3. Программы массовой приватизации. Предложение, спрос и механизмы распределения

Поскольку каждая из программ приватизации предусматривает как наличие равновесия между спросом на акции и их предложением, так и существование механизма распределения акций с использованием института посредников, то программы МП во всех странах могут характеризоваться тремя группами параметров. Во-первых, сколько и какого типа предприятий участвуют в программе (аспект предложения). Во-вторых, какая часть населения допущена к участию в программе приватизации (аспект спроса). В-третьих, как функционируют механизмы распределения: иными словами, как население получает акции — от учреждений и посредников или от приватизированных компаний, а также каким образом инвестиционные фонды получают акции приватизированных компаний (механизм распределения акций) (Jermakowicz 1992, p. 36).

3.1. Аспект предложения в программах массовой приватизации

Аспект предложения относится к формам государственного имущества, предназначенного для распределения через программы массовой приватизации. Немаловажное значение здесь имеют различия между отдельными странами. Оставляя в стороне вопрос о размерах имущества, предназначенного для распределения, эти различия относятся прежде всего к видам собственности, которые предназначены для продажи или обмена. В целом можно выделить три различных варианта выделения имущества:

- ограниченные домовладениями и фермами,
- ограниченные отдельной группой предприятий,
- ограниченные частью акций практически всех предприятий.

В рамках первого варианта для продажи выделялись только квартиры и государственные сельскохозяйственные предприятия. Из стран, где использовался этот вариант, следует упомянуть Беларусь, Эстонию, а также (первоначально) Литву и Украину.

В рамках второго варианта для участия в программе выделяется лишь часть государственных предприятий, но в то же время в программе МП задействованы все акции этих предприятий. Этот вариант применялся в Болгарии, Польше, в Чехии и Словакии, Эстонии, Казахстане, Монголии и Румынии.

В Польше, например, для участия в программе массовой приватизации было выделено 512 государственных предприятий⁷ с совокупной балансовой стоимостью около 15 млрд. злотых (6 млрд. долл. США), что составляло 10,8% от

⁷ Согласно планам на 1991 г. намечалось приватизировать около 1000 наиболее крупных и рентабельных предприятий. Через три года их число было сокращено до 413. В 1995 г. в их число было включено 99 небольших фирм. Малые размеры и сложное финансовое положение вновь включенных компаний скорее тормозят реализацию программы приватизации, нежели ускоряют ее.

общей стоимости польских основных фондов. Эти предприятия были предварительно тщательно отобраны министерством приватизации с тем, чтобы отсеять нерентабельные фирмы и малые предприятия с объемом продаж не менее 10 млн. долл. США.

Акции компаний, выбранных для участия в программе МП в Польше, распределялись в соответствии со следующими принципами:

33% — максимальный размер пакета акций, поступающего в распоряжение одного НИФ,

27% — распределяется среди всех остальных НИФ,

60% — всего распределяется среди НИФ,

15% — распределяется безвозмездно среди членов трудового коллектива (в пределах годового объема заработной платы),

75% — всего подлежит приватизации,

25% — сохраняется в собственности государства и/или фондов социального обеспечения с целью реформы системы социального страхования (еще не решено окончательно),

100% — общий акционерный капитал (Program 1992, s. 7).

Согласно Закону Чешской республики о крупномасштабной приватизации, который был принят Федеральным Собранием 26 февраля 1991 г. (Law 92, 1991), предприятия должны были разработать собственные планы приватизации в рамках первого этапа к 20 января 1992 г. и в рамках второго этапа — к 16 июня 1992 г. Эти планы должны были предусматривать прямые продажи акций, их продажи через публичные аукционы, публичные тендеры, бесплатную передачу акций, а также их обмен на купоны. В Чешской республике лишь одна пятая часть всех предприятий выбрала вариант продажи практически всех 84% акций за купоны (3% акций автоматически поступало в фонды реституции, 8% оставалось в распоряжении государства и 5% использовалось для приватизации банков) (National 1992). В Словакии 60% предприятий избрало путь исключительно купонной приватизации. В целом купонной приватизации подлежало около 25% всего государственного имущества общей стоимостью около 500 млрд. чешских крон. Продажа государственных предприятий осуществлялась в Чешской республике в два этапа. На первом этапе, реализация которого проходила в 1992 г., приватизации подлежало 1491 государственное предприятие (из 2883 ГП) в различных отраслях (в промышленности, в банковском секторе, в гостиничном секторе, в секторе предприятий общественного питания и т. д.) общей балансовой стоимостью 299,5 млрд. чешских крон (общая стоимость всех предприятий, включенных в первый этап, составляет 762 млрд. чешских крон). Проведение второго этапа, в ходе которого приватизации подлежало около 800 государственных предприятий общей балансовой стоимостью 500 млрд. чешских крон, было намечено на 1993 г.

Третий вариант предусматривает включение в программу массовой приватизации всех или почти всех (за некоторыми исключениями) средних или крупных государственных предприятий, у которых, однако, обмену на приватизационные документы (ваучеры, купоны) подлежит лишь определенная часть акций.

Лучшим примером осуществления такого варианта является Российская Федерация, где в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 14 августа 1992 г. (Указ 914, 1992) 1 октября 1992 г. была начата реализация программы ваучерной приватизации. Программой было охвачено почти 13 тыс. предприятий, или от 70 до 80% от их общего числа (Chubais 1992). Стоимость

основных фондов этих предприятий была неизвестна, поскольку не производилось никакой переоценки фондов (их балансовая стоимость по-прежнему исчислялась в ценах 1985 г.). В целом через ваучерную программу предполагалось распределить до 35% всех акций. Республики не сохраняли у себя пакетов акций для будущих публичных предложений или для продажи зарубежным инвесторам. Какого-либо предварительного отбора предприятий не производилось. В программе могли участвовать практически все предприятия.

Каждое предприятие из этой группы после преобразования в акционерное общество распределяло свои акции следующим образом:

- 25% — распределялось среди членов трудовых коллективов безвозмездно,
- 10% — продавалось работникам предприятий с 30%-ной скидкой от номинала (в ценах 1985 г.),
- 5% — продавалось руководящим кадрам предприятий по номинальной цене,
- 50% — продавалось на чековых аукционах стратегическим инвесторам,
- 10% — продавалось по рыночной стоимости мелким инвесторам,
- **100%** — **общий акционерный капитал** (Boysko, Shleifer 1992).

Из общего объема акционерного капитала 35% всех акций предлагалось к продаже в обмен на ваучеры:

- 10% — работникам предприятий со скидкой 30% (в пределах их 10%-ной квоты),
- 5% — руководящим кадрам предприятий по номинальной цене,
- 10% — предлагалось к продаже стратегическим инвесторам как часть контрольного пакета в рамках 50%-ной квоты,
- 10% — мелким инвесторам для продажи через тендеры,
- **35%** — **доля акций, выделенных для реализации через программу ваучерной приватизации** (Boysko, Shleifer 1992).

Каждый работник предприятия, член его руководства или мелкий инвестор могли оплатить до 100% стоимости акций ваучерами. Вместе с тем, принимались к оплате и наличные деньги.

Помимо России, аналогичные схемы приватизации использовались в Беларуси (50% всех акционерных компаний), в Грузии, Латвии и Литве (6081 АО), в Киргизии и Молдове (одна треть акций всех ГП), в Румынии (6300 ГП), а также в Словении и на Украине (около 6800 АО).

Возможные варианты схем распределения государственного имущества показаны на рис. 1.

В табл. 2 представлены различные типы предприятий и принципы их отбора для программ МП в Чешской республике, Польше и в России.

3.2. Аспект спроса в программах массовой приватизации

Аспект спроса в программах массовой приватизации относится к вопросу о том, кто может принимать участие в программе и какие виды приватизационных документов используются ее потенциальными участниками.

В программе могут принимать участие либо все граждане страны, либо только совершеннолетние граждане старше 18 лет, либо определенные группы граждан, такие как пенсионеры или занятые в государственном (бюджетном)

секторе. В России, Киргизии и Литве был использован вариант с участием всех граждан. В Российской Федерации каждый гражданин, независимо от возраста, места жительства, места работы или уровня дохода, имел право на получение ваучера стоимостью 10 тыс. рублей за символическую плату. В Литве каждый гражданин заносился в компьютерную систему.

Вариант с участием только взрослых граждан был избран в Польше, Чешской республике, Словакии, Казахстане и в большинстве других стран. В Польше каждому гражданину старше 18 лет предоставлялось право на приобретение свидетельства на акции за 20 злотых. В Чешской и Словацкой республиках, в соответствии с проектом правил, разработанным федеральным министерством финансов, каждый совершеннолетний гражданин имел право приобрести за плату (1035 чешских крон) купонную книжку и регистрационные марки.

Вариант с участием в программе определенных групп граждан был избран в Албании (лица, преследовавшиеся по политическим мотивам при коммунистическом режиме), в Хорватии (беженцы и ветераны последней войны в Югославии), в Венгрии (граждане, которые могли подтвердить право на реституцию своей собственности), а также отчасти в Польше (занятые в бюджетной сфере и пенсионеры). Имеются также примеры комбинации вариантов 1 и 3, т. е. всех граждан и их определенных групп — например, в Литве, Словении, а также (возможно, в будущем) в Польше.

Приватизационные документы, которые являются формальными средствами платежа в программах массовой приватизации, могут принимать различные формы. Во-первых, такие документы могут представлять собой либо физические документы, либо записи в компьютерной системе регистрации. В первом случае потенциальный инвестор получает документ (ценную бумагу), который впоследствии может быть обменен на акции фирм, выбранных для участия в программе; во втором случае граждане, имеющие право на участие в программе, должны зарегистрироваться и получить соответствующую запись о своем счете в компьютерной системе регистрации. К настоящему времени такая система компьютерной регистрации использовалась в государствах Балтии — Эстонии, Латвии и Литве, а также в Словении. Например, в Литве граждане получали от одной до пяти тысяч очков в зависимости от своего возраста, и эти очки переводились через государственную систему на компьютерные счета (принадлежащие главным образом семьям). Во всех других странах, осуществивших программы МП, применялся вариант с использованием физических документов.

Существуют три основных вида физических приватизационных документов:

- ваучер, т. е. документ, обладающий номинальной стоимостью, выраженной в денежной форме;
- купон, т. е. документ, обладающий номинальной стоимостью, выраженной в очках;
- свидетельство, т. е. документ без номинальной стоимости, но содержащий формальное заявление о том, что данный документ может быть обменен на неопределенное (на момент распределения) число акций.

Ваучеры использовались в Беларуси и в Армении (где ваучер не имеет стабильной номинальной стоимости, но власти время от времени объявляют его номинальную покупательную способность), в Молдове, Румынии, Эстонии, Киргизии, в Словении и на Украине. *Купоны* применялись в Чешской республике, в Словакии, Болгарии, Казахстане и на первом этапе приватизации в Кирги-

зии. В Чешской Республике купоны являлись именными с тем, чтобы позволить гражданам либо использовать свои очки для участия в аукционных торгах акциями предприятий, либо разместить свои купоны в инвестиционных приватизационных фондах (ИПФ). Свидетельства использовались в Польше и в Румынии.

Приватизационные документы могут быть как именными, так и на предъявителя. Документы на предъявителя использовались в России, в Словении и в Киргизии; именные документы — в Беларуси, Чешской республике, Эстонии, Латвии, Литве, в Словакии, в Казахстане и на Украине. Такие приватизационные документы либо могли передаваться от одного владельца к другому, либо их передача была запрещена. Разрешена была передача российских ваучеров и польских свидетельств; что же касается купонов в Казахстане, в Чешской республике, в Словакии, Словении и на Украине, то их передача запрещалась.

В одних случаях приватизационные документы могли становиться объектом сделок на вторичных рынках; в других случаях их перепродажа на таких рынках запрещалась. Так, российские ваучеры, литовские купоны и киргизские ваучеры могли быть проданы на вторичных рынках. Чешские и словацкие купонные книжки, молдавские национальные облигации и др. перепродавать было нельзя.

Возможные комбинации приватизационных документов, с помощью которых можно было приобрести акции приватизированных предприятий, приведены на рис. 2.

В случае ваучерной приватизации, характеризующейся применением ваучеров в качестве средства платежа, наиболее популярным решением был, по видимому, вариант № 3 (именные непередаваемые ваучеры). Такого типа ваучеры выдавались в Болгарии, Хорватии, Молдове, в Эстонии, на Украине и в Киргизии. Киргизский ваучер назывался «специальным платежным средством» и имел определенную стоимость, рассчитывавшуюся в зависимости от величины заработной платы и трудового стажа каждого гражданина. Стоимость ваучера для лиц старше 16 лет рассчитывалась по формуле $P=(1000+0,5AB)$, где P — стоимость ваучера, A — среднемесячная заработная плата, рассчитанная за любой последовательный пятилетний период из последних 15 лет, а B — продолжительность трудового стажа. Для лиц, не имеющих трудового стажа, как, например, дети или домохозяйки, использовалась та же формула, и стоимость получаемых ими ваучеров равнялась 1 тыс. рублей (Jermakowicz, Paskyw 1994).

Следующим по популярности является вариант № 1 (передаваемые ваучеры на предъявителя). Такие документы использовались в России, где ваучеры имели номинальную стоимость в 10 тыс. рублей и срок действия 1 год. Второй вариант (именные ваучеры, передаваемые) был использован в Эстонии.

В случае купонной приватизации наиболее популярным, видимо, является вариант № 6 (именные непередаваемые купоны). Такие виды купонов использовались в Чешской и Словацкой республиках, где на 11,5 млн. граждан, имевших право участвовать в приватизации, было продано 8530 тыс. купонных книжек (73%), а также в Литве, в Казахстане и в Киргизии на втором этапе приватизации. В Киргизии купоны имели стоимость 1200 очков.

Свидетельства о праве на акции применялись в Польше (вариант № 7), где каждому совершеннолетнему жителю старше 18 лет было предоставлено право на приобретение одного свидетельства на акции (на предъявителя) за частичную оплату (20 злотых или 8 долл. США). Каждое свидетельство на акции представ-

ляло собой право на одну акцию в каждом из национальных инвестиционных фондов (НИФ). Эти свидетельства могут продаваться и покупаться, а также передаваться по наследству; они могут быть конвертированы в одну акцию в каждом из НИФ. Срок их действия — по меньшей мере четыре года.

Большинство этих документов распределялось среди населения за плату, которая варьировала от 0,08 долл. США в России до 36 долл. в Чехо-Словакии. Бесплатный вариант был избран в Словении, где участников приватизации информировали о стоимости полученных ими ваучеров, а также предоставили им информацию о том, каким образом они могли использовать эти ваучеры для приобретения акций приватизированных предприятий.

3.3. Механизмы обмена в программах массовой приватизации

Механизмы обмена могут анализироваться с двух точек зрения; с точки зрения продавца (организации, которая продает акции или распределяет их) и с точки зрения покупателя (т. е. с точки зрения населения, которое стремится использовать свои приватизационные документы).

С **точки зрения продавца** возможны три варианта: прямой, косвенный и смешанный (прямо-косвенный).

При **прямом** варианте акции акционерных обществ обмениваются непосредственно на приватизационные документы, иными словами, на ваучеры или купоны. Эти акции обмениваются либо в ходе аукционов, организуемых приватизационными учреждениями, либо через посредство механизма компьютерного отбора. Прямой вариант был использован в Албании, России, Беларуси, Молдове, на Украине и в Киргизии; во всех этих странах акции распределялись непосредственно через аукционы. Прямой вариант использовался также в Чешской Республике и в Словакии, но там акции распределялись с помощью компьютеров.

При **косвенном** варианте акции акционерных компаний, участвующих в массовой приватизации, на первом этапе поступают в национальные инвестиционные фонды (НИФ), организуемые государством, которые и осуществляют управление пакетами акций в течение определенного периода времени (в Польше — в течение 10 лет). Таким образом, НИФ формально становятся владельцами акций АО, которые составляют их портфель. Управление фондами осуществляют специальные группы управляющих, целью которых является максимизация нетто-активов посредством повышения курсов акций компаний, составляющих их портфель. На втором этапе происходит распределение акций, находящихся в инвестиционных фондах, среди владельцев ваучеров, купонов или свидетельств. Так произошло в Казахстане после проведения последнего чекового аукциона. В Польше это произойдет после регистрации фондов на Варшавской фондовой бирже примерно в сентябре 1997 г.

С тем, чтобы повысить эффективность такого управления фондами, программой предусматривалось, что в состав групп управляющих войдут международные эксперты. Деятельность таких групп управляющих была нацелена на достижение сдвигов в состоянии контролируемых компаний и их подготовку к независимому функционированию в условиях рынка. Такой вариант косвенного распределения применялся в Польше, где на 508 АО было организовано 15 национальных инвестиционных фондов, в Румынии, где было создано 5 НИФ, в

Казахстане (где было организовано 89 частных фондов), а также в Словении (число созданных фондов пока не известно). В Польше инвестиционные фонды создавались министерством приватизации; в Казахстане инвестиционные фонды организовывались стихийно частными инвесторами. Последние, однако, должны были получить лицензию от Государственного комитета по управлению государственным имуществом.

Решение, которое было использовано в Болгарии, можно назвать «прямо-косвенным» вариантом. Для приватизации косвенным путем было выделено около 300 АО. Акции этих АО были распределены между 20 инвестиционными фондами. 200 АО будет приватизировано в форме прямого обмена ваучеров на акции.

С точки зрения покупателя акций возможны два варианта: вариант свободного выбора объектов инвестиций, свободного размещения приватизационных документов и вариант, при котором свобода выбора при размещении приватизационных документов отсутствует.

При варианте **свободного выбора** частный инвестор может свободно выбрать АО или инвестиционный фонд, объект вложения своих ваучеров, купонов или свидетельств. Вариант свободного выбора был использован в России, Чешской республике, Словакии, Казахстане, а также в Киргизии, где граждане, участвовавшие в приватизации, имели возможность либо передать свои инвестиционные очки ИПФ, либо «обойти» ИПФ, попытавшись приобрести акции предприятий на аукционных торгах. В России держатели ваучеров могли использовать свои приватизационные документы одним из трех возможных способов: приобрести акции приватизированных предприятий через аукционы или тендеры, обменять их на акции в приватизационных фондах или продать свои ваучеры за деньги. В Чешской Республике и в Словакии в ходе так называемого «нулевого раунда» держатели ваучеров получили возможность передать свои очки различным ИПФ. Примерно 5,8 млн. граждан (около 2/3 от общего числа участвовавших в массовой приватизации) передали все свои очки ИПФ; кроме того, еще 420 тыс. чел. передали ИПФ часть своих очков. В целом в инвестиционные приватизационные фонды поступило 72% от общего числа ваучеров, находившихся в обращении.

В условиях **отсутствия свободного выбора** держатели приватизационных документов были обязаны приобретать определенные акции или свидетельства на акции, выпущенные конкретными инвестиционными фондами, перечень которых определялся центральными органами. Вариант отсутствия свободного выбора был использован в Польше, Словении, Румынии и отчасти в Болгарии.

В этих двух вариантах инвестиционные фонды выполняли различные функции. Все модели МП предусматривали формирование инвестиционных и взаимных фондов исходя из того, что определенная степень концентрации собственности в руках одного субъекта является полезной; при этом, однако, применялись различные механизмы. В России правительство стимулировало организацию частных фондов открытого и закрытого типа, предоставляя им налоговые и другие льготы. Такие фонды представляли собой «факультативный», «стихийный» элемент системы приватизации. Правительство предполагало, что будут сформированы фонды двух типов: классические фонды и инвестиционные фонды закрытого типа, деятельность которых будет сосредоточена на обслуживании ваучерной приватизации (Указ 1992). Фонды могли быть организованы при наличии минимального допускаемого законом учредительского капитала

(500 тыс. рублей, распределенного на 500 акций по 1000 руб.). Соответственно, такие фонды могли функционировать либо как классические фонды, либо как чековые фонды, которые работают только с инвестиционными чеками (ваучерами), но не с ликвидными финансовыми активами. В то же время для того, чтобы избежать финансовых злоупотреблений, предполагалось, что их деятельность будет строго регулироваться. Например, каждому отдельно взятому фонду запрещалось обладать более чем 5% акций любого акционерного общества.

В Чехо-Словакии инвестиционные приватизационные фонды представляли собой фонды открытого типа, которые на начальных этапах своей деятельности работали только с инвестиционными чеками, а не с ликвидными финансовыми активами (Law 1991). 429 инвестиционных приватизационных фондов сформировалось стихийно, благодаря инициативе частных предпринимателей. Нормы и правила, разработанные правительством «задним числом», определяли, что фонды не могли играть роль монополистов⁸ и что их учредительский капитал должен был составлять не менее 100 000 чешских крон (около 3500 долл. США). Фонды не имели права инвестировать более 10% собственного капитала в акции одной компании, тогда как в акционерном капитале одной компании доля одного фонда не могла превышать 20%, а доля консорциума фондов — 40%. Таким образом, на практике предусматривалось формирование только одного вида ИПФ — пассивных ИПФ, выступающих в качестве взаимных фондов.

В Польше национальные инвестиционные фонды с самого начала являлись неотъемлемой составной частью механизма приватизации, а их деятельность была сосредоточена не на классических инвестиционных функциях, а на обслуживании венчурного капитала. Эти фонды были организованы министерством приватизации. Министерство предполагало, что управление этими фондами будет осуществляться профессиональными управляющими (иностранцами при содействии поляков), каждый из которых будет управлять примерно 30 компаниями. В НИФ сочетались функции трех различных известных на Западе финансовых институтов: (а) агентств венчурного капитала, (б) холдинговых компаний, (в) фондов закрытого типа. На различных этапах развития НИФ на первый план будут выдвигаться различные их функции.

Следует упомянуть и о механизме, применявшемся в Польше для распределения акций между отдельными фондами. На первом этапе 27% акций всех 512 компаний, выбранных для программы МП, были распределены поровну между всеми национальными инвестиционными фондами. На втором этапе фонды принимают участие в торгах через систему распределения с тем, чтобы в течение двухмесячного периода добиться обладания контрольным пакетом акций (33%) в примерно 30 выбранных ими компаниях. Хотя в НИФах сосредоточено лишь 33% акций тех компаний, которыми они управляют, эти пакеты являются контрольными, поскольку остальная часть акций рассредоточена среди других НИФ и поскольку правительство является пассивным акционером.⁹ Процесс

⁸ Такая опасность существует до сих пор. Десять крупнейших ИПФ, взятые вместе, контролируют около 40% всех инвестиционных очков и около 56% всех очков, переданных ИПФ. Крупнейший из таких фондов, Ceska Sportelna, контролирует свыше 800 млн. очков, что составляет 9,3% от их общей численности (Mejstrik & Burger, 6, 1992).

⁹ На практике, однако, ситуация, является более сложной. Возможна ситуация, когда третьей стороне удастся скупить 27% мелких пакетов акций у всех инвестиционных фондов плюс 15% акций у работников предприятий. В результате появится новый стратегический инвестор, у которого будет сосредоточено 42% акций. В таком положении уже оказались две польские цементные компании Maiogoszcz и

распределения предусматривает, что управляющие инвестиционными группами по очереди выбирают компании, контрольные пакеты которых они хотели бы получить, до тех пор, пока все компании не окажутся распределенными. Конвертация свидетельств о праве на акции в акции НИФ в соответствии с польской программой осуществляется при посредничестве имеющих лицензии брокеров. В результате рыночной конкуренции среди брокеров должен быть определен минимальный экономически эффективный объем конвертации (возможно, 10 свидетельств на акции). Возможна также внерыночная торговля частью свидетельств. Такая торговля должна начаться после окончания выдачи свидетельств (конец 1996 г.) и после того, как начнется обмен свидетельств на акции фондов. Такая торговля станет возможной только после обнародования результатов проверки финансовой деятельности фондов.

В Чехо-Словакии и в России фонды ускорили процесс приватизации и формирования рынков капитала и рыночной экономики. В Польше же основной упор был сделан на проведение реструктуризации до приватизации и на привлечение иностранных компаний с целью приобретения польских предприятий.¹⁰

Несомненно, огромное число предприятий в этих трех странах нуждается в реструктуризации. Формирование активных фондов, таких как, например, в польской модели, способных провести реструктуризацию компаний, будет, вероятно, иметь принципиальное значение для повышения эффективности предприятий и тем самым для обеспечения успеха приватизации. Отсутствие квалифицированных кадров (с опытом работы в соответствующих отраслях, в сфере финансового и корпоративного управления) обуславливает необходимость привлечения в первые годы квалифицированных кадров извне. В российской программе ваучерной приватизации этот вопрос вообще не рассматривается. В соответствии с реализуемой схемой этот вопрос включен в общую программу приватизации путем разрешения стратегическим менеджерам приобретать половину акций предприятий. Чешская модель игнорирует проблему, возникающую в связи с тем, что купонная приватизация способна привести к чрезвычайно высокой распыленности собственности предприятий и к формированию «бесхозных предприятий», а также к отсутствию держателя контрольного пакета акций, который бы заботился об управлении предприятием и о проведении на нем необходимой реструктуризации. Появление держателя контрольного пакета акций оказалось возможным на следующем этапе, когда акции стали свободно котироваться на двух пражских биржах.

Первые пять публичных торгов в Польше показали, что частная собственность при большой распыленности акций вначале лишь незначительно изменяет способы управления компанией. Таким образом, обеспечение активного управ-

Wierzbica, которые были выкуплены у инвестиционных фондов французской фирмой Lafarge (Pokojska 1996, s. 12).

¹⁰ Ежи Теме, бывший уполномоченный польского министерства приватизации, ответственный за разработку и внедрение программы массовой приватизации в Польше, представил автору свои комментарии и соображения уже после завершения настоящей работы. Он, в частности, писал: «В результате реализации польской программы будет сформирован обширный и **ликвидный** вторичный рынок для некоторых финансовых инструментов, которые соответствуют западным стандартам для публичных операций с ценными бумагами. (Акции компаний, отобранных для программы МП, равно как и большинство компаний стран Запада, смогут участвовать и в частных операциях). Чешская и словацкая программы создают инфраструктуру для обмена акциями, но не обеспечивают достаточной ликвидности за исключением (в лучшем случае) нескольких компаний. В российской же программе вопросы инфраструктуры или ликвидности вообще не рассматриваются.»

ления становится критическим моментом, определяющим успех реализуемой схемы. Выбор «анти-реструктуризационной» стратегии как в Чехо-Словакии, так и в России, был, по-видимому, обусловлен теми же целями, которые были поставлены во главу угла программ в этих странах. Возможные типы комбинаций распределения акций и формы распределения приватизационных документов в программах массовой приватизации показаны на рис. 3.

Первая комбинация, подразумевающая сочетание прямой продажи и свободного выбора акций, была использована в России, в Чешской республике, в Словакии, в Киргизстане и в Литве. В России обмен ваучеров на акции осуществлялся на специально организованных биржах, где держатели ваучеров (население или чековые фонды) могли приобрести акции компаний. Ваучеры могли быть использованы не только на специализированных чековых аукционах и на фондовых биржах, но и при различных формах реализации приватизированного имущества. В частности, работники предприятий и их руководящие кадры могли использовать ваучеры для выкупа государственного имущества.

Одной из наиболее серьезных проблем, возникших при реализации данного варианта, стала проблема уравнивания спроса на акции с их предложением, для решения которой потребовалось (особенно в России, Казахстане, Киргизии и в ряде других стран) проводить широкомасштабную продажу акций приватизированных предприятий за ваучеры всего за несколько недель (или даже дней) до окончания срока их действия.

Большой интерес представляет также анализ механизма приобретения акций, применявшегося в Чехо-Словакии. Этот механизм состоял из пяти раундов приватизации, каждый из которых в свою очередь делился на пять этапов. На первом этапе каждого раунда приватизации держатели купонов изучали и сопоставляли цены различных акций. На следующем этапе они размещали заказы на те акции, которые они хотели бы приобрести. На третьем этапе эти заказы обрабатывались в централизованном порядке. На последнем этапе объявлялись результаты данного раунда приватизации. Продолжительность каждого из раундов не должна была превышать одного месяца. Заказы на акции, размещавшиеся держателями купонов, далеко не всегда могли быть выполнены. Эти заказы выполнялись, когда общий спрос на заказанные акции был ниже предложения. Если спрос превышал предложение не более чем на 25%, то в этом случае федеральный министр финансов для достижения сбалансированности спроса и предложения мог уменьшить спрос со стороны ИПФ максимум на 20%. Если же спрос на акции превышал предложение более чем на 25%, то в этом случае заказ не выполнялся, инвестиционные очки возвращались владельцам и могли быть использованы в последующих раундах для заказов акций любых компаний (Voucher 1991, p. 15).

Второй вариант предполагает смешанное решение, то есть обязательное распределение части акций между инвестиционными фондами и выделение части акций для свободной продажи, а также свободный выбор акций фондов и АО. Этот вариант был использован в Болгарии. Третий вариант на практике не применялся. Четвертый вариант, который подразумевал обязательное распределение акций между различными фондами через механизм аукционов и свободный выбор объектов инвестирования держателями купонов, использовался в Казахстане. В Казахстане держатели купонов должны были инвестировать свои купоны в один из 89 стихийно сформировавшихся частных инвестиционных фондов. Эти фонды впоследствии использовали эти приватизационные инвестиционные ку-

поны (ПИК) для торгов на 22 централизованно организованных аукционах (Privatization 1996, p. 204). На таких аукционах выставлялись акции приватизированных предприятий. Те фонды, которые предлагали наибольшее число ПИК, получали акции приватизированных фирм. Здесь мы имеем дело со свободным выбором инвестиционных фондов и косвенной формой торговли акциями.

Пятый вариант, сочетавший обязательное распределение акций АО между национальными инвестиционными фондами с обязательным размещением свидетельств о праве на акции в этих фондах, был применен в Польше (Thieme 1994) и в Румынии.

Основные характеристики механизмов обмена, использовавшихся в программах массовой приватизации в трех основных странах, представлены в таблице 4.

4. Модели массовой приватизации

В целом, различные варианты программ массовой приватизации могут быть размещены вдоль определенного континуума. На одном конце этого континуума будут находиться решения, основанные на концепции свободного рынка, а на противоположном конце — решения с высокой степенью государственного регулирования.

При реализации **модели свободного рынка** граждане получают ваучеры с определенной номинальной стоимостью, выраженной в денежных единицах. Эти ваучеры могут покупаться и продаваться на рынке. Они представляют собой документы на предъявителя и могут обмениваться на акции акционерных обществ или на свидетельства, дающие право на приобретение акций в новых, стихийно сформировавшихся частных инвестиционных фондах.

В рамках **смешанной модели** граждане получают купоны с определенным количеством очков, которые, как правило, не могут быть проданы или обменены на рынке. Эти купоны представляют собой именные ценные бумаги. Механизм их обмена жестко контролируется государством, и обмен купонов на акции происходит либо на организуемых государством аукционах (как, например, в Киргизии или в Казахстане), либо через компьютерный механизм распределения (как, например, в Чешской или Словацкой республиках).

В **централизованно регулируемой модели** граждане получают свидетельства о праве на акции, не имеющие номинальной стоимости. Эти свидетельства являются именными ценными бумагами; они не могут быть обменены, проданы или переданы третьим лицам. Кроме того, эти свидетельства должны быть обязательно размещены в (обычно во всех) централизованно организованных национальных инвестиционных фондах. Фонды также получают акции всех акционерных компаний, подлежащих массовой приватизации. Акции этих фондов, пройдя оценку рынком, обмениваются гражданами на их свидетельства.

Ближе всех к первой, рыночной модели стоит российская ваучерная программа. В программе могли участвовать все российские предприятия, а инвестиционные фонды в большинстве случаев организовывались на частной основе. Граждане могли продавать и покупать ваучеры, а их распределение происходило на фондовых биржах при практическом отсутствии контроля со стороны госу-

дарства. Эта модель, несомненно, была наиболее либеральной и наиболее соответствовала рыночным принципам.

Ближе всего к смешанной модели стоят программы, реализуемые в Чехии, Словакии, Киргизии и Казахстане. В Чехии предприятия могли присоединяться к программе по собственному усмотрению. Инвестиционные приватизационные фонды создавались частными лицами, а граждане принимали решения о приобретении акций компаний или ИПФ самостоятельно. Контроль и управление механизмом распределения, тем не менее, осуществлялись в централизованном порядке. Органы власти, отвечающие за проведение приватизации, в централизованном порядке назначали цену акций в очках, а также распространяли информацию о предприятиях. Они разработали сложные правила ведения торгов, а также имитировали проведение компьютерных аукционов с перезаключением договоров в духе Оскара Ланге.¹¹

Органы, отвечавшие за приватизацию, действовали как «аукционисты», обеспечивая корректировки цен при приведении последовательных раундов торгов, заменяя таким образом механизм рынка. В случае чрезвычайно высокого или крайне низкого спроса на акции органы приватизации резервировали за собой право на «изъятие» предприятия из процесса приватизации.

Не вызывает сомнения тот факт, что польская модель приватизации по своей природе представляет собой схему с чрезвычайно высоким уровнем администрирования и централизованного регулирования. С помощью министерства приватизации правительство проанализировало ситуацию на предприятиях, отобрало предприятия для участия в программе, организовало национальные инвестиционные фонды, назначило первые наблюдательные советы и наняло подотчетных этим советам профессионалов для работы в фондах. Польская модель была ориентирована вертикально, сверху вниз и реализовывалась чрезвычайно осторожно, чтобы избежать неконтролируемой приватизации (Lieberman 1992).

В то же время польская модель содержит и некоторые рыночные элементы. Приватизационные свидетельства в полной мере ликвидны. Их цена в октябре 1996 г. составляла 169 новых польских злотых, что в восемь с половиной раз выше, чем их первоначальная стоимость. После того, как акции фондов начнут котироваться на варшавской бирже, размещение приватизационных свидетельств в фондах также будет происходить свободно. Акции предприятий в портфелях фондов также свободно обмениваются по схеме, сходной с 15%-ной долей акций, принадлежащей работникам предприятий.

Если российскую модель можно критиковать за то, что она привела к бесконтрольности процесса приватизации, что способно привести к социальной напряженности и неудовлетворенности, то польской модели можно поставить в вину то, что она позволила правительству оказывать слишком большое влияние на управляющих фондов, а также высокую социальную составляющую в ущерб максимизации стоимости акций фондов. В ответ на мягкую политику правительства фонды могли требовать у него дешевых кредитов для компаний, которыми они управляли. По сути дела, под угрозу оказалась поставлена основная цель приватизации — отделение предприятий от государства.

¹¹ Оскар Ланге в своей работе «Компьютер и рынок» (Lange 1965, s. 332) обсуждает возможность замены рыночных механизмов суперкомпьютером, способным решать уравнения спроса и предложения в каждый данный момент времени.

Первый опыт реализации польской программы со всей очевидностью подтвердил эти опасения. Разработчики программы предполагали, что процесс реструктуризации создаст напряженность между управляющими фондами и слабыми фирмами, находящимися под их управлением. На практике реальный конфликт возник между наблюдательными советами, исполнительными органами и группами управляющих фондов. Грушецкий (Gruszecki 1996) называет этот конфликт «конфликтом треугольника». В этом треугольнике наблюдательные советы стоят на позициях польских политиков, общественности и многих приватизируемых предприятий, которые рассматривают фонды как промышленные холдинговые компании, а управляющих фондами — как корпоративных «нянек», которые должны опекать эти предприятия в течение десятилетнего периода. По выражению министра приватизации Веслава Качмарека, «группы управляющих фондом должны быть лекарем для предприятия, а продажа или ликвидация могут рассматриваться только как крайняя мера» (Biaszczyk 1996). В свою очередь, управляющие фондами рассматривают фонды как инвестиционные портфели. Их целью являются высокие прибыли, поскольку они знают, что их деятельность будет оцениваться по тому, насколько они смогут повысить стоимость принадлежащих акционерам акций. Большинство из них стремится продать свои компании как можно быстрее и реинвестировать полученные средства в более ликвидные, имеющие более высокую норму прибыли предприятия. В пользу варианта холдинговых компаний особенно активно высказываются слабые нежизнеспособные фирмы, которые ожидают помощи от НИФов. Вариант пассивного управления, выдвигаемый управляющими фондами, напротив, поддерживается преуспевающими фирмами.¹² Исполнительные органы стремятся занять промежуточную позицию между этими двумя группами, но все-таки их точка зрения гораздо ближе к позиции управляющих фондов. В большинстве случаев между двумя группами существуют персональные связи. Так, например, в НИФ 2 в состав исполнительного органа и совета управляющих фондом входят одни и те же лица (Kostrz-Kostecka 1995). Еще один конфликт связан с вопросом о том, насколько быстро фонды должны регистрироваться на фондовой бирже. Наблюдательные советы представляют политические силы, опасющиеся давления на рынок со стороны внешних акционеров, и поэтому они занимают выжидательную позицию. Эта позиция является неизменной до тех пор, пока правительство, их наставник, также остается в числе их акционеров. Управляющие фондами, напротив, хотели бы зарегистрировать фонды как можно скорее. Они предпочитают нести ответственность перед акционерами, а не перед правительством.¹³ Нет сомнения, что в этих конфликтах важную роль сыграли политиче-

¹² Автор настоящей главы участвовал в подготовке новой модели НИФов, работая под руководством Т. Грушецкого в министерстве приватизации. Т. Грушецкий считал, что первоначально фонды должны выступать в качестве промышленных холдингов, а впоследствии они должны эволюционировать в классические инвестиционные фонды закрытого типа. См. также Gruszecki (1996).

¹³ Первый серьезный конфликт произошел в середине апреля 1996 г., когда наблюдательный совет Фонда 11 внезапно уволил все руководство фонда, во главе которого стоял представитель «Вассерштайн Перрелла», американского инвестиционного банка, и заменил его собственной командой. Руководство фонда было обвинено в «грубой небрежности» по четырем позициям, включая фальсификацию бухгалтерского учета и ошибки в контроле и регулировании денежных операций. Подобная ситуация сложилась и с группой управляющих Фондом 13, которая включала представителей таких компаний, как «Риджент Пасифик» из Гонконга и «Ямаичи Интернешнл» из Японии. После предъявления перечня обнаруженных недочетов наблюдательный совет уведомил группу управляющих об увольнении в течение 60 дней. После увольнения сотрудничество между советом и группой управляющих закончилось.

ские моменты. Некоторые наблюдательные советы враждебно настроены по отношению к иностранным финансистам, поскольку многие члены этих советов связаны с Польской крестьянской партией, выступающей за экономический национализм. Другие члены советов состоят в Социал-демократической партии, тесно связаны с бывшей номенклатурой и заинтересованы в том, чтобы на смену иностранным управляющим фондами пришли их польские друзья. Вместе с тем, на иностранных управляющих также, вероятно, лежит определенная доля ответственности. Вряд ли их трудовой вклад соответствует той ежегодной оплате в 3 млн. долларов, которую получает каждая команда управляющих.

Реализация трех представленных моделей в трех основных странах, где они осуществлялись, — в России, Чешской республике и Польше — была детально рассмотрена выше. Каждая из этих моделей имеет свои преимущества и недостатки, которые представлены в табл. 5.

5. Сопоставление методов приватизации, связанных с «обобществлением»

В каждой из стран, где проводилась приватизация государственного имущества, использовались либо все, либо только некоторые из методов приватизации, предназначенных для «обобществления». Так, в Польше применялись все три метода: первичное предложение ценных бумаг, программа массовой приватизации и неэквивалентное распределение акций. В других странах применялся лишь один метод или комбинация двух методов. В Чешской Республике и в Словакии, где профсоюзное движение сравнительно слабое, неэквивалентный обмен акций не применялся. В России и в других республиках бывшего СССР из-за неразвитости рынков капитала не использовался метод первичного публичного предложения ценных бумаг. Напротив, в Венгрии первичные предложения акций являются весьма популярными.

Вообще говоря, выбор между публичным предложением акций и массовой приватизацией есть не что иное, как выбор между качеством процесса приватизации и его скоростью. Такие страны, как Венгрия или Польша, для которых приоритетными являются формирование рынка капиталов, образование группы здравомыслящих инвесторов, где особое внимание уделяется обеспечению транспарентности и открытости процесса приватизации, выдвигают на первый план метод публичного предложения ценных бумаг. В этих странах сравнительно хорошо развит рынок капиталов, существуют комиссии по ценным бумагам и биржам, соблюдаются правила публикации финансовых отчетов корпораций, зарегистрированных на фондовых биржах.

В странах, где приоритетными являются темпы проведения процесса приватизации, выбранные методы основываются на механизмах свободного рынка, в особенности на рыночных вариантах программ массовой приватизации. В этих странах (Чешская Республика, Россия, Казахстан, Киргизия, Украина и т. д.) большая часть государственного имущества была передана частным владельцам очень быстро. Однако процесс становления рынка капиталов и формирования предпринимательских навыков в среде новых собственников будет гораздо более продолжительным и болезненным, чем в тех странах, где на первый план

выдвигаются обеспечение прозрачности и открытости процесса приватизации.

Аргументы за и против использования различных методов массовой приватизации с помощью акционирования представлены в таблице 6.

Рисунки и таблицы

Рисунок 1

Решения, используемые при продаже государственного имущества в программах массовой приватизации

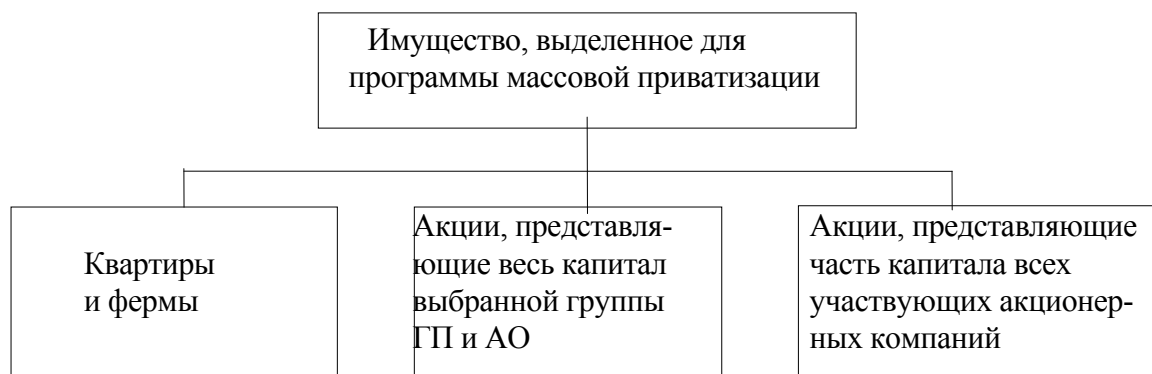


Рисунок 2

Виды приватизационных документов, используемые в программах массовой приватизации

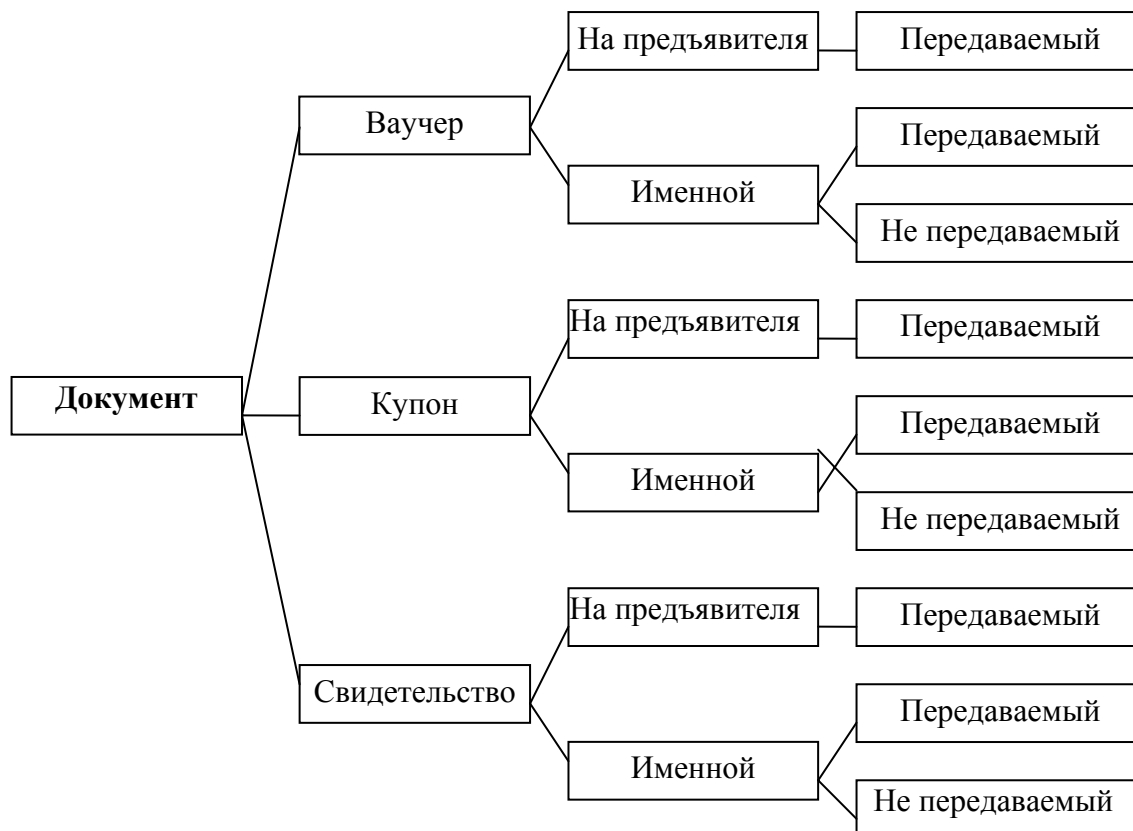


Рисунок 3

Механизмы распределения акций и формы распределения приватизационных документов в программах массовой приватизации

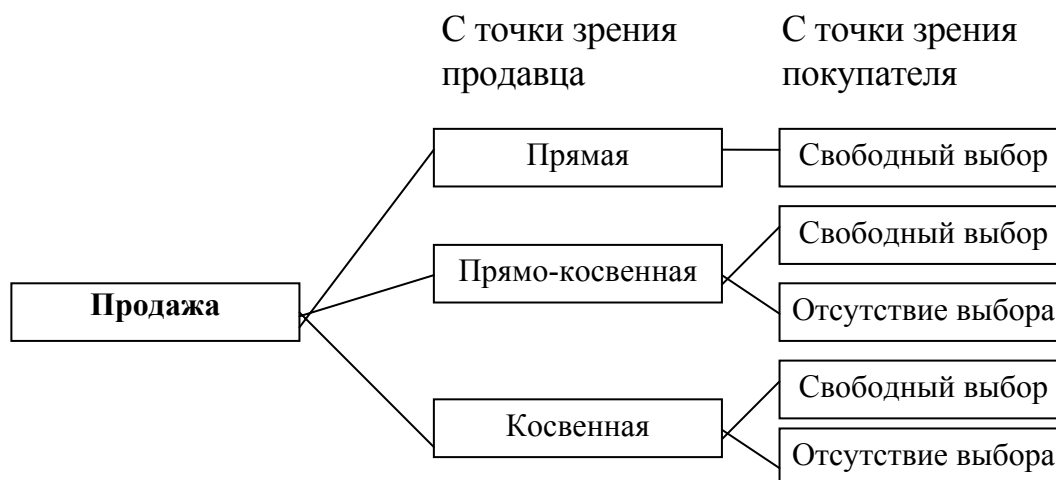


Таблица 1

Основные различия программ массовой приватизации в Чехии, Польше и России

	Чешская Республика	Польша	Россия
Цели	Системные и политические	Повышение эффективности и социальные	Политические и системные
Масштабы	Одна четверть государственного имущества	11% всего государственного имущества	Одна треть государственного имущества
Темпы проведения	Высокие, два этапа за один год	Низкие, десять лет. Число этапов неизвестно	Средние, первый этап за три года
Последовательность действий	ПСИ: предложение — спрос — инвестиционные фонды	ПИС: предложение — инвестиционные фонды — спрос	СИП: спрос — инвестиционные фонды — предложение
Степень риска	Высокая	Ограниченная	Высокая

Таблица 2

Сопоставление программ массовой приватизации в Чешской Республике, Польше и России (аспекты предложения)

	Чешская Республика	Польша	Россия
Размер ГП	Крупные и средние	Только крупные	Все предприятия свыше 80 чел.
% гос. имущества	25%	11%	35%
Выбор ГП для программы МП	ГП разрабатывают собственные планы приватизации. Необходимо согласие или одобрение со стороны министерства приватизации (снизу вверх)	Министерство приватизации готовит перечень фирм. Предложения одобряются директорами и советами рабочих коллективов (сверху вниз)	Решение директоров ГП и рабочих коллективов (снизу вверх)
Этапы продажи	Продажа в два этапа	Продажа в один этап	Продажа в один этап

Таблица 3

Сопоставление программ массовой приватизации в Чешской Республике, Польше и России (аспекты спроса)

	Чешская Республика	Польша	Россия
Право на участие	Каждый совершеннолетний гражданин, который приобрел купонную книжку	Каждый совершеннолетний гражданин, приобретший свидетельство на акции	Каждый гражданин (включая детей), который получил ваучер
Охват (в % от имеющих право)	8,5 млн. (56%)	27 млн. (69%)	156 млн. (100%)
Форма	Купонная книжка	Свидетельство на акции	Приватизационный чек (ваучер)
Стоимость	1000 очков	Без номинала	10000 рублей
Цена	1000 чешских крон за регистрацию + 35 крон за купонную книжку	Частичная плата за право собственности (20 злотых)	25 рублей

Таблица 4

Сопоставление программ массовой приватизации в Чешской Республике, Польше и России (механизмы обмена)

	Чешская Республика	Польша	Россия
Наименование фонда	Инвестиционный приватизационный фонд	Национальный инвестиционный фонд	Инвестиционный фонд
Функции фонда	Фонд открытого типа	Фонд закрытого типа, холдинговый и венчурный фонд	Фонд закрытого типа
Число фондов	429	20	Нет данных
Роль инвестиционных фондов	Важная. Сочетают функции взаимных фондов и агентств венчурного капитала	Ключевая. Сочетают функции агентств венчурного капитала с функциями холдингов и фондов открытого типа	Маргинальная. Только в качестве взаимных фондов
Система управления	Смешанная. Либеральное распределение купонов, контролируемое распределение акций	Административная. Контролируемое распределение свидетельств и акций	Либеральная. Свободное распределение ваучеров и акций.
Участие в фонде	Добровольное	Обязательное	Добровольное
Механизм распределения	Централизованно регулируемое распределение	Централизованно регулируемое мин-вом приватизации	Свободное, рыночное распределение
Метод распределения	Компьютерный итеративный механизм, балансирующий спрос и предложение	Механизм подбора. Каждый НИФ выбирает лучшую из оставшихся компаний	Свободный
Структурные ограничения в распределении	Либеральные. Зависят от плана приватизации. Не более 20% в одной компании, минимум 10 компаний	Высоко структурированное распределение между стратегическими (33%) и другими (27%) инвесторами	Высоко структурированное распределение. 35% может быть приобретено за ваучеры

Таблица 5

Характеристики, преимущества и недостатки свободно рыночной, смешанной и централизованно регулируемой моделей

Свободный рынок	Смешанная модель	Централизованно регулируемая модель
Аспект спроса		
Основным документом является ваучер как ценная бумага на предъявителя, стоимость которой выражена в национальной валюте. Ваучеры могут продаваться и передаваться из рук в руки.	Основным документом является купон, стоимость которого выражена в национальной валюте. Купон не может продаваться и передаваться из рук в руки.	Основным приватизационным документом является свидетельство о праве на акции. Свидетельство представляет собой именной документ, который не может быть продан или передан из рук в руки.
Аспект предложения		
Для продажи или обмена предназначена лишь часть акций всех средних и крупных предприятий (за исключением тех ГП, которые по стратегическим соображениям исключены из процесса приватизации)	Для продажи или обмена выделена лишь часть акций значительной доли средних и крупных предприятий (за исключением тех ГП, которые исключены из процесса приватизации).	Все акции ограниченного числа предприятий предназначены для продажи или обмена на свидетельства о праве на акции.
Аспект обмена		
Обмен через аукционы. Вариант прямого и свободного выбора	Обмен централизованно контролируется через аукционы, организованные государством или компьютерным механизмом распределения. Вариант прямого и свободного выбора	Централизованно контролируемый обмен. Косвенный обмен при отсутствии свободного выбора АО и инвестиционных фондов
Преимущества		
Высокая скорость передачи прав собственности. Новые собственники имеют возможность быстро начать деятельность по реструктуризации	Быстрая передача прав собственности. Новые собственники, инвестиционные фонды или частные лица, имеют возможность быстро начать деятельность по реструктуризации	Возможность проведения реструктуризации в ходе реприватизации. Низкие инвестиционные риски обусловлены сбалансированностью инвестиционных портфелей фондов
Недостатки		
Высокие инвестиционные риски из-за различного качества акций и отсутствия детальной информации о финансовом положении проданных АО. Распыление прав собственности ведет к отсутствию стратегических инвесторов	Высокие инвестиционные риски из-за различного качества акций и отсутствия детальной информации о финансовом положении проданных АО. Высокие издержки применения компьютерного механизма распределения	Длительность процесса приватизации. Опасность превращения национальных инвестиционных фондов в холдинги, контролируемые государством

Таблица 6
Методы «публичной» акционерной приватизации

Первичное публичное предложение акций	Массовая приватизация	Неэквивалентное распределение акций
Характеристики		
Продажа акций через первичное публичное предложение	Распределение акций между гражданами посредством обмена их на ваучеры, купоны или свидетельства	Распределение акций среди работников и руководящего персонала осуществляется бесплатно или за небольшую плату
Преимущества		
Высокое качество процесса приватизации. Возрастание ликвидности капитала. Возможность привлечения дополнительного капитала. Возможность создания рынка капитала.	Скорость распределения акций. Социальная справедливость программы: каждый гражданин имеет право стать совладельцем государственного имущества. Относительно невысокая стоимость процесса приватизации (отсутствие бизнес-оценки и проспектов выпуска акций).	Скорость процесса распределения. Невысокая стоимость процесса приватизации. Повышенная мотивация работников. Повышение идентификации работников с интересами корпорации
Недостатки		
Медленное протекание процесса приватизации. Высокие издержки подготовки предложений (проспекты выпуска акций, гарантии размещения ценных бумаг и т. д.). Слишком высокая распыленность акций среди держателей приводит к отсутствию стратегических инвесторов и к появлению «бесхозных» фирм	Низкая степень идентификации новых собственников с АО. Высокая распыленность акций среди акционеров ведет к отсутствию стратегических инвесторов и к появлению «бесхозных» фирм.	Слишком высокая распыленность акций среди акционеров ведет к отсутствию стратегических инвесторов и к появлению «бесхозных» фирм. Возможность слишком существенного влияния работников на управление фирмой. Это может привести (как в России) к переходу контроля над фирмой к старой коммунистической номенклатуре

Библиография

- Закон Киргизской Республики от 12 января 1994 *О разгосударствлении и приватизации государственной собственности в Киргизской Республике*, «Свободные горы», № 9 (242), 1 марта, 1994.
- Указ Президента Российской Федерации № 914 о введении в действие системы приватизационных чеков в Российской Федерации. Москва, Кремль, 14 августа, 1992.
- Указ (1992) Президента Российской Федерации об организации рынка ценных бумаг в процессе приватизации государственных и муниципальных предприятий (Проект) 31 августа.
- Błaszczyk, Barbara (1996), *Narodowe Fundusze Inwestycyjne. Znów w Tarapatkach*. „Gazeta Bankowa”, nr 10, marzec, s. 12.
- Boycko, M., A. Shleifer (1992), *The Voucher Program for Russia*. Draft. Moscow, June.
- Chubais, A. (1992), *The Main Issues of Privatization in Russia*. Draft. Moscow, June. *Financial Reform in Central Europe: Time to Take Stock*, «The Economist», 13-19 April, 1996.
- Gruszecki, T. *Co wynika z eksperymentu NFI*. „Rzeczpospolita”, 31 maja, 1996.
- Jermakowicz, W. (1992), *Privatization in Poland: Aims and Methods*. Centrum Prywatyzacji. Warsaw, May.
- Jermakowicz, W., J. Pańków (1995), *Prywatyzacja w Federacji Rosyjskiej*. Warszawa.
- Jermakowicz, W., J. Pańków, A.J. Abramow (1994), *Voucher Privatization in Russia*, Center for Social and Economic Research, “Studies and Analyses”, no. 21.
- Jermakowicz, W., J. Pańków (1994), *Privatization in the Kyrgyz Republic*. Center for Social and Economic Research. “Studies and Analyses”, no. 27.
- Kostrz-Kostecka, A. (1995), *Program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych. Vademecum*. Twiger-Rzeczpospolita, Warsaw.
- Law No. 92/1991 re: Conditions for the Transfer of the Property of the State to other Persons, Prague, February 26, 1991.
- Lange, O. (1973), *The Computer and the Market* in: Lange O., „Socjalizm”, PWE, Warszawa.
- Lieberman, I. W. (1992), *Mass Privatization in Eastern Europe and Russia*. World Bank-Fasid Program. Tokyo 30-April 14.
- Mejstrik, M., J. Burger (1992), *On the Brink: CSFR Privatization Readies for the Start of the First Round*. “Privatization Newsletter of Czechoslovakia”, No. 6, May.
- Mejstrik, M., J. Burger (1992), *Second and Third Rounds of Voucher Privatization End: 67% of All Shares Have Been Sold*. “Privatization Newsletter of Czechoslovakia”, No. 8, August-September.
- National Property Fund of the Czech Republic. Annual Report for 1991. Prague, 1992.
- Pokojska, M. (1996), *Ogon kręci psem*. „Życie Gospodarcze”, 18 August.

Privatization in Central and Eastern Europe 1995. Edited by Andreja Böhm, CEEP, Ljubljana, 1996

Program Powszechnej Prywatyzacji (1992), Departament Powszechnej Prywatyzacji MPW, Warsaw, June.

Russian privatization: An odd alliance. "The Economist", Vol 324, No. 7774, August 29, 1992.

Thieme, J., Trzyńście razy PPP. Powszechna prywatyzacja w innych krajach, „Rzeczpospolita”, No. 245, 20 October 1994.

Thieme, J., The Legal Structure of the National Investment Funds, (mimeo), 1995.

Ustawa z dnia 30 kwietnia 1993 r. o narodowych funduszach inwestycyjnych i ich prywatyzacji.

Voucher Privatization. Information Booklet. Ministry of Finance CSFR, Prague, 1991.