

## ЦЕНТРАЛИЗОВАННАЯ ДЕЦЕНТРАЛИЗАЦИЯ: КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В ПЕРЕХОДНЫЙ ПЕРИОД ГЕРМАНСКОЙ ЭКОНОМИКИ\*

Переход бывшей Германской Демократической Республики (Восточной Германии) к основанной на частной собственности экономике, сопровождавший ее интеграцию в политическую и экономическую систему бывшей Федеративной Республики Германии (Западной Германии), заметно отличался от опыта подобной трансформации других экономик. Поэтому большинство сравнительных исследований денежной, фискальной или торговой политики в условиях переходной экономики не охватывает Восточную Германию. Это верно и в отношении реформирования предприятий и становления корпоративного управления<sup>1</sup>, хотя неоднократно подчеркивалось, что при рассмотрении участвующих структур корпоративного управления «германская и японская модели могут предложить некоторые ключи к пониманию проблемы» (Грау и Хансон, 1993). Однако, хотя структуры корпоративного управления в условиях переходного периода в Восточной Германии значительно отличались от учававшихся западногерманских структур, они предлагают интересное понимание проблемы реформы предприятий. В данной главе описываются и анализируются эти переходные структуры управления.

Преобразование восточногерманского корпоративного сектора началось в условиях, которые во многих отношениях отличались от условий в остальных странах Во-

\* Я выражаю благодарность Кристиану Хоссбаху из Ведомства по опеке и Зигфриду Хорниху из издательства «Die Wirtschaft» за поддержку, а также Масахико Доки, Теодору Баумсу, Мартину Хеллвигу, Хидеаки Мияджиме, Герхарду Полю и Жерару Ролану за полезные замечания.

<sup>1</sup> См., напр.: Dittus, 1994; Gray and Hanson, 1993; Phelps, Fudman, Rarasznyski and Schleifer, 1993, или van Wijnbergen, 1993. Исключение здесь составляет работа Carlin and Mayer, 1992.

сточной Европы. Западная Германия была готова предоставить гигантские объемы как физического, так и человеческого капитала, а также набор устойчивых и высокосовершенствованных институтов и юридических норм. Более того, те корпоративные и финансовые структуры, которые должны были возникнуть в результате переходного процесса, были в некоторой степени predeterminedены существующими западногерманскими моделями. Тем не менее основополагающие проблемы перехода были теми же, с которыми сталкивались на всем его протяжении страны Восточной Европы и России: «Реформа предприятий, требующая установления элементарной исполнительской дисциплины, определение и изменение прав собственности и реформа управления» (Fischer and Gelb, 1991). Опыт большинства стран Восточной Европы, накопленный в ходе либерализации экономики, показал — наиболее ярко в России и Польше, — что эти проблемы особенно сложны для крупных акционерных обществ<sup>2</sup>, где группы инсайдеров, имеющих собственные интересы, и сами размеры фирм препятствовали эффективной передаче прав контроля и введению жестких бюджетных ограничений (Kogan, 1979)<sup>3</sup>. Для подобных крупных фирм проблема «контроля за инсайдерским контролем» (см. главу Доки) превратилась в важнейшую проблему процесса экономических преобразований.

Как будет детально проанализировано ниже, восточногерманский опыт трансформации экономики весьма отличен в данном отношении. После начального периода неопределенности и экспериментирования, сопровождавшегося также попытками «сброса» активов и «самоприватизации» со стороны фирм, была создана сильная централизованная государственная трастовая компания, которая вступила во владение всеми бывшими государственными фирмами и за четыре года реструктурировала и распродала их. Я покажу более подробно ниже, что с учетом огромных объемов ресурсов, доступных из Западной Германии, приватизация на своей ранней фазе шла относительно медленно и что после осуществления

<sup>2</sup> См., напр.: Berg, 1993; главу Литвака в данной книге и Boucko, Schleifer and Vishny, 1993. Интересный обзор эмпирических данных и некоторых современных теорий дан в работе Aghion and Carlin, 1994.

<sup>3</sup> Согласно Берту (1993), «Польша потеряла фирмы в «Бермудском треугольнике» директора, советов рабочих и профсоюзозов».

первоначальных инвестиций в организационную структуру контроль за корпорациями со стороны трастовой компании был сильным. Процесс экономических преобразований привел к возникновению такой корпоративной структуры, при которой почти все крупные фирмы были расчленены или ликвидированы, их высшие менеджеры сменины, а значительная часть их рабочей силы уволена. Инсайдерский контроль был в значительной степени демонтирован, и отраслевая структура претерпела кардинальные изменения. Процесс приватизации полностью изменил суть проблемы корпоративного контроля в результате фактического устранения всех крупных компаний, находящихся в независимом владении (см. раздел «Децентрализованная собственность: постприватизационный период»).

На макроэкономическом уровне этот переход сравним с действием механизма поглощения в теории «рынка корпоративного контроля», разработанной Манном (1965), Дженсенем и Рубаком (1983) и другими учеными. В центре внимания данной теории находится отдельная фирма. «В условиях, когда развал системы внутреннего контроля ведет к большим издержкам для акционеров от деятельности некомпетентных, ленивых или нечестных менеджеров, поглощения на рынке корпоративного контроля обеспечивают механизм для замены всей системы внутреннего контроля» (Jensen and Ruback, 1983, p. 44). В ходе этого процесса «захватчик» концентрирует владение акциями компании в одних руках путем выкупа их у мелких акционеров, осуществляет ее реструктуризацию, которая, как он предполагает, делает компанию прибыльной, и продает ее вновь с целью диверсификации своего риска. Хотя в некоторых отношениях данная аналогия и не подходит к обсуждаемому макроэкономическому процессу<sup>4</sup>, она точно отражает особенности последовательной централизации и децентрализации в ходе преобразования корпоративного сектора Восточной Германии.

<sup>4</sup> Более детально процесс описан в двух следующих разделах. Тем не менее несомненно верно, что развал экономической системы Восточной Германии к ноябрю 1989 г. привел к таким высоким издержкам для населения, что процесс ниспровержения системы был приведен в действие им самим (путем массовой эмиграции в сентябре—октябре и мирной революции в ноябре 1989 г.) и что потребовались огромные средства на восстановление народного хозяйства (по разным оценкам, до нескольких сотен миллиардов долларов в течение десятилетия).

На конкурентных рынках капитала рыночные условия, а также финансовые и управленческие возможности «захватчика» определяют, как долго он будет удерживать приобретенную компанию под своим контролем и какая реструктуризация будет принята. В условиях переходного периода государственная трастовая компания имеет другие стимулы. В частности, прибыльность не является единственным критерием, определяющим то, как доверительный собственник осуществляет контроль. Точно так же, как правительственные органы регулирования экономики могут быть «захвачены» фирмами, которые они призваны регулировать (см. Sigler, 1971; Laifont and Tigole, 1993), приватизационное ведомство, вероятно, может быть «захвачено» заинтересованными группами, которые оно должно держать под контролем.

Институциональное развитие в ходе процесса приватизации в Восточной Германии обнаруживает две в высшей степени комплиментарные особенности, которые, как я утверждаю, могут быть интерпретированы в качестве реакции на данную проблему. Во-первых, государственная трастовая компания была задумана как институт с фиксированным, ограниченным сроком жизни, так что ожидаемая рента от возможного долгосрочного стовора между этой организацией и представителями ее внешней среды была ограничена<sup>5</sup>. Во-вторых, приватизационному ведомству была предоставлена высокая степень независимости от правительства и парламента, ограничивающая давление со стороны заинтересованных общественных групп (в разделе «Внешний контроль за ТХА» в некоторых деталях описываются эти особенности и даются предварительные оценки).

Данная глава построена следующим образом. Второй раздел содержит краткий обзор эволюции корпоративного сектора Восточной Германии до 1989 г. В третьем разделе кратко представлено экономическое развитие ГДР после падения Берлинской стены. В четвертом разделе детально проанализированы проблемы корпоративного управления в процессе экономических преобразований. За ним следует раздел, содержащий описание

<sup>5</sup> Исторически первоначальный закон о создании данного института не устанавливал временных ограничений его существования; согласие по этому вопросу возникло в ходе последующего законодательского процесса. См. раздел «Внешний контроль за ТХА».

механизмов внешнего контроля за деятельностью приватизационного ведомства. В шестом разделе описаны структуры, возникающие в переходный период. В заключительном разделе предложены некоторые интерпретации и оценки применимости опыта Восточной Германии для других переходных экономик.

### Некоторые детерминанты экономической структуры до 1989 г.

Вскоре после создания четырех зон в оккупированной Германии в советской зоне в 1945 г. началась крупномасштабная национализация частной собственности. В 1947 г. в значительной степени была завершена земельная реформа, в ходе которой были национализированы все земельные владения площадью свыше 100 га. С 1946 г. все компании, владельцами которых были бывшие военные и нацистские преступники, и почти все крупные компании преобразовывались в «предприятия, находящиеся в народной собственности» (*volkseigene Betriebe, VEBs*). В результате возникла трехуровневая структура государственной собственности в промышленности: 1631 фирма с 580 тыс. работников перешла под контроль Немецкой экономической комиссии (контроль со стороны центрального правительства), 3064 фирмы с 220 тыс. работников перешли под контроль правительств земель, и 2064 более мелкие фирмы находились под контролем общин.

7 октября 1949 г. вступила в силу Конституция ГДР, в 1950 г. был принят первый пятилетний план, и в 1951 г. правящая социалистическая партия объявила построение социализма целью нового государства. Тем не менее в 1955 г. более 44% валового национального продукта ГДР было произведено мелкими и средними частными компаниями (ТНА, 1993а).

С 1966 г. централизованное планирование и центрация экономики были усилены посредством создания крупных конгломератов — *комбинатов*. Крупнейшие комбинаты непосредственно подчинялись одному из планирующих министерств, более мелкие обычно контролировались местными властями, в частности правительствами округов (см. рис. 8.1). В 1972 г. были национализированы остальные частные компании (приблизительно 11 тыс.), и в 1986 г. XI съезд партии объявил комбинаты

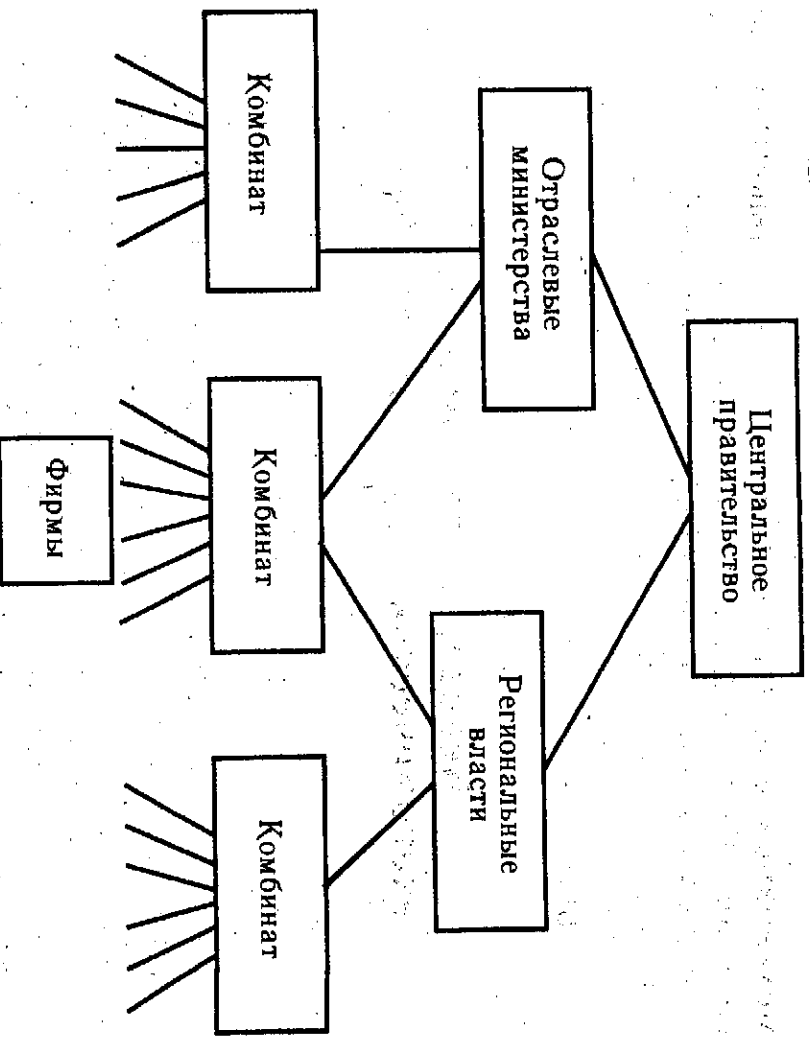


Рис. 8.1. Социалистическая модель управления

становым хребтом централизованно планируемой экономики.

Внутри комбинатов предприятия обычно были сгруппированы вокруг одной центральной компании, которая и осуществляла экономический и политический контроль и чьи высшие управленческие кадры контролировались партийными функционерами. Среди комбинатов наиболее важное значение имели 152 контролируемых из центра промышленных и строительных комбината. К 30 июня 1990 г. существовало примерно 2450 народных предприятий, на которых было занято в общей сложности около 2,7 млн человек; только 17 из этих комбинатов имели менее 5 тыс. занятых, а 48 из них — более 20 тыс.<sup>6</sup> На все 430 комбинатов приходилось 90 % общего числа занятых в промышленности и 72 % занятых в строительстве.

<sup>6</sup> Данные основаны на «*Statistical Register of Business of the GDR*» по состоянию на 30 июня 1990 г., составленном издательством «*Die Wirtschaft*» в 1993 г.; 2,7 млн человек составляли в то время примерно 30 % совокупной рабочей силы ГДР.

Хронологически возникновение комбинатов совпало с волной конгломератных слияний в западном мире, в частности в США, в конце 60-х гг. (ср., напр.: Scherer, 1988). Тем не менее, тогда как многие из данных конгломератов впоследствии распались, тенденции развития комбинатов в ГДР состояла в возрастании степени их интегрированности. Уровень вертикальной интеграции комбинатов был значительно выше, чем в западных компаниях. Например, в «IFA-Kombinat Pkw Karl-Marx-Stadt», ответственном за производство автомобилей, около 80 % их конечной стоимости создавалось внутри самого комбината, включая стоимость производственного оборудования и металла (von Schleinitz, 1993); соответствующая доля конечной стоимости для «Тоётъ» в конце 80-х гг. составляла 27 % (Womack, Jones and Roos, 1991, p. 155).

Для комбинатов также была характерна и чрезвычайная степень горизонтальной интеграции. Это происходило главным образом в результате политически мотивированных решений о слияниях, а также из-за намерений обеспечить автаркию комбинатов («экономика в экономике») и правительственных постановлений, предписывавших комбинатам предоставлять определенные услуги. Отражая чрезвычайную степень горизонтальной интеграции, большинство комбинатов были также чрезвычайно разбросаны географически<sup>7</sup>.

В то время как чрезвычайная интеграция была общим явлением в экономике всех стран Восточной Европы, акцент на вертикальную интеграцию особенно сильным был именно в ГДР. Сходным образом проблематичной была отраслевая структура, развившаяся в условиях централизованного планирования. Как документально подтверждено Зинном и Зинном (1993, p. 52—53), 9,9 % рабочей силы ГДР было занято в сельском хозяйстве (по сравнению с 4,2 % в ФРГ) и 34,1 % — в обрабатывающей промышленности (в ФРГ — 29,7 %). В торговле и сфере услуг было занято только 19 % рабочей силы Восточной Германии (по сравнению с 37,4 % в ФРГ).

<sup>7</sup> Например, «Kombinat Haushaltsgerate Karl-Marx-Stadt» состоял из 29 предприятий с 217 производствами в 118 округах страны (Nornich, 1993).

## Политическое и экономическое развитие после 1989 г.

9 ноября 1989 г. пала Берлинская стена, и 3 октября 1990 г. ГДР перестала существовать, присоединившись в составе новых пяти земель и Восточного Берлина к Федеративной Республике Германии<sup>8</sup>. За период менее 11 месяцев между этими двумя датами ГДР имела два правительства — реформистско-социалистическое, пытавшееся как можно в большей степени сохранить старый порядок путем его модификации, и — после 18 марта 1990 г. — свободно избранное консервативное правительство, которое подготовило почву для воссоединения Восточной и Западной Германии наиболее эффективным способом.

К январю 1990 г. большинству участников процесса принятия политических решений стало ясно, что необходимы радикальные меры для предотвращения краха экономики ГДР и что в этом процессе традиционная модель полной государственной собственности на средства производства не может быть больше использована. 1 марта правительство приняло «Указ о конверсии», требовавший, чтобы каждое предприятие было преобразовано в акционерное общество (Aktiengesellschaft (AG—AG) или в компанию с ограниченной ответственностью (GmbH — GmbH) в соответствии с западногерманским законодательством. Кроме того, было объявлено о создании государственного «трастового института» (Treuhandanstalt — Ведомства по опеке, далее ТХА), который должен был вступить во владение всеми бывшими государственными предприятиями.

Хотя реализация данного указа затруднялась многостью технических и организационных проблем, он вызвал волну спонтанных реорганизаций корпораций. К концу июня 3605 бывших народных предприятий акционировались, а более 200 комбинатов было распущено (von Gusionski, 1993). Острая необходимость избавиться от старых комбинатов порой дополнялась стратегиями создания совместных структур, подкрепленными надеж-

<sup>8</sup> Отличный анализ экономического и политического развития с 1989 по 1992 г. и его проблем был проведен в работе Sinn and Sinn, 1993. Хрестоматийным исследованием большинства юридических, экономических и институциональных аспектов деятельности ТХА считается работа Fischer, Nah and Schneider, 1993.



дой получить выгоду от экономии на масштабе производства или укрепить свои позиции на переговорах с потенциальными инвесторами либо правительством.

Параллельно этому шквалу реорганизаций закон от 7 марта, касавшийся реприватизации компаний, национализированных в 1972 г., положил начало и первой волне реприватизации. К концу сентября почти 3 тыс. мелких и средних компаний были возвращены их прежним владельцам (ТНА, 1993с).

После выборов 18 марта движение к рыночной экономике и, в конечном счете, к экономическому восстановлению с Западной Германией стало необратимым. 17 июня правительство издало «Закон об опеке», постановивший, что каждое еще не акционированное народное предприятие должно быть акционировано до 1 июля. Что более важно, Ведомству по опеке была открыто поставлена задача приватизации народной собственности. Главной целью закона было «сократить путем приватизации предпринимательскую деятельность государства столь быстро и столь полно, сколь возможно»<sup>9</sup>. ТХА должно было быть инкорпорировано как государственственный институт, согласно западногерманскому законодательству, и задумывалось как децентрализованное образование, как холдинговая компания с несколькими независимыми филиалами.

1 июля вступил в силу Договор о валютном и социально-экономическом союзе между двумя частями Германии. По условиям договора ГДР перенимала большинство экономических и социальных законов Западной Германии, а заодно принимала западногерманскую (далее — немецкую. — *Прим. ред.*) марку в качестве своей денежной единицы. За исключением ограниченных разменов личных состояний, курс обмена между восточногерманской и немецкой марками был установлен в раз-мере 2:1. Поскольку этот курс был также применен к корпоративным балансам, восточногерманские фирмы внезапно обнаружили, что имеют задолженность в раз-мере примерно 130 млрд немецких марок<sup>10</sup>. Только за

<sup>9</sup> Gesetzblatt der DDR I, S. 300.

<sup>10</sup> Sinn and Sinn (1993, p. 276) сообщают об общей задолженности фирм ГДР центральному банку в 1989 г. в размере 260,4 млрд восточногерманских марок. Начальный баланс ТХА (ТНА, 1992, p. 17), по состоянию на 1 июля 1990 г., показывает совокупные обязательства фирм ТХА перед кредитными институтами в размере 104 млрд немецких марок.

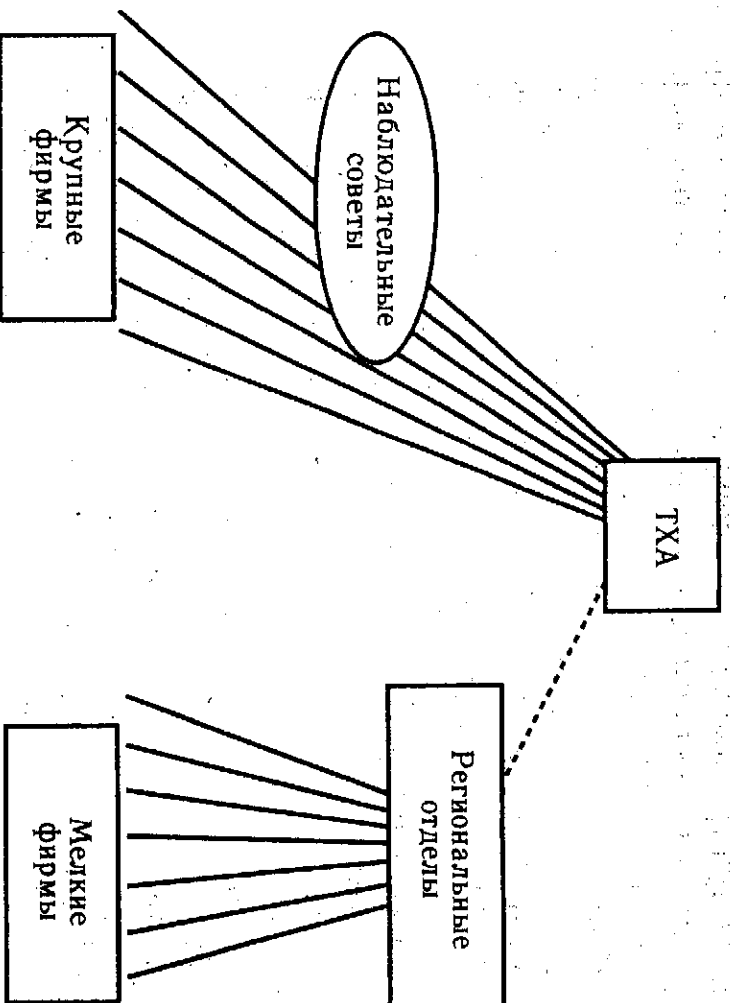


Рис. 8.2. Схема опекунского управления

июль — сентябрь ТХА гарантировало кредиты западных банков в размере 25,4 млрд немецких марок для обеспечения необходимых оборотных средств с целью предотвращения немедленного банкротства восточногерманских фирм.

По состоянию на 1 июля ТХА владело примерно 8500 фирмами с общим числом занятых 4,1 млн человек<sup>11</sup>. Начиная с сентября новый президент ТХА, Д.Роведер (бывший главный исполнительный директор «Хеш АГ» (Hoesch AG), Дортмунд), решительно осуществлял преобразование ТХА в крупную организацию с иерархической централизованной структурой и четко определенными децентрализованными полномочиями. При новой структуре непосредственно под надзором берлинского центра находились все фирмы с числом занятых более 1500 человек, а 15 региональных отделений должны были контролировать остальные фирмы

<sup>11</sup> Некоторые авторы оценивают первоначальное число фирм в собственности ТХА в 8 тыс. Приведенные здесь данные заимствованы у ТХА (ТНА, 1993а). Для того чтобы оценить показатели занятости в общеэкономическом контексте, отметим, что общее число занятых в экономике Восточной Германии в третьем квартале 1990 г. составляло 8,8 млн человек (Statistisches Bundesamt, 1991).

(см. рис. 8.2). День спустя после воссоединения Германии, 3 октября, все 15 глав региональных отделений были заменены на своих постах западногерманскими менеджерами, а в следующие дни были отправлены в отставку восточногерманские менеджеры из наблюдательного совета ТХА.

Ужесточение контроля позволило ТХА эффективно противодействовать ранним попыткам «сброса» активов и самоприватизации, которые так досаждали переходному процессу во многих других восточноевропейских странах (см., напр.: Phelps et al., 1993) и начали приниматься в Восточной Германии в 1990 г.<sup>12</sup>

В качестве основы будущих действий ТХА предложило своим фирмам предоставить начальные балансы (*Eroffnungsbilanzen*) к 30 октября 1990 г. — крайний срок, который вскоре был продлен до 30 июня 1991 г. и до 31 января 1992 г. для конгломератов. Начальные балансы должны были сопровождаться корпоративной стратегией на ближайшие три года и оценивались менеджерами ТХА (величина баланса до 10 млн марок ФРГ) и «управляющим комитетом» (*Leitungsausschuss*), *срвной численностью до 80 вышших западногерманских менеджеров, одобренной Министерством финансов* (см. ТНА, 1993а, р. 22). *Данная оценка определяла, какие фирмы должны быть ликвидированы, если для них нельзя найти покупателей*, и *какие могли быть эффективно реструктурированы*<sup>13</sup>. В ходе последующего процесса расчленения комбинатов ТХА были переданы широкое полномочия так называемым «Законом о разделе» (*Spaltungsgesetz*) от 4 мая 1991 г., законом, который способствовал разделению компаний ТХА на годные для продажи единицы. Консолидация структуры ТХА и подготовка начальных балансов, как оказалось, потребовала больших затрат времени. К 31 марта 1991 г. ТХА продало или сократило свои участия до минимальных долей в 1378 фирмах, что составляло примерно 15 % его совокупного акционерного капитала в то время. К маю 1991 г. только

<sup>12</sup> Наиболее известным примером является попытка самоприватизации бывшей государственной монополии, группы отелей «Интеротель». Этот случай сыграл важную роль в отставке первого президента ТХА. Другие примеры см. в сборнике кейсов, выпущенном издательством «Die Wirtschaft» в 1993 г.

<sup>13</sup> В сентябре 1991 г. предварительный анализ имеющихся оценок показал, что жизнеспособны примерно 70 % фирм ТХА (*Treuhand Informationen*, 1991).

6% всех балансов прошли оценку (Sinn and Sinn, 1993). Продажи на этой ранней фазе часто затруднялись организационными проблемами со стороны ТХА и вызывались ожиданиями потенциально выгодных сделок со стороны покупателей. Данная ранняя стадия приватизации несомненно рассматривалась как рынок покупателя<sup>14</sup>. ТХА закончило подготовку своего начального баланса, который оценил чистую величину его корпоративных владений на 1 июля 1990 г. в 179 млрд немецких марок, только 29 сентября 1992 г.<sup>15</sup>

К этому времени экономика Восточной Германии находилась в состоянии депрессии, которая «не имела аналогов в современной экономической истории» (Sinn and Sinn, 1993, p. 35). За период с начала 1990 г. до конца 1991 г. валовой внутренний продукт (ВВП) упал на 35%<sup>16</sup>. Занятость сократилась в сходных драматических масштабах. В период между концом первого полугодия 1990 г. и началом второго полугодия 1993 г., когда переходная депрессия, казалось, достигла своей нижней точки, общее число занятых в Восточной Германии сократилось почти с 9,3 млн до 6,3 млн человек<sup>17</sup>.

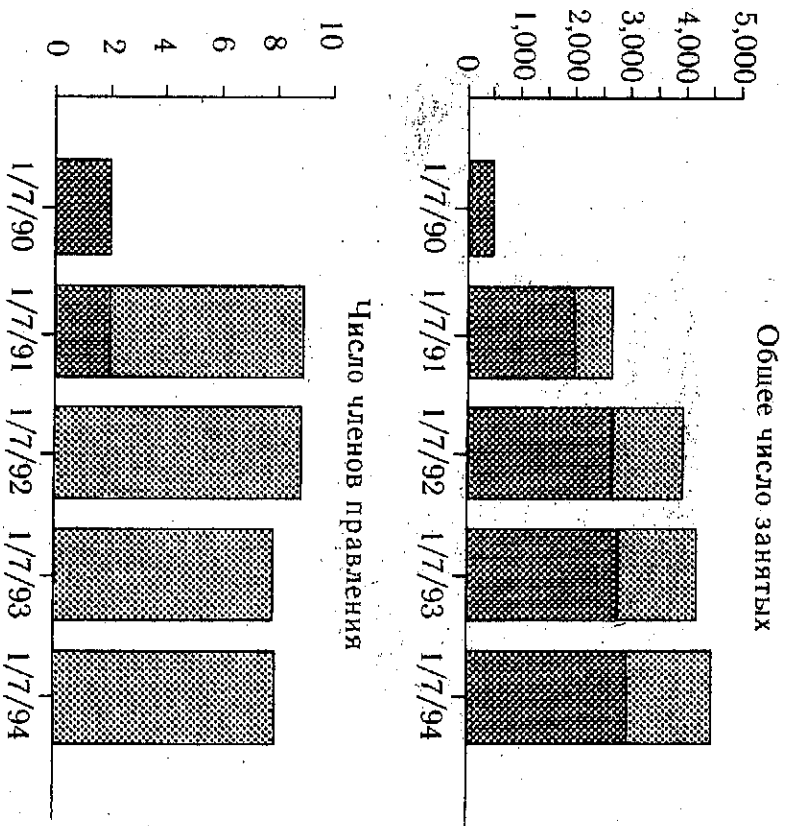
К началу лета 1991 г. ТХА в значительной степени консолидировало свою структуру. За период с июня 1990 г. по июнь 1991 г. ведомство увеличило число своих сотрудников более чем на 500% (см. рис. 8.3) — цифра, которая даже не учитывала замену восточных немцев западными, создало 455 наблюдательных советов в наи-

<sup>14</sup> «Хорошо информированные покупатели, заинтересованные в конкретных подразделениях комбината... могли купить их на благоприятных условиях в течение данного периода» (Miller, 1993). Описание положения восточногерманских фирм и трудностей, с которыми сталкивались будущие инвесторы, см. также в работе Albach, 1992.

<sup>15</sup> Карлин и Майер (1992) справедливо акцентировали внимание на том, что большая часть этой задолженности совершенно не связана с задачами ТХА по реструктуризации и приватизации — в частности, крупные финансовые обязательства и обязательства по возмещению ущерба окружающей среде были просто навязаны ТХА.

<sup>16</sup> Оценка ВВП ГДР сталкивается с хорошо известными трудностями использования статистических данных стран Восточного блока. Приведенные здесь данные представляют собой оценку авторов работы Sinn and Sinn, 1993.

<sup>17</sup> Формально число безработных в Восточной Германии во второй половине 1993 г. составляло 1,2 млн человек. Разница объясняется тем, что 0,6 млн человек было охвачено государственными программами занятости и переквалификации, 0,8 млн человек были досрочно отпущены на пенсию и 0,35 млн человек были заняты как «материнские работницы» в Западной Германии (Statistisches Bundesamt, 1994).



Число членов правления

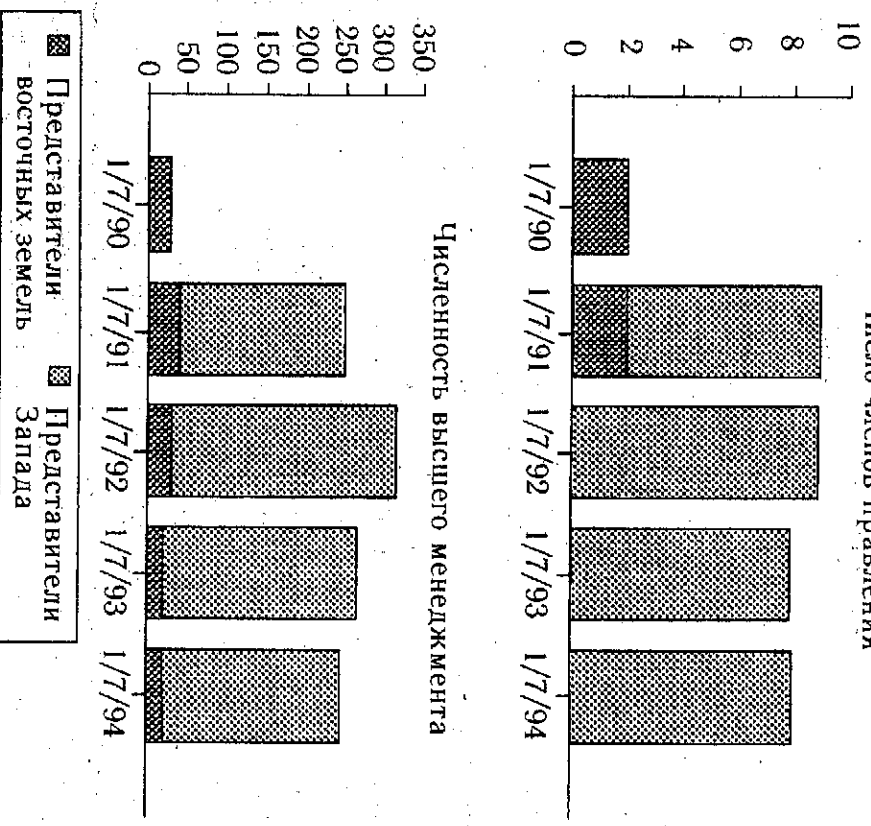


Рис. 8.3. Число занятых в Ведомстве по опеке

*Примечание.* Восточные земли: пять новых федеральных земель плюс Восточный Берлин. Запад: старые федеральные земли и зарубежные страны.

*Источник:* Treuhandaanstalt; Muller, 1993; расчеты автора.

более крупных своих фирмах и завершило значительную часть так называемой «малой приватизации», т. е. продажи предприятий розничной торговли, аптек и т. п. Структура и деятельность ТХА будут проанализированы более детально в последующих двух разделах главы.

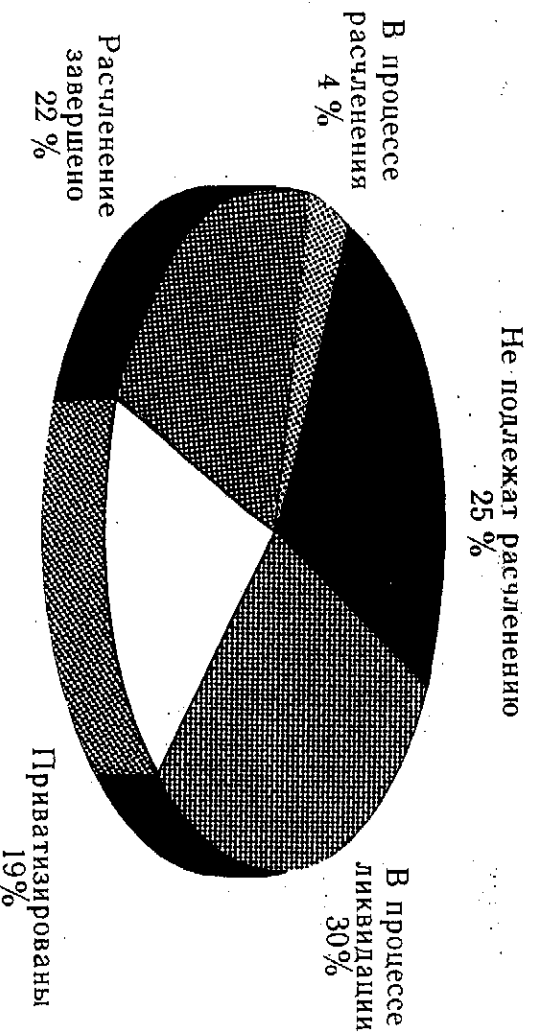


Рис. 8.4. Расчленение 232 комбинатов, находившихся под опекой, по состоянию на март 1993 г.

Источник: Treuhandanstalt, 1993b.

К марту 1993 г. почти все из 232 комбинатов, которыми ТХА владело в июле 1990 г., были разделены на более мелкие единицы, 44 из них были приватизированы и 72 ликвидированы (см. рис. 8.4). К 31 марта 1994 г. ТХА продало или возвратило первоначальным владельцам 8620 компаний и 7182 части компаний, ликвидировало или имело в процессе ликвидации 3276 компаний и продолжало владеть еще 788 компаниями. К концу 1994 г. ТХА должно было прекратить существование в своей современной форме. По оценкам, примерно 100 из его фирм к этому времени не могли быть проданы или ликвидированы. Слишком крупные, чтобы быть ликвидированными, они, как ожидалось, останутся в государственной собственности, в составе холдинговой компании с ограниченной ответственностью, которая на 100 % будет находиться в собственности Министерства финансов. Основная масса административных функций ТХА (контроль за выполнении условий контрактов, реприватизация и т. д.) будет продолжаться вплоть до конца 1996 г. федеральным ведомством под руководством Министерства финансов. Конечный баланс ТХА, включающий резервы для покрытия будущих финансовых обязательств и выплату экологических сборов, ожидался с дефицитом в размере 275 млрд немецких марок<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Эти данные включают резервы на покрытие будущих обязательств, например 20 млрд немецких марок на приведение в порядок (очистку) и ремонт ядерных объектов и угольных шахт.

## Централизованная собственность: Ведомство по опеке

Когда закон о ТХА поручил ему сократить «предприимательскую деятельность государства столь быстро и столь полно, сколь возможно», ТХА имело примерно 440 сотрудников, наскоро созданную, главным образом региональную структуру, не имело своего наблюдательного совета и имело небольшое правление, укомплектованное в основном государственными чиновниками. Двумя неделями позже наблюдательный совет и правление были полностью сменены.<sup>19</sup>

Главные цели ТХА определил Закон об опеке. Двумя наиболее важными «горячими» стратегическими проблемами ТХА являлись новое определение его организационной формы и приоритеты в создании его новой структуры. В отношении обоих вопросов менеджмент, поглощенный множеством текущих проблем, казалось, проявлял нерешительность. После пяти недель пребывания у власти новый президент вынужден был оставить свое место и был заменен председателем наблюдательного совета — Д. Роведером, создавшим впоследствии структуру, которая отчасти реализовывала, а отчасти противоречила первоначальной структуре, предписанной законом.

Закон о ТХА предписывал создание децентрализованной структуры с несколькими субхолдингами, объединяющими старые отраслевые министерства и далее региональные отделения, все под контролем слабого центра. Через несколько дней после вступления в должность Д. Роведер заявил, что хотел бы отбросить концепцию субхолдингов ради организационной формы, характеризирующейся большей степенью концентрации. Хотя это формально нарушало закон<sup>20</sup>, динамика институционального развития доказала, что на ранней фазе перехода имелась возможность выбора стратегии по собственному усмотрению.

Вторым важным решением на ранней фазе существ-

<sup>19</sup> Отличный анализ эволюции структуры ТХА см. в работе Seibel, 1993.

<sup>20</sup> Закон о ТХА устанавливал: «ТХА реализует свои задачи в децентрализованной организационной структуре через субхолдинги по опеке» (Gesetzblatt der DDR I, S. 300). Когда Роведера спросили о юридическом подтексте его концепции, он ответил: «Где нет иска, там нет и судьи» (Handelsblatt, August 27, 1990).

вования ТХА было решение сделать акцент на развитии его внутренней организации. С одной стороны, это нашло свое отражение в гигантском росте числа занятых в центральном аппарате ТХА (которое в течение одного года увеличилось со 123 до 1564 человек) и в увеличении числа всех уровней высшего менеджмента (с 24 человек в июле 1990 г. до 250 человек в июле 1991 г. — см. рис. 8.3). В отличие от политики, проводимой по отношению к своим фирмам, где ТХА использовало местные управленческие ресурсы настолько активно, насколько это было возможно<sup>21</sup>, доля представителей Запада среди менеджеров высшего звена в ТХА выросла за период с июля 1990 г. по июль 1991 г. с 0 до 91% (см. рис. 8.3), примерно три четверти которых пришли из частного сектора западногерманской экономики<sup>22</sup>. Следовательно, существенная часть имеющихся в распоряжении человеческих ресурсов была направлена скорее в само ТХА, чем в его фирмы.

С другой стороны, по крайней мере не менее важными для создания структуры были значительные объемы времени и ресурсов, затраченные на поиски наиболее пригодной организационной формы центрального аппарата ТХА. Хотя центр первоначально после решения отказаться от планов децентрализованной организации экспериментировал со строго унитарной организационной структурой (см. Williamson, 1975), спустя несколько месяцев он выбрал более секторальную структуру, напоминавшую структуру секторов бывших отраслевых министерств<sup>23</sup>.

В принципе решение о мощных инвестициях в развитие центрального аппарата ТХА было спорным, так как Закон об опеке четко показывал, что приватизация должна проводиться так быстро, как это возможно. Тем не менее, поскольку закон устанавливал несколько потенциально конфликтующих между собой целей, данный выбор приоритетов был несомненно оправданным (обсуждение правовых аспектов проблемы см. в Nottmehoff, 1991). Относительно медленный старт процесса приватизации, однако, породил другую проблему. ТХА попало под растущее общественное давление с целью заставить

<sup>21</sup> Доля представителей Запада в правлениях фирм ТХА выросла приблизительно с 4 до 8% за период с июля 1990 г. по июль 1991 г. (Duck, 1992). См. ниже.

<sup>22</sup> Цифры основаны на предварительной оценке данных опросников, приведенной в работе Szada, 1993.

<sup>23</sup> См. Seibel, 1993, для более детального анализа.



его участвовать в проведении «региональной структурной политики» весной 1991 г., когда экономика Восточной Германии начала испытывать состояние коллапса, а подавляющая часть бывших государственных фирм все еще находилась под контролем ТХА. В самом деле, в марте 1991 г. в ходе консультаций по поводу экономического кризиса между федеральным правительством, главами новых восточногерманских земель и ТХА последнее подтвердило свои обязательства по сотрудничеству в сфере подобной политики<sup>24</sup>. Трудно делать предположения о возможной политике ТХА в отсутствие данного соглашения. Однако разделение ролей между правительством и ТХА было так хорошо определено весной 1991 г. и приватизация развивалась начиная с весны столь энергично, что маловероятно, что данное соглашение вызвало более чем незначительные изменения стратегии ТХА.

Выбор ТХА своей организационной стратегии совершенно четко отражен во временных рядах продаж компаний, показанных на рис. 8.5. В первый же год своего существования, когда акцент делался на развитие внутренней структуры, ТХА продало менее 20% своих фирм. В течение последующих 18 месяцев, используя возросший опыт в области маркетинга, обработки информации и международных отношений, оно распродало еще 38% своих фирм относительно равными, быстрыми темпами. В течение следующего года, к началу которого большинство очевидно перспективных компаний было уже продано, ТХА все же продало еще 6,5% фирм и в течение последнего года своего существования, по оценкам, — еще 4%<sup>25</sup>. Итоговый график имеет форму слабо выраженной буквы S: относительно небольшие объемы продаж первоначально, относительно крупные, устойчивые объемы продаж в среднем периоде и, наконец, снижение объемов продаж в ходе длительного заключительного периода.

Чтобы представить данный график в общеэкономическом контексте, рассмотрим выбор в пользу гипотетической, альтернативной политики «быстрой» приватиза-

<sup>24</sup> «Принципы совместных действий федерального правительства, новых федеральных земель и ТХА по восстановлению экономики Восточной Германии» (Vindestregierung, 1991).

<sup>25</sup> Эти процентные данные имеют отношение к числу проданных предприятий. Хотя «рыночную стоимость предприятий» для Восточной Германии определить трудно, число сделок, вероятно, представляет собой более точную оценку деятельности ТХА, чем их стоимость.

ции, при которой ТХА было бы более мелким и менее активным<sup>26</sup>. Предположим, что ТХА скорее предпочло продавать свои фирмы через аукционы, чем подгадаться на продолжительные двусторонние переговоры<sup>27</sup>, нарушило ограничения на размеры и динамику массовой приватизации по направлению, предложенным Зинном и Зинном (1993) и Болтоном и Роланом (1992), полностью оставило реструктуризацию своих фирм их покупателям и формировало свою организационную структуру с меньшей приоритетностью и в меньших масштабах в ходе процесса приватизации<sup>28</sup>.

Подобный подход, по всем ожиданиям, привел бы к намного более интенсивной на первой фазе динамике продаж. Наиболее прибыльные покупки и наиболее выгодные сделки между покупателями и продавцами были бы осуществлены быстро, что привело бы к большим первоначальным объемам продаж. Этот эффект был бы подкреплен отсутствием опыта и внутреннего контроля в самом приватизационном ведомстве<sup>29</sup>. В то же время исчерпание очевидно выгодных сделок и неопределенность в отношении остаточного портфеля фирм привели бы к более низким объемам продаж на более поздних фазах процесса приватизации, возможно с более высокой общей долей ликвидации фирм в конце.

Выглядела ли подобная стратегия самой лучшей — это вопрос, выходящий за рамки данной главы<sup>30</sup>. Тезис, который необходимо здесь отметить, состоит в том, что фак-

<sup>26</sup> Некоторые наблюдатели находят, что ТХА выполнило большинство своих задач «в удивительно короткие сроки — за четыре года» («*The Economist*», April 30, 1994). Это не может оспариваться. Вопрос состоит в том, могли ли данные обозреватели удивиться еще больше, учитывая поразительные объемы имевшихся в распоряжении ТХА финансовых средств.

<sup>27</sup> Обсуждение возможных последствий подобной политики для зажитости см.: Akerlof, Rose, Yellen and Nesselius, 1991 (section 5).

<sup>28</sup> Такая политика была бы более близка к чешской и предпринятой вначале польской политике массовой приватизации (Berg, 1993; Carlin and Mayer, 1992). Аукционы, в частности, были использованы ТХА только дважды и только для специфической группы фирм.

<sup>29</sup> Даже при реально проводившейся ТХА политике эти эффекты совершенно явно имели место в период между июлем 1990 г. и летом 1991 г. (см. краткие замечания об этом в разделе «Политическое и экономическое развитие после 1989 г.»). Некоторые из критических оценок деятельности ТХА, такие, как в работе Кампре, 1993, акцентируют внимание на подобных случаях.

<sup>30</sup> О проблеме оптимальной скорости реструктуризации см. работу Aghion and Carlin, 1994.

тическая стратегия ТХА построения сильного центра с правом вести переговоры была только одной из возможных стратегий и что другие стратегии привели бы к другим моделям приватизации<sup>31</sup>. Вопрос о том, не распродавало ли ТХА свои фирмы слишком медленно, не стоял на переломе плане дискуссий в немецком обществе. Более часто звучала жалоба на то, что ТХА реструктурировало слишком мало и приватизировало слишком быстро<sup>32</sup>.

По всем оценкам, ТХА было полностью работоспособно уже к началу лета 1991 г. Оставшаяся часть данного раздела будет посвящена более детальному рассмотрению структуры управления итоговой организацией, получившейся в результате структурных преобразований. Вопрос о механизме внешнего контроля за деятельностью ТХА будет рассмотрен в следующем разделе главы.

Организационные изменения, инициированные президентом ТХА в августе 1990 г., повлекли за собой усиление центрального контроля, дополненное хорошо определенным элементом региональной децентрализации. Возникшая в результате этого иерархия имела чрезвычайно мало уровней (см. рис. 8.2). Фирмы Ведомства по опеке с более чем 1500 занятых (по состоянию на 1 января 1991 г.) подчинялись непосредственно центру, а большинство фирм с менее чем 1500 занятых управлялись региональными отделениями ТХА<sup>33</sup>. Региональные отделения обладали высокой степенью автаркии, неся полную финансовую ответственность за все решения по операциям на сумму до 30 млн немецких марок. При данной двухуровневой структуре полный контроль над каждой фирмой обычно находился в руках центра или регионального отделения. В дополнение к данной структуре центр формировал так называемые рабочие группы из

<sup>31</sup> Одна из характерных черт процесса приватизации в Германии тем не менее говорит, что выбранная ТХА стратегия была самой лучшей на практике. Закон о собственности от 23 сентября 1990 г. провозгласил общий приоритет реституции над выплатой компенсаций для большинства бывших владельцев восточногерманских компаний. На практике это привело к значительно замедлению процесса приватизации, а это затруднило бы реализацию любого возможного варианта политики приватизации (см. Bundeswirtschaftsministerium, 1991; Sinn and Sinn, 1993).

<sup>32</sup> Ввиду бедственной ситуации с занятостью в Восточной Германии это предсказуемая реакция общества. Более систематизированный обзор дискуссии см. в работе Nolte, 1993.

<sup>33</sup> Из общего числа фирм ТХА — 10 344 на 1 июля 1991 г. — центр контролировал 36 %, региональные отделения — 64 %.

приглашенных со стороны консультантов для обеспечения региональных отделений знаниями и процедурами ноу-хау, а также содействия обратным потокам информации из регионов в центр<sup>34</sup>.

Основные вопросы, касающиеся выживания и реорганизации фирм, находящихся под контролем центра, решались непосредственно управлением ТХА, а текущие вопросы находились в ведении «отраслевого директора» (*Branchedirektorat*), несущего ответственность за соответствующую фирму. По состоянию на август 1991 г. существовало 20 таких директоров, созданных в соответствии с нормами стандартной отраслевой классификации, причем от трех до пяти директоров подчинялось одному члену правления. В качестве дополнительного уровня контроля ниже центра в более крупных фирмах были созданы наблюдательные советы, которые обычно группировались вокруг высшего западногерманского менеджера, иногда уже вышедшего на пенсию. Более того, по контрасту с западногерманской практикой наблюдательные советы фирм, находящихся в собственности ТХА, часто активно вовлекались в процесс реструктуризации, привнося свои ноу-хау в области финансов, управленческий опыт и контакты. Следовательно, контрольная функция наблюдательных советов фирм ТХА была заменена и, в определенной степени, ограничена их консультативной функцией.

Как само ТХА, так и исследователи экономических и политических вопросов его деятельности неоднократно обращали внимание на то, что ТХА никогда не имело ни цели, ни ресурсов реструктурировать свои фирмы и управлять их операциями<sup>35</sup>. Ясно тем не менее, что по причине сложности процесса динамичной адаптации фирм и размеров своей собственности соображения эффективности заставляют любую организацию размера ТХА ограничить оперативную деятельность центра и делегировать власть вниз по иерархии<sup>36</sup>. Более интересный

<sup>34</sup> На практике эти информационные потоки были менее чем гладкими из-за проблем агентских отношений во взаимодействиях между рабочими группами и региональными отделениями.

<sup>35</sup> Многие экономические наблюдатели, свободные от политического давления, идут даже дальше. Например, Фишер, Хакс и Шнайдер (1993, p. 5) утверждают, что «эффективная реорганизация и спасение тысяч компаний не могут быть начаты бюрократической организацией, такой, как ТХА».

<sup>36</sup> Подробное обсуждение принципов организации см. в работе Milgrom and Roberts, 1992, а анализ различных путей реализации власти — Aghion and Tirole, 1994.

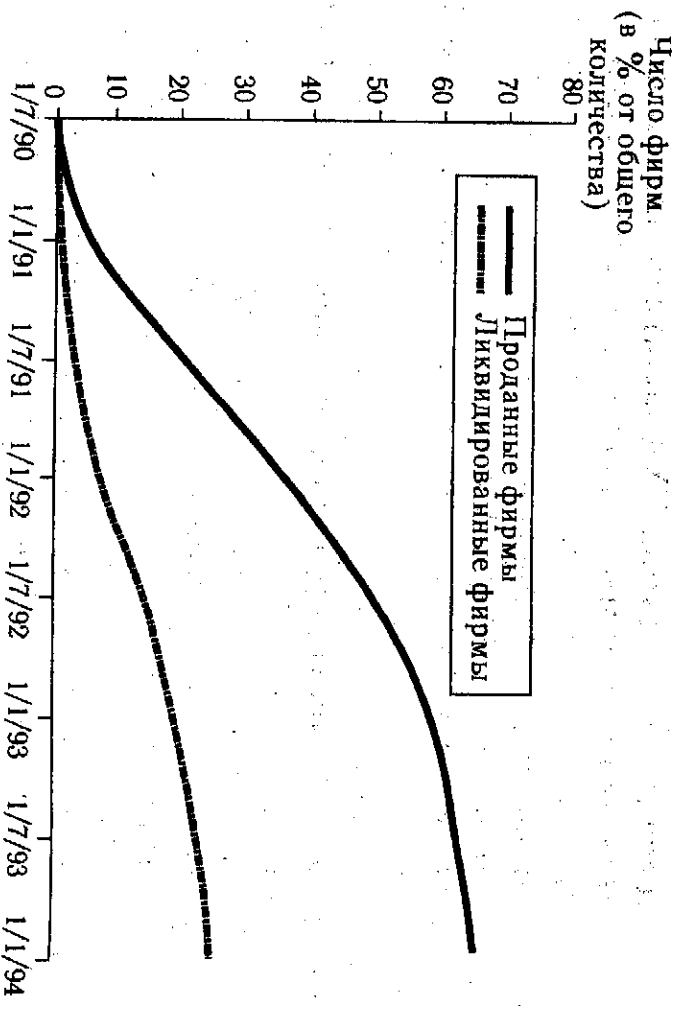


Рис. 8.5. Динамика продаж и ликвидаций фирм, находящихся в собственности ТХА

*Примечание.* «Проданные фирмы» — фирмы, полностью или в основном приватизированные либо переданные местным властям; «Ликвидированные фирмы» — фирмы ликвидированы или находятся в процессе ликвидации.

*Источник:* Treuhandanstalt; расчеты автора.

вопрос состоит в том, в какой степени его структура управления была иерархической и централизованной при наличии ограничений деятельности ТХА и его политической задаче.

В этом отношении главным критерием оценки структуры управления ТХА является степень, в которой ключевые решения принимаются центром, и то, как им контролируется планирование, осуществляемое на более низких уровнях иерархии. Здесь я буду использовать четыре критерия для оценки данной структуры: масштабы ликвидаций компаний, контроль за корпоративным планированием, расчленение компаний и текущая управленческих кадров. В соответствии с данными критериями и при данной социально-экономической внешней среде управление ведомством крупными фирмами<sup>37</sup> необходимо рассматривать как строго централизованное.

<sup>37</sup> Вспомните описанное выше разделение ответственности между центром и региональными отделениями.

В условиях проводимой ТХА политики наиболее важное для каждой фирмы решение — о ликвидации или продолжении существования — оставалось за центром и регулярно пересматривалось. Рис. 8.5 показывает динамику ликвидаций фирм ТХА по 1 января 1994 г. включительно. К лету 1994 г. четверть всех фирм ТХА была ликвидирована или же находилась в процессе ликвидации. По сравнению со всеми другими переходными экономиками это экстраординарно большие масштабы ликвидаций.

Так как центр оценил в конце 1991 г. менее 10 % своих фирм как жизнеспособные и без значительной реструктуризации<sup>38</sup>, решение о продлении существования обычно подразумевало решение о реструктуризации. Общая позиция ТХА по отношению к реструктуризации фирм была сформулирована вице-президентом ТХА следующим образом: «Мы дадим фирмам достаточно времени, которое установим индивидуально для каждой из них. Фирмы, которые не могут быть с уверенностью приватизированы в обозримом будущем, направляются под интенсивным наблюдением... и контролируются ТХА имевли регулярные контакты со всеми фирмами, проходящими реструктуризацию, контролировали их квартальные отчеты и оценивали их бизнес-планы<sup>40</sup>. Хотя многое из оперативной части реструктуризации делегировалось внешним консультантам, общее централизованное планирование и угроза выборочного вмешательства накладывали серьезные ограничения на деятельность фирм ТХА<sup>41</sup>.

Дополняя контроль центра над деятельностью фирм

<sup>38</sup> По состоянию на 31 декабря 1991 г. оценка начальных балансов 1536 контролируемых фирм обнаружила, что 9 % из них жизнеспособны и не требуют значительной реструктуризации и 18,2 % абсолютно нежизнеспособны. Остальные 72,8 % фирм были оценены как более или менее подающие надежды при условии их реструктуризации (Gless and Schwalbach, 1993).

<sup>39</sup> H. Brauns в *Teuhand Informationen*. 1992, № 17, p. 3.

<sup>40</sup> Более детальное описание инструментов планирования, использовавшихся центром, см.: ТНА, 1993а (p. 2).

<sup>41</sup> Следующая жалоба главы наблюдательного совета «Такраф АГ» (Takraf AG) типична для контроля, осуществляемого ТХА: «Мы вынуждены были запланировать расходы на закупку материалов на следующий год в размере 5 тыс. немецких марок. Это делает предпринимательскую деятельность абсолютно невозможной (*Wirtschaftswoche*, 1992, № 50, p. 198).

ТХА, Закон о разделе 1991 г. облегчает перестройку корпоративной структуры фирм, ранее находившихся в государственной собственности. Закон обеспечивает ТХА относительно гибким и широко применимым инструментом разделения компаний и изменения размеров коммерческих единиц в соответствии со своими интересами или интересами «предполагаемых инвесторов». В результате подобной деятельности примерно 8500 фирм, которыми ТХА владело на 1 июля 1990 г., превратились к марту 1994 г. в 23 188 деловых единиц, включая реприватизированные или отпочковавшиеся производственные единицы, но не учитывая формальные роспуски с помощью слияний и расчленения. Данная цифра фактически дает заниженную оценку масштабов расчленения корпораций под контролем ТХА, потому что не учитывает передачу деловых единиц сферы коммунальных услуг местным властям. Наоборот, явная цель политики ТХА состоит в обеспечении синергетического эффекта при операциях с ее фирмами либо путем непосредственного слияния в ином случае нежизнеспособных фирм, либо путем координации деятельности между фирмами (ТНА, 1993а, р. 2).

Наконец, рассмотрим вопрос смены руководства фирм. В условиях экономики с устоявшимся рынком ценных бумаг корпоративный контроль был определен как «права нанимать, увольнять и устанавливать комиссию менеджеров высшего звена» (Jensen and Ruback, 1983). Несмотря на то что это несомненно слишком узкое определение для переходных экономик, оно все же составляет важный элемент корпоративного контроля. Хотя Акционерный закон ФРГ предоставляет менеджерам акционерных компаний — и, следовательно, многих крупных фирм ТХА — значительную степень независимости от их собственников, ТХА использовало данное право контроля весьма активно. Только за период с сентября 1990 г. по июль 1991 г. ТХА уволило 1400 высших менеджеров, 400 из них — по политическим мотивам (Fischer, Naх and Schneider, 1993, р. 554). Хотя многие из безотлагательных проблем были разрешены на данной ранней фазе, ТХА продолжало проводить политику активного управленческого контроля. В 1992 г. непосредственно ТХА уволило 500 высших менеджеров, и еще 300 были смещены наблюдательными советами своих компаний (ТНА, 1993а, р. 24).

В ходе раннего периода реструктуризации менеджмен-

та замена управляющих в значительной мере проведена за счет внутренней преємственности. Однако чем больше продолжалась реструктуризация, тем сильнее становилась потребность в навыках западного менеджмента, особенно в таких сильно зависимых от рынка сферах, как финансы и маркетинг. Политика ТХА по отношению к своим управленческим кадрам ясно отражает эту потребность. Хотя доля представителей Западной Германии в правлениях фирм ТХА — в том числе и вследствие большого числа фирм — в июле 1991 г. была еще относительно низкой (8%), к июлю 1992 г. она возросла примерно до 30 % (всеобъемлющий анализ вопроса см. в работе Дуск, 1992).

### Внешний контроль за ТХА

С момента своего создания при социалистическом правительстве ГДР ТХА имело юридический статус «федерального ведомства» (подчиняющийся непосредственно Федерации институт публичного права). Хотя не было полностью ясно, что это означает в рамках правовой системы ГДР<sup>42</sup>, данный статус дал ТХА высокую степень формальной независимости в административной иерархии Германии после воссоединения. Он вывел его из-под прямого контроля исполнительной власти и поставил в ту же правовую категорию, что Бундесбанк и Федеральное ведомство занятости. ТХА функционировало в значительной степени независимо от правительственных распоряжений, но подлежало юридическому контролю со стороны Министерства финансов<sup>43</sup>. Шүпперт (1992, р. 186) описывает ТХА как организацию, находящуюся в области пересечения двух правовых пространств (т. е. публичного и частного права). Следовательно, контроль над ТХА был действенно поделен между Министерством финансов, наблюдательным советом ТХА, Федеральной четной палатой (*Vindesrechnungshof*) и Бундестагом, роль которых я кратко рассмотрю по очереди.

До воссоединения Германии юридический контроль за ТХА был привилегией премьер-министра ГДР. С 3 октября 1990 г. данную функцию выполняло Федеральное министерство финансов. Как следствие, ТХА ежемесячно

<sup>42</sup> Подобный вид институтов не существовал по восточногерманскому праву.

<sup>43</sup> Подробности см., напр., в работе Клоерфер, 1993.



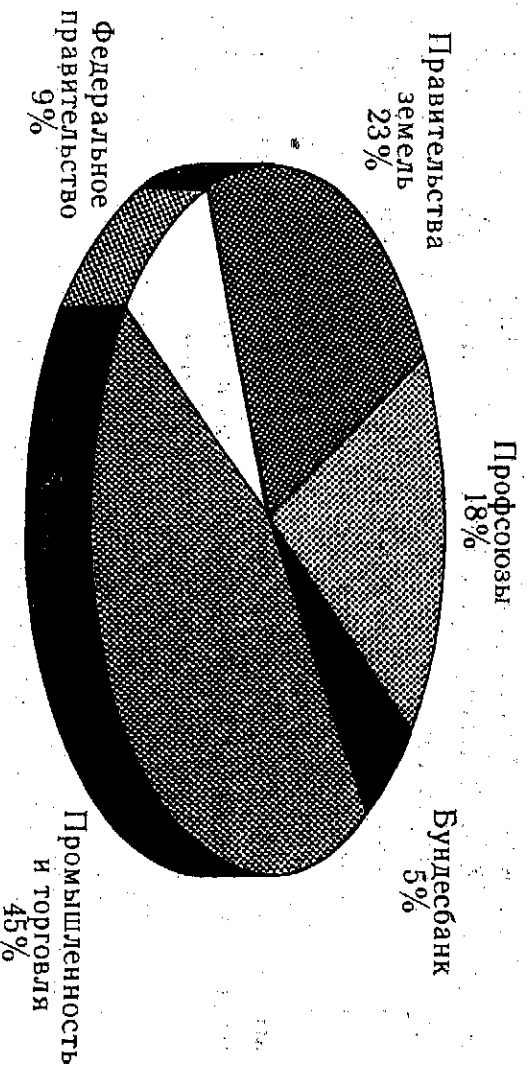


Рис. 8.6. Состав наблюдательного совета ТХА по состоянию на 1 января 1991 г.

Источник: Treuhandanstalt, 1992.

отчитывалось перед министерством и нуждалось в одобрении им своего годового бюджета. Одобрение министерства также требовалось, если ТХА хотело превысить свой годовой лимит кредита, равный 30 млрд немецких марок (лимит был увеличен с 25 млрд в 1990 и 1991 гг.). В рамках данного лимита ТХА имеет прямой и фактически неограниченный доступ на кредитный рынок: июльский 1992 г. «Закон о кредите ТХА» от июля 1992 г. разрешил ТХА выпускать гарантированные государством облигации на сумму в пределах данной величины без требований раскрытия данных, представляемых другим эмитентам<sup>44</sup>.

На оперативном уровне необходимо было одобрение министерством всех решений относительно реструктуризации, оцениваемых более чем в 100 млн немецких марок<sup>45</sup>. На практике роль министерства в контроле за ТХА может рассматриваться как в значительной степени пассивная. Ощутимый недостаток контроля за ТХА привел к созданию Бундестагом в 1993 г. специального комитета по расследованию. Тогда, например, вице-президент Федеральной счетной палаты обвинил министерство в «недостатках» контроля за ТХА с его стороны<sup>46</sup>.

<sup>44</sup> На практике размещение облигаций ТХА осуществлялось в тесной кооперации между Министерством финансов и Бундесбанком (ТНА, 1993а, р. 28).

<sup>45</sup> Это согласуется с программой действий ТХА от августа 1991 г. В последующие годы цифры изменились незначительно (см.: Gless and Schwalbach, 1993).

<sup>46</sup> *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, December 3, 1993.

Отражая смешанный, публично-частный правовой статус ТХА, контроль со стороны министерства дополняется контролем со стороны наблюдательного совета, смоделированного в соответствии с нормами акционерного права<sup>47</sup>. Наблюдательный совет назначает и смещает правление, одобряет основные решения менеджмента и консультирует его. С этой целью он регулярно получает от правления необходимую информацию и раз в месяц собирается на свои заседания.

На практике консультативная функция наблюдательного совета была по крайней мере столь же важной, сколь и контрольная функция<sup>48</sup>. Наблюдательный совет представляет собой способ институционализации обмена информацией между ТХА и различными заинтересованными группами и является связующим звеном между ними. Рис. 8.6 показывает состав наблюдательного совета ТХА, назначенного федеральным правительством 1 января 1991 г. Интересы региональных групп, выраженные через действия правительства пяти восточногерманских земель (пять из 22 мест), и профсоюзов (четыре места) представлены более значительно, чем интересы федерального правительства. Доминирующую группу образуют работодатели (10 мест), представляющие различные отрасли экономики (но ни одного члена совета из банковского сектора).

На оперативном уровне наиболее эффективный контроль за ТХА, вероятно, осуществляется Федеральной счетной палатой. Палата рассматривает все аспекты деятельности ТХА с точки зрения финансовой корректности и экономической ответственности на текущей основе. Ее регулярные и специальные доклады не только обобщают убедительную информацию о неудовлетворительном управлении или мошенничестве внутри ТХА, но также анализируют более крупные организационные проблемы. В частности, Федеральная счетная палата широко критиковала предлагаемую структуру институтов—наследников ТХА по тем причинам, что она слишком сильно учитывала интересы ТХА. Компромисс, к которому пришли в мае 1994 г., полностью учитывал эти беспокойства<sup>49</sup>.

<sup>47</sup> Краткое описание роли наблюдательного совета согласно немецкому Акционерному закону, включая более обширные ссылки, см. в работе *Вагнс, 1993*.

<sup>48</sup> С учетом состава наблюдательного совета, однако, не легко провести границы, разделяющие контроль, консультирование и лоббирование.  
<sup>49</sup> См. интервью с президентом Палаты: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, May 17, 1994.

Роль Бундестага в контроле за ТХА, как правило, ограничивалась установлением законодательных рамок деятельности ТХА и отслеживанием этой деятельности через комитет Бундестага. При данной высокой степени формальной независимости ТХА Бундестаг не имеет юридической власти над его текущей деятельностью. Более того, на практике даже *ex post* контроль деятельности ТХА через специальный комитет по расследованию оказался сложным делом. Поддерживаемое правительством, ТХА весьма неохотно предоставляло информацию, которую комитет считал необходимой. В марте 1994 г. члены комитета инициировали процесс в Конституционном суде с целью заставить наблюдательный совет ТХА открыть свою документацию для комитета.

Общая картина, возникающая из данного анализа, — это картина почти полной оперативной независимости и значительной организационной свободы. Институциональная независимость была явной целью политики правительства по отношению к ТХА: «ТХА сможет выполнить свои задачи только тогда, когда сможет принимать необходимые решения с большей степенью независимости... Я хочу подчеркнуть и публично настаиваю на том, что Федеральное правительство — и более всех я сам как канцлер Федеративной Республики Германии — будет делать все, чтобы гарантировать эту независимость принятия надлежащих решений» (Kohl, 1992).

Следовательно, наиболее важным механизмом контроля за ТХА было время. Хотя июньский 1990 г. Закон об опеке не установил определенные временные рамки деятельности ТХА, быстро был достигнут консенсус в отношении того, что ТХА должно быть институтом с ограниченным сроком жизни. Закон о кредите ТХА 1992 г. ограничил срок финансирования ТХА периодом 1992—1994 гг. В мае 1994 г. правительство и Бундестаг пришли к соглашению по институциональным деталям, согласно которому роспуск ТХА предполагался, как это и было запланировано, в конце 1994 г.; соответствующий закон был принят Бундестагом летом 1994 г. Несмотря на то что некоторые направления деятельности ТХА, в особенности управление приватизационными контрактами, реорганизация и продажа оставшихся фирм ТХА, должны были быть продолжены в течение нескольких лет после 1994 г., они должны были осуществляться различными ведомствами, непосредственно подчиняющимися Министерству финансов.

Согласно первой и по-прежнему предварительной оценке, это институциональное обязательство ограничивает долгосрочный выигрыш, предоставляемый створом и лоббированием со стороны заинтересованных групп, и, следовательно, возможности «захвата органами регулирования» данного института (см. Lafont and Tigole, 1993). Чем слабее ощущаются долгосрочные связи между приватизационным ведомством и его контрагентами из делового мира и сферы государственного управления, тем меньше существует стимулов инвестировать во взаимовыгодный фаворитизм. В то же время чем больше функционирует институт с такими значительными полномочиями в сфере распределения, тем сильнее внешнее давление и тем больше соблюден со стороны его членов подчиниться такому давлению<sup>50</sup>.

Чтобы обязательство положить конец существованию приватизационного ведомства было достоверным, оно должно быть дополнено мерами, ограничивающими стимулы к *ex post* пересмотру условий. В случае с ТХА забота о карьере и репутации сыграла, как представляется, важную роль. Как документально подтвердил Зайбель (1993), многие из высших менеджеров ТХА, находящиеся в иерархии ниже уровня правления, по возrastу приближались к 60 и 70 годам и старались достойно завершить свои карьеры. Для этой группы стимулы к лоббированию и влиянию (Milgrom, 1988) с целью продлить жизнь института далеко за запланированный срок были, по-видимому, таким образом ослаблены.

У более молодых высших менеджеров, в особенности некоторых членов правления, представляющих промышленность Западной Германии, соображения репутации, видимо, порождают определенные стимулы выполнить задачу ТХА вовремя. Поскольку общая задача ТХА — приватизировать «столь быстро и столь полно, сколь возможно» — была ясно определена с самого начала, поддержки в процессе приватизации, и даже более того — продление существования ТХА с его фирмами оказались бы негативное влияние на репутацию высшего менеджмента ТХА. Реакция президента ТХА на проект закона,

<sup>50</sup> Интересное эмпирическое исследование, проведенное в работе Szada, 1993, подтверждает данную аргументацию. Из опрошенных 165 высших менеджеров ТХА 58,8% заявили, что воздействие извне на их деятельность за 1991—1992 гг. возросло, и только 9,7% ощутили уменьшение воздействия извне.

в котором определялись институты — преминики ТХА, была весьма критической по тем причинам, что закон в действительности продлевает жизнь института, который был создан как переходный.

### Децентрализованная ответственность: постприватизационный период

С точки зрения корпоративного управления решающим структурным последствием переходного процесса в Восточной Германии стало уменьшение размера фирм. Как было показано выше, большинство занятых в экономике ГДР работало на крупных комбинатах. К 30 июня 1991 г., после того как ТХА активно включилось в реструктуризацию комбинатов, 72 % из примерно 2,2 млн работников фирм, находившихся в собственности ТХА, приходилось на долю фирм с числом занятых более 500 человек. К концу 1993 г., однако, более чем 75 % занятых в фирмах ТХА и экс-ТХА приходилось на фирмы с числом работников менее 500 человек<sup>51</sup>.

Этот гигантский сдвиг в сторону уменьшения размеров компаний может быть в значительной степени объяснен деятельностью ТХА по реструктуризации, и в особенности его политикой массовного сброса рабочей силы и расчленения компаний до начала приватизации. Последний аспект его деятельности был описан ранее. Относительно же изменений в занятости на рис. 8.7 представлены количественные характеристики этого процесса.

За период с 1 января 1991 г. по 31 декабря 1993 г. фирмы ТХА потеряли от 40 до 50 % своей совокупной рабочей силы, часть которой пополнила число безработных, часть преждевременно вышла на пенсию, часть была охвачена финансируемым государством программой занятости и часть окончательно покинула рынок труда<sup>52</sup>. В течение первого года процесса приватизации, когда были заключены предварительные сделки и ТХА в значительных масштабах использовало штрафы за нарушения условий приватизационных контрактов, покупатели часто значительно сокращали рабочую силу приобретаемых фирм. Позднее, вследствие решительных

<sup>51</sup> ТНА, 1993b, 1994, *Monatsberichte*.

<sup>52</sup> В работе Nolte, 1993, приводятся дополнительные фактические данные и справочный материал.

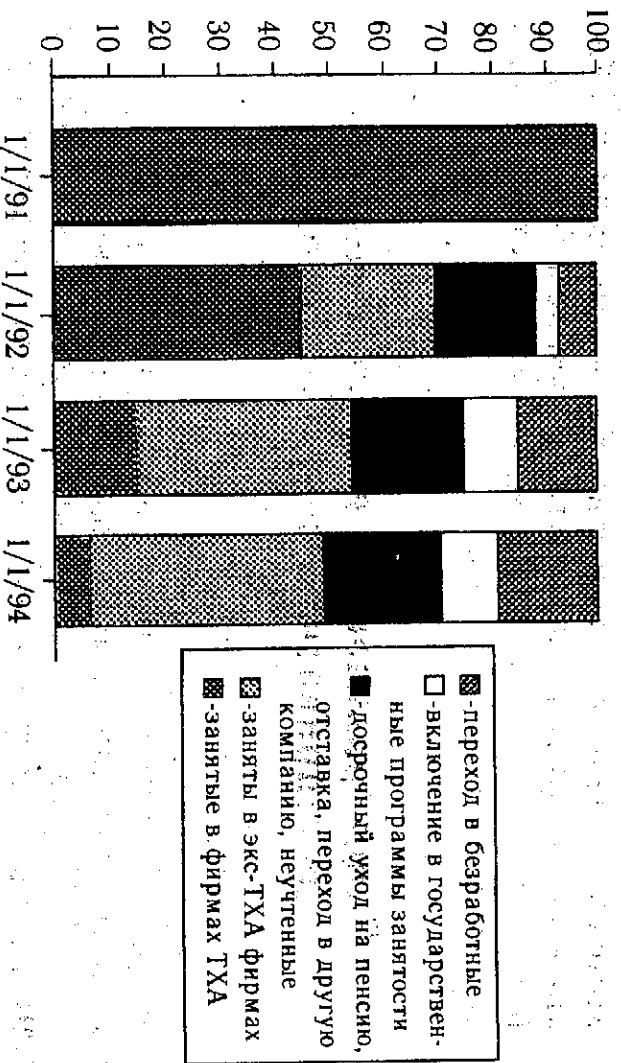


Рис. 8.7. Динамика рабочей силы фирм ТХА с 1 января 1991 г.

Примечание. Общее число занятых = 2922 млн.

Источник: Treuhandaanstalt.

ограничений со стороны ТХА до приватизации, новые собственники сокращали занятость обычно незначительно и в дальнейшем более чем тщательно выполняли свои договорные соглашения о контрольных цифрах занятости<sup>53</sup>.

К 31 марта 1994 г., когда разделение старых фирм было в значительной степени завершено (см. раздел «Политическое и экономическое развитие после 1989 г.»), ТХА приватизировало или реприватизировало 18 279 фирм или частей фирм. Из этих новых деловых единиц 14,5% было создано путем выкупа менеджерами контрольного пакета акций, 23,6% — путем возвращения прежним владельцам, 4,6% было куплено иностранными фирмами и оставшиеся 57,3% были приобретены исключительно западногерманскими фирмами. На рис. 8.8 показано распределение по мерам фирм-покупателей и приобретенных фирм для 1426 сделок поглощений, зарегистрированных Федеральным ведомством по картелям за период между 1989 и 1992 гг.

<sup>53</sup> Первая оценка выполнения контрактов в 1991—1992 гг. (84% всех контрактов) показывает перевыполнение контрактов на 16% (ТНА, 1994).

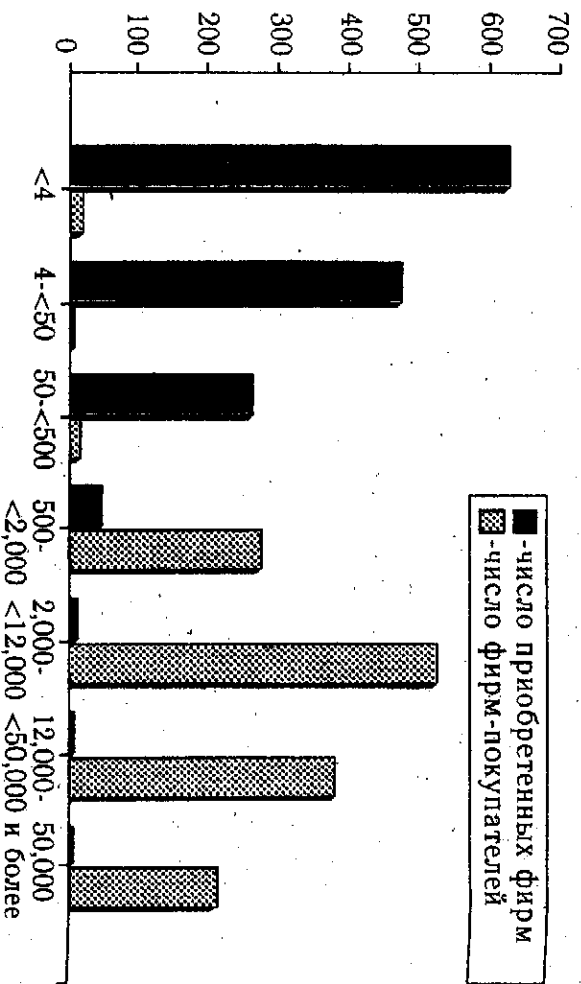


Рис. 8.8. Распределение по величине оборота (млн немецких марок) фирм-покупателей и приобретенных фирм в Восточной Германии в 1989—1992 гг.

Источник: Frisch, 1992, 1993.

Несмотря на явный уклон выборки в сторону более крупных компаний, данные ясно показывают чрезвычайно высокую асимметрию между фирмами — покупателями и приобретенными фирмами в этой волне поглощений. С одной стороны, 78 % всех приобретенных фирм в выборке имели годовой оборот менее 50 млн немецких марок. С другой стороны, 79 % всех фирм — покупателей имели годовой оборот свыше 2 млрд марок. Учитывая, что многие из более мелких сделок, не учтенных в данной выборке, были осуществлены мелкими и средними западногерманскими фирмами, возникает картина довольно широкого спектра фирм-покупателей из Западной Германии, приобретающих преимущественно мелкие фирмы в Восточной.

Эти данные подразумевают существование двух видов структур корпоративного управления в постпереходной Восточной Германии. Во-первых, преимущественную долю приватизированных фирм — включая большинство фирм, выкупленных менеджерами и реприватизированных, — составляют фирмы, управляемые собственниками. Для этой группы проблемы корпоративного управления, вызываемые в более крупных фирмах отделением собственности от контроля, вероятно, обла-

дают вторичной важностью по сравнению с проблемой прямых агентских затрат, сопряженных с внешним финансированием<sup>54</sup>. Во-вторых, большинство из оставшихся приватизированных фирм превратились в подразделения более крупных западных компаний, и для них, следовательно, скорее важны проблемы внутреннего, чем внешнего контроля<sup>55</sup>. Грубо говоря, можно охарактеризовать эту вторую группу фирм как группу, для которой проблема корпоративного управления сместилась с Востока на Запад.

Из тех институтов, которые обычно рассматриваются в качестве играющих важную роль в процессах приватизации, в Восточной Германии рынок ценных бумаг не сыграл никакой роли в процессе экономических преобразований. До весны 1994 г. только одна восточногерманская фирма попыталась стать открытым акционерным обществом, однако открывая продажа ее акций была плохо подготовлена, и приватизированная фирма потерпела банкротство менее чем через два года.

Роль банков в процессе трансформации была ограниченной и вызвала в Германии определенную полемику. Хотя крупные западногерманские банки и кредитно-сберегательные институты весьма быстро создали действенную сеть отделений на территории Восточной Германии<sup>56</sup>, кредитные операции банков значительно отставали от их деятельности по привлечению депозитов. Только в 1992 г. объем кредитов, предоставленных частными банками на территории Восточной Германии, превысил объем аккумулярованных депозитов. Даже и тогда кредитование было весьма осторожным. Только к марту 1992 г., спустя полтора года пребывания банков в восточной части Германии, 92 % всех банковских кредитов фирмам ТХА было гарантировано правительством<sup>57</sup>. Следовательно, даже фирмам ТХА банки предоставляли фактически безрисковые кредиты. Это контрастирует с практикой кредитования на Западе, где примерно 30 % объема кратко- и среднесрочного кредитования носит

<sup>54</sup> См. в особенности работы Jensen and Meckling, 1976, а также Aghion and Bolton, 1992; von Thadden, 1990; Hellwig, 1994.

<sup>55</sup> См., напр.: Williamson, 1975; Milgrom and Roberts, 1992.

<sup>56</sup> К декабрю 1990 г. только «Дойче Банк» и «Президент Банк» создали 263 отделения в Восточной Германии, главным образом на основе отделений бывшего государственного банка. Подробности этого процесса см. в работе Wagner, 1993.

<sup>57</sup> См.: Bundesverband Deutscher Banken, 1992.



необеспеченный характер, не говоря уже о кредитах, гарантированных государством (Drukaeszug, Dittle and Rieger, 1985).

Нежелание осуществлять рискованное финансирование свидетельствует о недостатках в мониторинге и контроле предприятий со стороны банков на более ранней фазе преобразования экономики. Это согласуется с данными, полученными эмпирическим путем Брандкампом (1993), который на основе анализа выборки мелких вновь созданных фирм сообщает, что банки играли относительно незначительную роль в консультировании новых фирм. Более четверти всех респондентов вообще не получили никаких консултыаций. Что касается остальных, то большинство советов было получено ими от профессиональных консултантов, далее (по масштабам такой помощи) — от местных торгово-промышленных палат, друзей с Запада и, наконец, от банков.

Более того, в течение переходного периода банки демонстрировали чрезвычайную сдержанность в отношении участия в акционерном капитале. Под возрастающим общественным давлением президент Ассоциации немецких банков наконец пообещал в январе 1993 г. канцлеру Германии, что банки приобретут акции фирм ТХА на сумму 1 млрд марок. Год спустя они приобрели только две фирмы. Банки часто подчеркивали, что они рассматривают подобные действия как не лежащие в сфере их бизнеса<sup>58</sup>. При этом частные банки значительно содействовали реструктуризации фирм ТХА, главным образом путем консультирования отделений и фирм ТХА и своего представительства в наблюдательных советах фирм ТХА. В 1991 г. примерно 25 % мест в наблюдательных советах фирм ТХА были заняты банкирами (Saplin and Mayer, 1992). Тем не менее интересно отметить, что представители западногерманских банков никогда не занимали места ни в наблюдательном совете ТХА, ни в его правлении<sup>59</sup>.

<sup>58</sup> Точка зрения «Дойче Банк», например, приводится в работе Kturr, 1993: «Развитие предпринимательской деятельности не является основной задачей банков. Это шло бы вразрез с классическим разделением ролей в рыночной экономике и в конце концов находилось бы за пределами банковских возможностей».

<sup>59</sup> Г. Рексродт — член правления ТХА с сентября 1991 г. по январь 1993 г., до этого с января 1990 г. работал в «Ситибанк», а еще раньше в течение восьми лет находился на государственной службе в Берлине.

## Выводы

К концу 1994 г. переход от централизованной плановой социалистической экономики к капиталистической в Восточной Германии был в значительной степени завершен. Политический и макроэкономический аспекты процесса критиковались по нескольким причинам, наиболее сильно в отношении распределения прав собственности (Bundeswirtschaftsministerium, 1991; Sinn and Sinn, 1993), стени регулирования деловой активности (Bundeswirtschaftsministerium, 1991), акцента на приватизацию путем продаж (Sinn and Sinn, 1993; Bolton and Roland, 1992), централизованной политики заработной платы (Akerlof et al., 1991; Begg and Portes, 1992) и введения денежного союза (Pöhl, 1993).

В настоящей главе эти проблемы опущены и сосредоточено внимание на проблемах приватизации на корпоративном уровне. В данной сфере опыт других стран Центральной или Восточной Европы показал, что потеря контроля и возникающее вследствие этого активное сопротивление реструктуризации корпораций со стороны инсайдеров могут создавать серьезные проблемы для переходного периода. В Восточной Германии подобных угроз в значительной степени удалось избежать. Как было показано в предыдущих разделах, это может быть объяснено главным образом формой переходного корпоративного управления, навязанной экономике Восточной Германии Западной. Главная характерная черта данной системы состояла в том, что государство фактически ужесточило контроль на первой фазе перехода путем осуществления крупных инвестиций в новые структуры контроля.

Основной смысл данной политики заключался в возможности более жестких переговоров с отстаивающими свои позиции менеджерами предприятий и осуществлении реструктуризации — в частности, демонтажа — крупных фирм до начала приватизации. Центриализация, таким образом, позволила процессу приватизации преодолеть проблему безбилетника при реструктуризации слабо контролируемых фирм в стигле, сравнимом с практикой враждебных поглощений на конкурентных рынках капитала. Более того, выходя за рамки настоящей главы, скажем, что это позволило тем, кто был вовлечен в данный процесс, обратиться к решению других, носящих

более структурный характер задач, таких, как региональные проблемы, отраслевая структура и распределение прав собственности<sup>60</sup>.

По крайней мере три элемента институционального проектирования поддерживали данный процесс централизованной децентрализации. Во-первых, как обсуждалось раньше, крупные первоначальные инвестиции в организационный и человеческий капитал приватизационного ведомства создали структуру, необходимую для решения сложных управленческих задач контроля, переговоров и реструктуризации в ходе процесса приватизации. Во-вторых, приватизационное ведомство имело высокую степень организационной независимости и еще большую — оперативной свободы. В-третьих, оно функционировало в условиях явного лимита времени, который помог ограничить возможности спора между ведомством и его клиентами.

Когда задан вопрос, может ли данный специфический опыт перехода использоваться в условиях других переходных экономик, полезно прежде всего определить, что же было уникального в опыте Германии. А уникальным в нем были, во-первых, крупные трансферты фирменных и других ресурсов, во-вторых, трансферт человеческого капитала и, в-третьих, доступность передовой и высокоусовершенствованной правовой системы и административной структуры.

Из этих трех элементов первый ставит экономику Восточной Германии в значительной степени в стороне от всех других переходных экономик в количественном отношении. Однако основная часть трансфертов из Западной Германии, которые по разным оценкам составляли от 150 до 200 млрд марок в год, даже не затрагивала ТХА. Большинство из этих трансфертов предназначали собой либо трансферты в сферу потребления, либо инвестиции в инфраструктуру, что было продиктовано конституционной и экономической необходимостью сравнить уровень жизни в обеих частях Германии так быстро, как это было возможно. Общий операционный дефицит бюджета ТХА между июлем 1990 г. и концом 1994 г. составил примерно 216 млрд марок, в среднем 43 млрд ежегодно. Этот дефицит почти исключительно

<sup>60</sup> На этих проблемах акцент сделан в работах Dopfbusch and Wolf, 1993, и Carlin and Mayer, 1992. Карлин (1993), однако, справедливо указывает на суровые и порой разрушительные структурные последствия трансформации экономики Восточной Германии.

был результатом обязательств погасить старые внешние долги фирм; затрат на ликвидацию ущерба окружающей среде; выплаты высокой заработной платы, превышающей уровень производительности; финансирования социальной уровень производительности; финансирование социальных льгот, предоставляемых увольненным работникам в соответствии с западногерманскими нормами. Следовательно, можно с уверенностью сказать, что «чистые» издержки функционирования сильного, независимого приватизационного ведомства были относительно низкоими, в особенности имея в виду крупные суммы, доступные в мировом масштабе для реструктуризации экономики Восточной Европы.

Другой вопрос — в какой степени крупные трансферты из Западной Германии способствовали политике приватизации, проводимой ТХА. Ясно, что такие громадные трансферты облегчили бы осуществление любой программы приватизации. Однако представляется довольно маловероятным, что эти трансферты имели существенное значение для политики ТХА. Они, по-видимому, имели незначительный успех в создании широкой поддержки экономической реформы у населения. Обзор Института Ангелсбаха показывают, например, что доля восточных немцев, «полностью удовлетворенных» западногерманской рыночной экономической системой, сократилась почти с 80 % в начале 1990 г. примерно до 35 % в конце 1993 г.<sup>61</sup>

Другие два элемента несомненно также оказали важное позитивное влияние на деятельность ТХА. Однако оба они имели и свою обратную сторону. Что касается третьего элемента, то существует мнение, что предоставление большого набора высокоусовершенствованных институтов и правовых норм может скорее препятствовать развитию предпринимательской деятельности, чем его стимулировать (см. *Vipdeswirtschafstministerium*, 1991). Подобная озабоченность часто высказывалась в отношении регулирования природопользования или рынка труда. Та часть законодательства, которая непосредственно затрудняет деятельность ТХА, касается менеджеров фирм, управляемых наблюдателями советами. Согласно Акционерному закону ФРГ, менеджеры подобных фирм ответственны только перед наблюдательным советом, и, следовательно, собственник не имеет рычагов прямого навязывания им своей воли. В нескольких слу-

<sup>61</sup> См. *International Herald Tribune*, April 20, 1994.

чаях ТХА вынуждено было прибегать к длительным юридическим процедурам, чтобы получить от руководства фирм необходимую информацию или просто уволить менеджеров, сотрудничавшихся планам ТХА<sup>62</sup>. Закон о разделе компаний 1991 г. является собой пример той части законодательства, которая была принята в целях обеспечения прав, предоставленных существующим законодательством корпоративным инсайдерам.

Мощный приток человеческого капитала с Запада, часто предоставляемый бесплатно или за незначительное вознаграждение западным компаниям, также имел свою обратную сторону. Так как уже в 1990 г. для западногерманских фирм стало общепринятым устанавливать деловые отношения с восточногерманскими партнерами, консультировать их, западногерманские фирмы добывали детальную информацию о потенциальных конкурентах в Восточной Германии или о возможных сделках. Это часто обеспечивало им более сильную позицию на переговорах с ТХА не только в отношении цены поглощения, но также в отношении решений о реструктуризации или ликвидации, заключаемых в договор купли-продажи. В нескольких случаях сделки проваливались из-за затянувшихся двухсторонних переговоров, и восточногерманские фирмы, не имевшие тем временем возможности установить альтернативные деловые контакты, ликвидировались.

Следовательно, хотя переходный процесс в Восточной Германии осуществлялся в исключительно привилегированных финансовых и материальных условиях, из этого не явствует, что ее приватизационная стратегия централизованной децентрализации зависела от данных условий. Более важным здесь кажется создание независимого, с ограниченным сроком жизни приватизационного ведомства, обладавшего возможностью ужесточить контроль до начала приватизации. Опыт венгерской стратегии «централизации» осени 1991 г. (см. Voszka, 1994) показывает, что такая политика является проблематичной, если реализуется только частично. В особенности если приватизационное ведомство контролируется правительством, «права нанимать, увольнять и устанавливать компетенцию менеджеров высшего звена» (Jensen and Ruback, 1983) могут легко вырождаться в источник правительственного фаворитизма и партийной власти. Аналогичным образом, если нет ясного обязательства

<sup>62</sup> Относящиеся к делу случаи см., напр.: Die Wirtschaft, 1993.

завершить программу приватизации и «если государство пытается быть щедрым собственником и либеральным контролером, эта формальная субординация может быть более удобной для менеджеров, чем сильная частная собственность» (Voszka, 1994). Создание среды, в которой менеджеры знают, что подобная формальная субординация является лишь средством реализации частного контроля, представляет собой неотъемлемую часть усилий по проектированию переходных процессов.

#### БИБЛИОГРАФИЯ

- Aghion P. and Bolton P.* An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting // Review of Economic Studies. 1992. Vol. 59. P. 479—494.
- Aghion P. and Carlin W.* The Economics of Enterprise Restructuring in Central and Eastern Europe. Nuffield College, Oxford. Mimeo. 1994.
- Aghion P. and Tirole J.* Formal and Real Authority in Organizations. IDEI Toulouse. Mimeo. 1994.
- Akerlof G.A., Rose A.K., Yellen J. and Hesselius H.* East Germany in from the Cold: The Economic Aftermath of Currency Union // Brookings Papers on Economic Activity. 1991. Vol. 1. P. 1—105.
- Albach H.* The Transformation of Firms and Markets: A Network Approach to Economic Transformation Processes in East Germany. Wissenschaftszentrum Berlin. Mimeo. 1992.
- Baums T.* The German Banking System and Its Impact on Corporate Finance and Governance. Universität Osnabrück. Mimeo. 1993.
- Begg D. and Portes R.* Eastern Germany since Unification: Wage Subsidies Remain a Better Way. Discussion Paper 730, Center for Economic Policy Research, London. 1992.
- Berg A.* The Logistics of Privatization in Poland. In: Blanchard O., Froot K. and Sachs J. (eds.). Transition in Eastern Europe. Chicago, Ill.: National Bureau of Economic Research. 1993.
- Bolton P. and Roland G.* Privatization Policies in Central and Eastern Europe // Economic Policy. 1992. Vol. 15. P. 275—309.
- Boycko M., Shleifer A. and Vishny R.* Privatizing Russia. Harvard University. Mimeo. 1993.
- Brandkamp M.* Erfolgsaussichten von Unternehmensgründungen in den Fünf Neuen Bundesländern // Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft. 1993. No. 1. P. 109—144.
- Bundesregierung. Presse- und Informationsdienst. Bulletin 29. 1991. P. 213—214.
- Bundesverband Deutscher Banken. Aktivitäten der privaten Banken in den neuen Bundesländern // Die Bank. 1992. Vol. 6. P. 357—361.

- Bundeswirtschaftsministerium. Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft. BMWI Studienreihe. 1991. No. 73.
- Carlin W.* Privatization and Deindustrialization in East Germany. Discussion Paper 892. Centre for Economic Policy Research, London. 1993.
- Carlin W.* and *Mayer C.* Restructuring Enterprises in Eastern Europe // *Economic Policy*. 1992. Vol. 15. P. 311—351.
- Czada R.* Die Treuhandanstalt im Umfeld von Politik und Verbänden. In: Fischer W., Hax H. and Schneider H. K. (eds.). Treuhandanstalt: Das Ummögliche Wagen. Berlin: Akademie Verlag. 1993.
- Die Wirtschaft, ed. Kombinate: Was aus ihnen Geworden Ist. Berlin: Verlag Die Wirtschaft. 1993.
- Dittus P.* Corporate Governance in Central Europe: The Role of Banks. Bank for International Settlements, Basel. Mimeo. 1994.
- Dornbusch R.* and *Wolf H.* East German Economic Reconstruction. In: Blanchard O., Froot K. and Sachs J. (eds.). Transition in Eastern Europe. Chicago, Ill.: National Bureau of Economic Research. 1993.
- Drukarcyk J., Duttke J.* and *Rieger R.* Mobilisierbarkeit. Köln: Bundesanzeiger. 1985.
- Dyck A.* Privatization in Eastern Germany: A Response to Adverse Selection in the Managerial Labor Market. Stanford University. Mimeo. 1992.
- Fischer S.* and *Gelb A.* The Process of Socialist Economic Transformation // *Journal of Economic Perspectives*. 1991. Vol. 5. P. 91—105.
- Fischer W., Hax H.* and *Schneider H.K.* (eds.). Treuhandanstalt: Das Ummögliche Wagen. Berlin: Akademie Verlag. 1993.
- Fritsch T.* Privatisierung und Unternehmenskäufe in Ostdeutschland. HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg. 1992, 1993.
- Gless S.* and *Schwalbach J.* Sanierung von Unternehmen der Treuhandanstalt. Humboldt Universität Berlin. Mimeo. 1993.
- Gray Ch. W.* and *Hanson R. J.* Corporate Governance in Central and Eastern Europe: Lessons from Advanced Market Economies. World Bank, Policy Research Department, Transition and Macro-Adjustment Division, Policy Research Working Paper WPS 1182. Washington, D. C. 1993.
- Von Gusinski G.* Vom Plan zum Markt: Erfolge die Schmerzen // *Die Wirtschaft*. 1993. P. 15—38.
- Hellwig M.* A Reconsideration of the Jensen-Hecking Model of Outside Finance. Universität Basel. Mimeo. 1994.
- Hommelhoff P.*, ed. Treuhandunternehmen im Umbruch. Recht und Rechtswirklichkeit beim Übergang in die Marktwirtschaft. Köln: Verlag Kommunikationsforum. 1991.
- Hornich S.* Das Gebrochene Rückgrat // *Die Wirtschaft*. 1993. P. 9—14.

- Jensen M.C. and Meckling W.H.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. P. 305—360.
- Jensen M. C. and Ruback R. S.* The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence // *Journal of Financial Economics*. 1983. Vol. 11. P. 5—50.
- Kampe D.* Nachruf auf die Treuhandanstalt: Wer uns Kennenlernt, Gewinnt-uns Lieb. Berlin: Rotbuch Verlag. 1993.
- Kloepfer M.* Öffentlich-Rechtliche Vorgaben für die Treuhandanstalt. In: Fischer W., Hax H. and Schneider H. K. (eds.). *Treuhandanstalt: Das Unmögliche Wagen*. Berlin: Akademie Verlag. 1993.
- Kohl H.* Rede zur Namensgebung des Detlev-Rohwedder-Hauses. In *Treuhandanstalt, Entschlossen Sanieren* (March). 1992. P. 21—28.
- Kornai J.* Economy-Constrained versus Demand-Constrained Systems // *Econometrica*. 1979. Vol. 47. P. 801—819.
- Krupp G.* Die Aufgaben der Banken. *Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen*. 1993. Vol. 46. P. 438—440.
- Laffont J.J. and Tirole J.* A Theory of Incentives in Procurement and Regulation. Cambridge, Mass., and London: MIT Press. 1993.
- Manne H.G.* Mergers and the Market for Corporate Control // *Journal of Political Economy*. 1965. Vol. 73. P. 110—120.
- Milgrom P.* Employment Contracts, Influence Activities and Organization Design // *Journal of Political Economy*. 1988. Vol. 96. P. 42—60.
- Milgrom P. and Roberts J.* *Economics, Organization, and Management*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall. 1992.
- Müller J.* Strukturelle Auswirkungen der Privatisierung durch die Treuhandanstalt. In: Fischer W., Hax H. and Schneider H.K. (eds.). *Treuhandanstalt: Das Unmögliche Wagen*. Berlin: Akademie Verlag. 1993.
- Nolte D.* Zwischen Privatisierung und Sanierung: Die Arbeit der Treuhandanstalt. *Wirtschafts- und Sozialwissenschaftliches Institut des Deutschen Gewerkschaftsbundes*. Dusseldorf. Mimeo. 1993.
- Phelps E.S., Frydman R., Rapaczynski A. and Shleifer A.* Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe. EBRD, London. Mimeo. 1993.
- Pöhl K.* Statements before the Investigatory Committee of Parliament. In: *Untersuchungsausschuß Treuhandanstalt 11. Sitzung*. 1993.
- Scherer F. M.* Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments // *Journal of Economic Perspectives*. 1988. Vol. 2. P. 69—82.
- Von Schleinitz F.* IFA-Kombinat PKW Karl-Marx-Stadt // *Die Wirtschaft*. 1993. P. 69—82.
- Schuppert G.F.* Die Treuhandanstalt — Zum Leben einer Organisation im Überschneidungsbereich zweier Rechtskreise // *Staatswissenschaften und Staatspraxis*. 1992. Vol. 3. P. 186—210.



- Seibel W. Die Organisatorische Entwicklung der Treuhandanstalt. In: Fischer W., Hax H and Schneider H.K. (eds.). *Treuhandanstalt: Das Unmögliche Wagen*. Berlin: Akademie Verlag. 1993.
- Sinn G. and Sinn H.W. Kaltstart. München: Beck-dtv (first edition 1991). American edition: Jumpstart. Cambridge, Mass.: MIT Press. 1993.
- Statistisches Bundesamt. Various years. Zur Wirtschaftlichen und Sozialen Lage in den Neuen Bundesländern.
- Stigler G. The Economic Theory of Regulation // *Bell Journal of Economics*. 1971. Vol. 2. P. 3—21.
- Von Thadden E. L. Bank Finance and Long-Term Investment. Universität Basel. Mimeo. 1990.
- Von Thadden E. L. Long-Term Investment and Monitoring in Financial Relationships. In: Roemer J. E. (ed.). *Property Rights, Incentives and Welfare*. London: Macmillan. Forthcoming.
- THA (Treuhandanstalt). DM-Eröffnungsbilanz. October 1992.
- THA (Treuhandanstalt). *Aufgabenspektrum und Lösungswege*. March 1993a.
- THA (Treuhandanstalt). *Treuhandinitiative Mittelstand*. September 1993b.
- THA (Treuhandanstalt). *Reprivatisierung von Unternehmen*. September 1993c.
- THA (Treuhandanstalt). *Dokumentation Vertragsmanagement*. March 1994.
- THA (Treuhandanstalt). Various issues. *Monatsberichte*.
- THA (Treuhandanstalt). Various issues. *Treuhand Informationen*.
- Voszka É. Centralization, Renationalization, Redistribution: The Role of the Government in Changing the Ownership Structure in Hungary, 1989—1993. Discussion Paper 916. Centre for Economic Policy Research, London 1994.
- Wagner H. Reconstruction of the Financial System in East Germany: Description and Comparison with Eastern Europe // *Journal of Banking and Finance*. 1993. Vol. 17. P. 1001—1019.
- Van Winbergen S. Enterprise Reform in Eastern Europe. Working Paper Series 1068. World Bank, Europe and Central Asia Department, Washington, D. C. 1993.
- Williamson O.E. *Markets and Hierarchies*. New York: Free Press. 1975.
- Womack J.P., Jones D.T. and Roos D. *The Machine that Changed the World*. New York: HarperCollins. 1991.