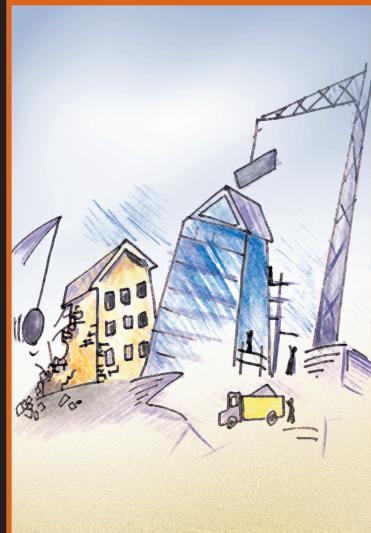


Реструктуризация корпоративного сектора

Роль государства во времена кризиса



Марк Р. Стоун

Реструктуризация корпоративного сектора

Роль государства во времена кризиса



Марк Р. Стоун

©2002 Международный Валютный Фонд

Редактор серии
Джереми Клифт
Управление внешних связей МВФ
Дизайн и оформление обложки
Массуд Этемади, Чун Ли
при участии Секции графических работ МВФ

Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ
Контрольный редактор перевода Джон Макки
Перевод: Новицкий Ю. А., Фрейнкман Е.Ю.
Корректура и техническая редакция: Акчурин А. Э.
Компьютерная верстка: Гершон Т. Е.

ISBN 1-58906-201-9
ISSN 1020-8402

Опубликовано в июне 2002 года

Издания МВФ можно заказать по адресу:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201
Электронная почта: publications@imf.org
Интернет: <http://www.imf.org>

Предисловие

Серия «Вопросы экономики» призвана ознакомить широкие круги читателей-неспециалистов с результатами некоторых исследований по актуальным вопросам экономики, проводимых сотрудниками Международного Валютного Фонда. Основой для этой серии служат главным образом рабочие документы МВФ — технические документы, подготовленные сотрудниками МВФ и приглашенными учеными, — а также исследовательские работы по вопросам экономической политики.

Настоящая брошюра из серии «Вопросы экономики» основана на материалах документа МВФ для обсуждения вопросов политики PDP/00/7 *“Large-Scale Post-Crisis Corporate Restructuring”* («Крупномасштабная реструктуризация корпораций в посткризисный период»), июль 2000 года; рабочего документа МВФ WP/00/114 *“The Corporate Sector Dynamics of Systemic Financial Crises”* («Динамика корпоративного сектора при системных финансовых кризисах»), июнь 2000 года; и документа МВФ по анализу и оценке политики PPAA/98/13 *“Corporate Debt Restructuring in East Asia: Some Lessons from International Experience”* («Реструктуризация корпоративного долга в Восточной Азии: некоторые уроки опыта различных стран»), октябрь 1998 года. В брошюре также приведен дополнительный материал по Японии. Текст брошюры подготовлен Джереми Клифтом из Управления внешних связей. Ссылки на рассматриваемые в данной публикации исследования приводятся в исходном документе, который можно приобрести в Службе публикаций МВФ (по цене 10 долларов США) или загрузить с сайта МВФ в Интернете: www.imf.org.

Взгляды, выраженные в настоящей публикации, принадлежат автору (авторам) и не обязательно отражают точку зрения или политику МВФ.

Исходные данные для брошюры

Настоящая брошюра основана главным образом на данных по девяти системным финансовым кризисам, в которых корпоративный сектор играл ключевую роль (таблица 1). Сокращение реального валового внутреннего продукта, или ВВП, в ходе этих эпизодов составляло в среднем 6 процентов. Рассматриваемый набор эпизодов является неполным и не охватывает малые страны и ряд случаев менее успешных мер по реструктуризации (Румыния и Россия в начале 1990-х годов). При этом каждый из этих девяти эпизодов является значимым, а данные и документация по ним более доступны. В брошюру включена также текстовая вставка с информацией по Японии.

Таблица 1. Эпизоды крупномасштабной корпоративной реструктуризации в послекризисный период

Страна	Низшая точка кризиса ¹	Страна	Низшая точка кризиса ¹
Чили	январь 1983 года	Индонезия	май 1998 года
Мексика	октябрь 1983 года	Корея	июль 1998 года
Венгрия	июль 1992 года	Малайзия	ноябрь 1998 года
Польша	октябрь 1991 года	Таиланд	ноябрь 1998 года
Мексика	июль 1995 года		

¹Низшая точка кризиса — это месяц, в котором объем промышленного производства с поправкой на сезонные факторы находился на самом низком уровне за весь период кризиса.

Источник: автор.

Проблемы корпоративной реструктуризации

Крупномасштабная корпоративная реструктуризация, необходимость которой вызвана финансовым кризисом, является одной из наиболее сложных проблем, с которыми сталкиваются органы экономической политики. Необходимость определения приоритетов в целях экономической политики, устранения неэффективности рыночных механизмов, реформирования правовой и налоговой систем и преодоления сопротивления могущественных групп особых интересов вынуждает органы государственного управления принимать на себя, хотя бы и косвенно, ведущую роль в этом процессе. Задачи крупномасштабной корпоративной реструктуризации по существу состоят в реструктуризации жизнеспособных и ликвидации нежизнесспособных корпораций, восстановлении нормального состояния финансового сектора и создании условий для долгосрочного экономического роста.

Успешные меры политики в области корпоративной реструктуризации, предпринимаемые по инициативе государства, обычно проводятся в определенной последовательности. В первую очередь правительство должно сформулировать макроэкономическую и правовую политику, которая закладывает основу для успешной реструктуризации. После этого следует приступить к финансовой реструктуризации, с тем чтобы создать у банков надлежащие стимулы к участию в реструктуризации и возобновлению кредитных потоков в экономике. Только после этого можно всерьез начинать корпоративную реструктуризацию — отделив жизнеспособные корпорации от нежизнесспособных, проводить реструктуризацию первых и ликвидацию последних. Основными инструментами корпоративной реструктуризации, проводимой по инициативе государства, являются посредничество, системы стимулов, рекапитализация банков, компании по управлению активами и назначение ответственных должностных лиц, которые должны возглавлять процесс реструктуризации. Достигнув поставленных целей, государство должно сократить масштабы своего вмешательства, направленного на поддержку реструктуризации.

Задачи реструктуризации

Необходимость в крупномасштабной корпоративной реструктуризации обычно вызывается системным финансовым кризисом, определяемым как серьезное нарушение работы финансовых рынков, которое, затрудняя их способность функционировать, оказывает значительное неблагоприятное воздействие на экономику. Тесная взаимосвязь корпоративного и финансового секторов, которая определяет системный кризис, требует проведения реструктуризации в обоих секторах одновременно.



Создание основы

Успешная реструктуризация невозможна без надежной основы, создаваемой государством путем реализации целого спектра мер экономической политики.

- Во-первых, следует укреплять общую экономическую стабильность, с тем чтобы обеспечить доверие, необходимое для реструктуризации долга. Для того чтобы должники, кредиторы и потенциальные инвесторы могли с достаточной уверенностью вести коммерческую деятельность, необходимы стабильные цены, процентные ставки и обменные курсы.
- Официальные органы, банки и экономические советники должны быстро оценить масштабы и характер финансовых трудностей корпораций, с тем чтобы установить, являются ли эти проблемы системными и, следовательно, должно ли государство взять на себя ведущую роль. Оценка финансовых трудностей корпораций может основываться на оперативных расчетах потенциала обслуживания долга корпоративного сектора в целом, спроса на банковские кредиты, роста объема необслуживаемых ссуд и числа банкротств.

-
- Как только сделано заключение о системных масштабах кризиса, надлежит в кратчайшие сроки составить комплексную стратегию реструктуризации, охватывающую как корпоративный, так и финансовый секторы. Участие всех заинтересованных сторон в разработке стратегии повышает доверие к ней. Той же цели служит и прозрачное представление целей, задач и методов реализации стратегии. Разработка комплексной стратегии реструктуризации на раннем этапе принесла положительные результаты в Швеции в период банковского кризиса в начале 1990-х годов и в Корее в 1997–1998 годах.
 - Для успешной корпоративной реструктуризации необходима поддерживающая этот процесс нормативно-правовая среда и соответствующая система бухгалтерского учета. К числу важных правовых аспектов реструктуризации относятся стандарты, регулирующие порядок лишения должника права выкупа заложенного имущества, правила в отношении иностранных инвестиций и политика слияний и приобретений. Нередко приходится вносить изменения в нормативные положения, регулирующие конверсию долга в акции и продажу активов, чтобы создать возможность для проведения новых и сложных операций по реструктуризации.
 - Корпоративное управление должно быть приведено в соответствие с международными стандартами, с тем чтобы создать жизнеспособным компаниям стимулы к реструктуризации своих балансов и максимизации своей стоимости. Более эффективное управление необходимо не только для того, чтобы подтолкнуть руководителей компаний к реструктуризации существующего долга, но и для обеспечения рентабельного функционирования и увеличения будущих потоков прибыли. Часто надлежащему управлению может способствовать либерализация иностранных инвестиций, позволяющая перенять оптимальную международную практику.
 - Закрытие нежизнеспособных корпораций связано с социальными издержками, которые могут потребовать от государства принятия компенсационных мер для оказания помощи малоимущим и сохранения политической поддержки реструктуризации. В середине 1990-х годов Венгрия и Польша принимали меры по сокращению неравенства доходов (обусловленного не только реструктуризацией корпораций), хотя и с переменным успехом. Во время азиатского финансового кризиса 1997 года в странах Востока

точной Азии были расширены слаборазвитые системы социальной защиты, с тем чтобы компенсировать воздействие кризисов на малоимущие слои населения за счет перераспределения доходов, мер по ограничению безработицы, а также мер, направленных на сохранение доступа малоимущих к социальным услугам. Социальные меры должны определяться в сотрудничестве с корпорациями и профсоюзами.



Реструктуризация финансового сектора

Даже после создания основы корпоративная реструктуризация не может начать продвигаться вперед, пока не будет достигнут существенный прогресс в реструктуризации финансового сектора. Отток банковского капитала как одно из проявлений кризиса обычно ведет к резкому сокращению кредитования как жизнеспособных, так и нежизнеспособных корпораций, усугубляя общий экономический спад. Кроме того, банки должны иметь соответствующий капитал и стимулы для участия в реструктуризации.

Первоочередная задача финансовой реструктуризации состоит в том, чтобы в максимально возможной степени отделить жизнеспособные финансовые учреждения от нежизнеспособных. В решении этой задачи полезную роль может сыграть финансовая и техническая помощь международных финансовых учреждений, как это имело место в Индонезии после кризиса 1997 года.

Контроль над нежизнеспособными банками должно взять на себя государство, а их активы в конечном счете должны быть проданы или переданы корпорации по управлению активами, тогда как жизнеспособные банки должны быть рекапитализированы. Для обеспечения нормального функционирования банков их следует рекапитализировать напрямую. В противном случае, если они будут самостоятельно осуществлять рекапитализацию косвенным путем за счет широких

спредов процентных ставок, то в отсутствие сильного конкурентного давления это может задержать возобновление экономического роста. Одновременно государство должно обеспечить достаточно действенное регулирование и надзор для поддержания стабильности банковского сектора.

Существует определенная повторяемость в том, что процесс отбора жизнеспособных банков и отсеивания нежизнеспособных банков осуществляется с помощью решения аналогичной задачи в отношении корпораций, чему, в свою очередь, способствует финансовая реструктуризация. Наилучшим способом замкнуть этот круг, по-видимому, является быстрая реструктуризация банков, поскольку сокращение банковского финансирования корпораций усугубляет общий экономический спад и имеет необратимые последствия — такие как продажа активов по слишком низкой цене.



Реструктуризация корпоративного сектора

Корпоративная реструктуризация может всерьез начаться только тогда, когда банки и участники рынков готовы и способны принять в ней участие. Как и в случае финансового сектора, первоочередная задача состоит в *отделении жизнеспособных корпораций от нежизнеспособных*. Нежизнеспособные корпорации — это корпорации, ликвидационная стоимость которых выше их стоимости как действующего предприятия с учетом потенциальных затрат на реструктуризацию, «равновесного» обменного курса и процентных ставок. Закрытие нежизнеспособных фирм гарантирует, что они не будут поглощать кредитные ресурсы или усугублять потери банков. Однако во время кризиса и сразу после него выявление нежизнеспособных корпораций затрудняется низкими показателями деятельности корпоративного сектора в целом. Жизнеспособность или нежизнеспособность компаний может определяться на основе моделирования прибыли и прогнозирования показателей балансов, а также исходя из здравого смысла.

Ликвидация нежизнеспособных корпораций во время системного кризиса обычно требует создания новых механизмов ликвидации, которые позволяют обойти стандартные судебные процедуры банкротства. В качестве стандартного подхода с минимальным участием государства может рассматриваться законодательство США о банкротстве. Однако на практике данное законодательство имеет сильный уклон в сторону ликвидации — примерно 90 процентов дел завершаются ликвидацией, а реорганизация занимает длительное время. Кроме того, суды обычно не в состоянии рассматривать большое число дел, им не хватает опыта, и они могут быть подвержены влиянию групп особых интересов. Предоставление должникам защиты от банкротства на период проведения посреднических процедур позволяет корпорациям, которые впоследствии признаются жизнеспособными, продолжать работу и обеспечивает возможность для упорядоченной ликвидации нежизнеспособных корпораций. Однако если должники пользуются защитой от банкротства, необходимо осуществлять мониторинг корпораций, с тем чтобы гарантировать, что действующее руководство не отделит наиболее рентабельные активы. Ускорению процесса ликвидации могут способствовать специальные суды или новые законы о банкротстве. В 1991 году в Венгрии был принят строгий закон о банкротстве, в соответствии с которым компании, имеющие просроченную задолженность, должны представлять кредиторам планы реорганизации; если согласия достичь не удается, компании ликвидируются. Кроме того, введение моратория по платежам банков на период ведения переговоров позволяет корпорациям, испытывающим серьезный дефицит кассовых средств, продолжать функционировать в то время, пока принимается решение об их жизнеспособности. В отсутствие действенных процедур банкротства реструктуризация может существенно замедлиться, как это произошло во многих странах с переходной экономикой, в Мексике в 1995 году и особенно в Индонезии после азиатского кризиса 1997 года.

Государство также должно принять решение относительно реализации активов ликвидированных корпораций. Задержки с реализацией активов связывают экономические ресурсы, замедляют подъем экономики и затрудняют реструктуризацию корпораций.

Безусловно, *необходимо реструктуризовать балансы жизнеспособных корпораций*. В реструктуризации участвуют внутренние и внешние частные кредиторы, кредиторы, вновь перешедшие в собственность государства, и корпорации по управлению активами, а также заинтересованные стороны, такие как профсоюзы и органы государственного

управления. Реструктуризация баланса обычно осуществляется путем сокращения долга или путем конверсии долга в акции. Часто мелкие кредиторы тормозят процесс реструктуризации долга, угрожая ликвидировать должника в попытке принудить основных кредиторов выкупить их долю долга на выгодных условиях. Этой проблемы координации можно избежать путем введения правил, которые допускают утверждение планов реорганизации без обязательного полного единогласия кредиторов; обеспечение соблюдения таких правил может достигаться за счет морального принуждения со стороны государства, предварительного согласия кредиторов с определенным набором принципов или через судебные процедуры банкротства.

Быстрое завершение относительно несложных операций может дать первый толчок программе реструктуризации. Реструктуризация часто задерживается в связи с трудностями стоимостной оценки операций вследствие экономической нестабильности и ненадежности данных по корпорациям.

В середине и конце 1990-х годов длительные задержки в проведении реформ законодательства о банкротстве существенно замедлили реализацию мер по крупномасштабной корпоративной реструктуризации. К началу 2000 года в Мексике все еще не была завершена реформа законодательства о банкротстве, хотя со временем кризиса, произошедшего в стране в 1995 году, объем требований банков к частному сектору резко сократился. В Восточной Азии неэффективные законы о банкротстве стояли на пути корпоративной реструктуризации, позволяя нежизнеспособным компаниям оставаться на плаву, что не только мешало банкам обращать взыскание на базовое залоговое обеспечение, но и лишало жизнеспособные компании стимулов к погашению своего долга, причиняя еще больший ущерб банкам. Задержки в проведении реформ законодательства о банкротстве обусловлены главным образом давлением со стороны групп и отдельных лиц, которые пострадали бы от ликвидации нежизнеспособных компаний, а также временем, необходимым для обеспечения оперативной работы правовых систем, столкнувшихся с внезапным ростом числа дел о банкротстве (см. вставку 2).

Одно из полезных предложений в отношении реформы законодательства о банкротстве касается прозрачности: регулярное раскрытие государством информации обо всех аспектах реструктуризации может выявить препятствия, которые ставят на пути этого процесса группы особых интересов, и тем самым вызвать общественное давление, направленное на ускорение реформы.

Вставка 2. Задержка в реструктуризации сдерживала развитие Японии в 1990-х годах

В Японии после десятилетия вялого экономического развития в 1990-х годах было широко признано, что экономические показатели не улучшатся, а уязвимость по отношению к кризисам не уменьшится, если не будет проведена крупномасштабная реструктуризация корпоративного сектора. Соотношение между заемными и собственными средствами корпораций оставалось в Японии достаточно высоким, что являлось следствием чрезмерных инвестиций и проблем в области управления.

Низкая рентабельность корпоративного сектора была связана со слабым состоянием балансов и низкими операционными доходами банков. Хотя в последние годы достигнуты значительные успехи в снижении соотношения между заемными и собственными средствами корпораций, эти успехи обусловлены не только увеличением собственного капитала, но и относительно резким сокращением займов корпораций, что может ограничивать возможности для роста экономики.

В 2002 году официальные органы страны начали в ускоренном порядке вводить меры, направленные на приздание импульса корпоративной реструктуризации. Поощрялось достижение банками и компаниями соглашений о внесудебной реструктуризации в обмен на прощение долга или конверсию долга в акции при условии соблюдения руководящих принципов, установленных соответствующими министерствами, а также коммерческими и банковскими ассоциациями. Новая стратегия опиралась на новое законодательство о гражданской реабилитации применительно к банкротствам корпораций, новые руководящие принципы урегулирования неплатежеспособности, которые укрепили основы корпоративной реструктуризации, и возросшую роль Корпорации по урегулированию и взысканию долгов, которая была создана для содействия реструктуризации банковских балансов.



Выбор формы участия государства

Как показывает опыт, крупномасштабная реструктуризация корпораций требует, чтобы государство взяло на себя ведущую роль, поставив целью определение приоритетов, ограничение экономических и социальных издержек кризиса, преодоление неэффективности рыночного механизма и устранение препятствий, создаваемых влиятельными группами особых интересов. Роль государства в корпоративной реструктуризации в значительной мере определяется условиями конкретной страны, что связано со сложностью этого процесса, его социальными последствиями и участием в нем различных элементов общества. По этой причине существует относительно небольшое число всеобъемлющих операционных принципов или очевидных способов систематизации возможных вариантов политики, особенно в сравнении с другими областями структурной политики, такими как либерализация операций с капиталом и реформа рынка труда. Принятый в настоящей работе подход состоит в рассмотрении пяти методов проведения корпоративной реструктуризации под руководством государства в порядке возрастания его роли в этом процессе.

Государственное посредничество

Посредничество государства между корпорациями и банками или между банками обосновано, если кредиторы не готовы или не могут взять на себя ведущую роль в процессе корпоративной реструктуризации. К числу возможных причин этого относится недостаточность банковского капитала, наличие у должников или кредиторов значительного перевеса на переговорах или отсутствие у банков или корпораций стимулов к урегулированию долговых проблем. Эти факторы могут затянуть процесс реструктуризации и привести к издержкам, которых можно было бы избежать, и даже к необоснованной ликвидации должников. Чтобы обойти эти ловушки, государство может выступить в качестве посредника — неофициально или на более структурированной основе. Лучшей из известных форм официального посредничества является «лондонский подход», который применяется в Соединенном Королевстве под эгидой Банка Англии (см. вставку 3).

Система государственного посредничества приемлема в тех случаях, когда корпоративная реструктуризация ограничена по масштабам, а существующие условия способствуют ее проведению.

Данный подход характеризуется гибкостью и адаптируемостью, но требует наличия пользующегося доверием государственного посредника, макроэкономической стабильности и соответствующих нормативных условий — все эти факторы присутствуют в Соединенном Королевстве, где лондонский подход успешно реализуется. Менее пригодным оказался этот подход в ситуациях с участием очень большого числа кредиторов, особенно иностранных.

Вставка 3. «Лондонский подход» предполагает разделение ущерба

Используемый в Соединенном Королевстве «лондонский подход» является лучшим из известных примеров официального посредничества. Он представляет собой набор принципов, которые реализуются под эгидой Банка Англии и используются для создания стандартной основы и содействия в приведении банков к согласию. Лондонский подход базируется на следующих принципах:

- если корпорация испытывает трудности, банки оставляют ей доступ к кредитным механизмам и не настаивают на банкротстве;
- банки сотрудничают между собой;
- решения о будущем должника принимаются только на основе полной информации, которой обмениваются между собой все банки и соответствующие стороны;
- старшинство требований признается, однако существует элемент разделения ущерба.

Лондонский подход не закреплен официально во избежание его чрезмерной юридической формализации, а также потому, что данная система должна быть гибкой и адаптируемой и основываться на ее добровольном принятии банками. В 1989–1997 годах лондонский подход применялся при участии Банка Англии более чем в 160 случаях.

Сильной стороной лондонского подхода является его адаптируемость. Несомненно, применению лондонского подхода при реструктуризации корпоративного долга в Соединенном Королевстве способствует благоприятная нормативная среда и макроэкономическая стабильность, незначительная роль иностранных кредиторов и, что наиболее важно, нечастые и небольшие по масштабам случаи реструктуризации корпоративного долга. В таких условиях лондонский подход, подкрепляемый надежной репутацией и объективностью Банка Англии, доказал свою эффективность.

Финансируемые государством программы стимулов

Финансовые стимулы, обеспечиваемые при помощи заранее составленной программы с государственным финансированием, могут быть полезны, если трудности корпораций носят системный характер, недостатки рыночного механизма или нормативной системы препятствуют реструктуризации, а государство располагает достаточными бюджетными ресурсами. Эти программы обычно включают стимулы в форме страхования или субсидий, предоставляемые кредиторам и должникам на добровольной основе. К числу стимулов относятся компенсация издержек кредиторов, связанных с продлением сроков погашения долга и льготных периодов, гарантии в отношении процентных ставок и обменных курсов и вливания акционерного капитала. Государство должно соотносить бюджетные затраты на такой план с системными выгодами, создаваемыми облегчением финансовых трудностей корпораций. Подобные государственные стратегии применялись в Мексике в начале 1980-х и середине 1990-х годов, а также в Чили (см. примеры конкретных стран на страницах 17–23).

Рекапитализация банков

Рекапитализация банков обоснована, если проблемы корпоративного долга являются достаточно глубокими, чтобы подрывать устойчивость банковской системы, и если банки готовы и способны провести реструктуризацию корпораций собственными силами. Широко-масштабное прекращение платежей по корпоративным займам, обычно обусловленное макроэкономической нестабильностью, сокращает банковский капитал и может даже привести к его исчезновению. Если для реструктуризации долга банкам необходим только новый капитал (то есть они имеют стимулы и возможности для урегулирования долга), а новый частный капитал, достаточный для возобновления нормального функционирования банков, не поступает, то для восстановления банковского капитала требуется государственное финансирование.

В целях содействия в координации мер политики, необходимых для обеспечения успешной рекапитализации, обычно создается новое агентство по реструктуризации банков. Такое агентство должно тщательно оценивать потенциально высокие бюджетные затраты на рекапитализацию банков в сравнении с выгодами от ее проведения. Прежде чем государственные средства будут использованы для река-

питализации банков, существующий акционерный капитал должен быть списан, с тем чтобы гарантировать, что бремя, ложащееся на налогоплательщиков, не превысит их справедливой доли. Предъявляемое к агентству по реструктуризации требование об аннулировании его позиций в акционерном капитале после достижения заранее оговоренных условий ускоряет возврат банков под частный контроль. Наконец, в большинстве случаев такое агентство играет ключевую роль в принятии решения о том, следуют ли банкам самим управлять своими неблагополучными активами или передать их корпорации по управлению активами или иной структуре.

Затраты на рекапитализацию, как правило, оказываются выше, чем при среднем кризисе банковского сектора, учитывая серьезность рассматриваемых здесь системных финансовых кризисов. Затраты на санацию банков при типичном банковском кризисе, как правило, составляют сумму, равную примерно 7–14 процентам ВВП, но в Индонезии они превысили 50 процентов, а в Чили составили 41 процент.

Рекапитализация банков обоснована при тех же условиях, что и использование государственных программ, но в тех странах, где банки более компетентны в вопросах урегулирования долга. Однако рекапитализация создает новую проблему «морального риска»: то есть банки могут иметь стимулы спекулировать новым капиталом, выдавая ссуды с высоким риском в надежде на то, что в случае непогашения этих ссуд они будут вновь рекапитализованы. Более того, у вновь рекапитализованных банков, имеющих большие доли участия в реструктурируемых корпорациях, могут возникнуть взаимопротиворечие цели. Во избежание морального риска рекапитализация должна дополняться мерами, направленными на улучшение банковского надзора и управления, особенно если в конечном счете в собственности банков оказывается большая часть корпоративного сектора. Полезную роль может сыграть увязка рекапитализации банков с конкретными мерами банков по реструктуризации корпоративного долга.

Корпорация по управлению активами

Создание новой финансируемой государством корпорации по управлению активами требуется в тех случаях, когда число проблемных корпораций велико и существуют микроэкономические факторы, которые серьезно препятствуют реструктуризации. К наиболее важным из таких факторов относятся низкая капитализация банков и неэффективное управление ими, недостаточный опыт банков в области

урегулирования долга, неравное соотношение сил между банками и корпорациями, неспособность и неготовность корпораций представлять достоверную финансовую информацию и, опять же, неблагоприятные системные последствия. Финансируемая государством корпорация по управлению активами может приобретать безнадежные ссуды, предоставлять капитал банкам и корпорациям, проводить переговоры с должниками и принимать активное финансовое и операционное участие в реструктуризации. Если суды по делам о банкротстве недейственны, корпорация по управлению активами может также выступать в качестве внесудебного механизма банкротства, поскольку для принятия законодательных актов и создания институциональной инфраструктуры, обеспечивающей действенные процедуры банкротства, может потребоваться время. Долг, принятый корпорацией по управлению активами, может быть конвертирован в акции и со временем предложен в открытую продажу.

Корпорация по управлению активами обеспечивает возможность экономии при увеличении масштабов в данной специализированной области реструктуризации корпоративного долга и может способствовать развитию вторичных рынков долговых инструментов. Польза для банков заключается в увеличении капитала, корпорации же могут ожидать более быстрой реструктуризации своих долгов. Корпорации по управлению активами использовались в Венгрии, Индонезии, Корее и Малайзии. В Восточной Азии корпорации по управлению активами приняли на себя крупные суммы долга, составлявшие эквивалент от 10 до 35 процентов ВВП. Однако процесс урегулирования проблемных активов и их реализации оказался довольно медленным. Создание корпорации по управлению активами целесообразно в случае невозможности реструктурировать долг при ведущей роли банков, однако данный подход также сопряжен с рисками. Для того чтобы добиться успеха, корпорация по управлению активами должна иметь четкие и заранее определенные цели, стремиться к максимизации возврата ссуд, оставаться в стороне от политики и располагать достаточными финансовыми средствами.

Ответственный за реструктуризацию

Сложность мер по корпоративной и финансовой реструктуризации во многих странах, недавно переживших кризис в корпоративном секторе, была причиной назначения должностных лиц, ответственных за проведение реструктуризации, в целях ускорения темпов ре-

формы. Такой ответственный может в четкой и прозрачной форме определить цели реструктуризации, преодолеть чрезмерное воздействие кредиторов или должников, установить порядок и приоритеты предоставления государственной финансовой поддержки и привлечь к участию те элементы общества, которые в противном случае оказались бы исключенными из этого процесса. Как правило, ответственные за реструктуризацию назначаются главой исполнительной власти страны и подотчетны ему; они осуществляют надзор за посреднической деятельностью, комиссиями по реструктуризации корпораций, корпорациями по управлению активами и агентством по реструктуризации банков.

Назначение ответственных за реструктуризацию началось сравнительно недавно. Ни в одном из эпизодов кризисов 1980-х и начала 1990-х годов такие ответственные, по-видимому, не назначались. В Корее финансовой реструктуризацией с начала 1998 года руководила Комиссия по финансовому надзору. Председатель этой Комиссии являлся членом кабинета министров и подчинялся непосредственно президенту страны.

Ответственный за реструктуризацию может содействовать ускорению темпов реструктуризации, если имеется большое число участников с взаимно противоречащими интересами, а системные последствия повышают издержки реструктуризации в случае задержек в ее проведении. Естественно, существуют потенциальные проблемы, связанные с централизацией надзора за реструктуризацией, включая чрезмерную политизацию и отсутствие рыночных стимулов, которые определяли бы процесс принятия решений. Тем не менее, по мере того как процесс реструктуризации все больше усложняется, а системные последствия корпоративного кризиса остаются серьезными, назначение подобных ответственных может стать более типичной чертой крупномасштабных мер по реструктуризации.



Сокращение роли государства

Необходимость первоначального расширения и последующего сокращения роли государства помогает объяснить тот факт, что для завершения реструктуризации требуется длительное время. На новые учреждения по реструктуризации налагаются экономические и политические ограничения, которые заставляют правительство оценивать непростые компромиссы, особенно между краткосрочными издержками реструктуризации (безработица, резкое падение цен активов, обучение новых руководителей корпораций) и долгосрочными выгодами от ее проведения (более эффективное распределение ресурсов и более надежное состояние балансов). Первоначально атмосфера кризиса смягчает разногласия между группами особых интересов, вызываемые безработицей и отстранением владельцев корпораций. Однако после окончания кризиса и возобновления экономической активности широкая поддержка реформ часто ослабевает. Принципиально важно то, что влияние групп особых интересов может задерживать реформу положений о банкротстве и приватизацию корпораций, которая привела бы к уменьшению их доли собственности.

На завершение реструктуризации указывает продажа большей части или всей государственной собственности в частном секторе, которая может существенно увеличиться после кризиса. Участие государства в собственности корпоративного сектора может быть прямым, после конверсии долга в акционерный капитал, или косвенным, через государственные корпорации по управлению активами и проводимую государством рекапитализацию банков. Успешная приватизация требует передачи контрольных функций не только государства, но и существующего руководства. Как правило, для улучшения корпоративного управления необходимо появление стратегического инвестора, которым в случае стран с небольшими или средними размерами экономики обычно становится иностранное финансовое учреждение.

Успешное завершение крупномасштабной корпоративной реструктуризации часто может занимать длительное время — возможно, как минимум пять лет. В Чили началом реструктуризации может считаться установление контроля над проблемными финансовыми учреждениями в конце 1981 года, тогда как последние случаи установления контроля и программы реструктуризации долга относятся к 1986 году; при этом приватизация банков и модернизация институциональной системы были завершены лишь в 1989 году. К 1998 году доля государственной собственности в капитале банковского сектора

Польши сократилась до одной трети, а иностранным владельцам принадлежало 40 процентов капитала банков, тогда как в Венгрии государственная собственность уменьшилась до 20 процентов, причем большая часть оставшейся доли принадлежала иностранцам.

Задержки в проведении реструктуризации могут нанести серьезный материальный ущерб. Сохранение государственной собственности может затруднять реструктуризацию и ухудшать перспективы долгосрочного экономического роста, создавая препятствия рыночным силам, необходимым для повышения эффективности. Кроме того, медленные темпы реструктуризации приводят к тому, что иностранные инвестиции будут направляться в другие, конкурирующие страны, и этот процесс может оказаться труднообратимым. Наконец, задержки в реструктуризации связаны с бюджетными расходами, особенно на принадлежащие государству неэффективные банки и корпорации.

Время, необходимое для завершения реструктуризации, может быть сокращено, если стратегия разработана надлежащим образом. Как отмечалось выше, заблаговременная и прозрачная разработка общей стратегии может обеспечить поддержку со стороны общественности, противодействовать сопротивлению групп особых интересов и повысить действенность политики. Важнейшее значение имеет быстрое создание способствующих реструктуризации правовых условий. Четкое заявление о целях реструктуризации дает ясно понять впоследствии, когда государство должно будет вновь сократить свою роль и закрыть учреждения по реструктуризации. Положения, определяющие конкретный период деятельности государственных учреждений по реструктуризации, могут содействовать ограничению сроков их существования.



Примеры конкретных стран

Мексика, начало 1980-х годов

В начале 1980-х годов Мексика приняла государственную программу реструктуризации внешнего долга корпораций, после того как в 1982 году произошел сбой в платежах по внешнему долгу и перестали поступать новые кредиты. В начале 1983 года правительство создало трастовый фонд для покрытия валютного риска, известный под названием FICORCA, надзор за деятельностью которого осуществлял центральный банк. Для корпораций основным стимулом к участию в FICORCA была возможность обменять свой внешний долг на новые долговые обязательства, деноминированные в песо, по гарантированному государством обменному курсу, установленному в начале этой операции, и с более длительным сроком погашения в 8 или более лет и льготным периодом в 4 года.

В рамках FICORCA была проведена реструктуризация долга примерно 2000 корпораций на сумму приблизительно 12,5 миллиарда долларов. Функционирование данного механизма обеспечивалось штатом примерно в 50 сотрудников, а платежи в счет обслуживания долга проводились на платной основе коммерческими банками Мексики. Принятие правительством валютного риска принесло значительные прибыли благодаря увеличению сроков погашения пролонгированных долговых обязательств и последующему росту курса песо.

Деятельность FICORCA в целом была сочтена успешной, поскольку переоформление крупной суммы ссуд в рамках этой программы помогло разрешить проблемы, с которыми столкнулся частный сектор в 1982 году. FICORCA создала стабильные условия для переговоров по долгу, зафиксировала уровень валютного риска должников, обеспечила должникам определенную передышку и создала возможность для установления более низкой процентной ставки по внешнему долгу, чем могли бы добиться должники самостоятельно. При этом правительство не принимало на себя коммерческий риск. Относительно узкий круг задач механизма FICORCA означал, однако, что на него не возлагались многие сложные проблемы, касавшиеся других аспектов, таких как выявление нежизнеспособных компаний, реструктуризация внутреннего долга и проблемы координации, возникающие между кредиторами и между кредиторами и должниками. Кроме того, правительство подвергалось валютному риску.

Чили

В начале и середине 1980-х годов в Чили проводилась рекапитализация банков и осуществлялись государственные планы по реструктуризации корпоративного долга. Проблемы погашения долга возникли в результате экономического спада 1981–1983 годов, произошедшего после десятилетия финансовых реформ и весьма заметной активизации финансового посредничества. Для создания стимулов к обслуживанию долга и восстановления надежности банковской системы официальные органы улучшили банковский надзор и регулирование, провели рекапитализацию частных банков путем покупки нестандартных ссуд по номиналу в 1982, 1984 и 1986 годах и ввели в действие несколько программ, создававших финансовые стимулы к реструктуризации долга. В частности, долговые обязательства, деноминированные в песо и долларах США, были переоформлены по фиксированной реальной процентной ставке (7 процентов в 1983 году и 5 процентов в 1984 году) и с более длительным сроком погашения (10 лет с возможностью продления до 15 лет), с льготным периодом 5 лет для основной суммы и один год для процентов. До проведения реструктуризации заемщикам было разрешено конвертировать с дисконтом займы, индексированные по доллару США, в займы, деноминированные в песо. Центральный банк предоставлял банкам крупные субсидии, поскольку реализация этих программ вела к снижению их ликвидности и рентабельности.

Масштабы этих программ и рекапитализации банков были значительными. К концу 1984 года 21 процент внутреннего кредита был переоформлен на более льготных условиях. Кроме того, к августу 1985 года общий объем ссуд, проданных финансовыми учреждениями Центральному банку Чили, составил 2,9 миллиарда долларов США.

Реструктуризация долга, дополнявшаяся рекапитализацией банков и реформой финансового сектора в сочетании с устойчивым экономическим подъемом в середине 1980-х годов, способствовала значительному повышению ликвидности и стабильности корпоративного и банковского секторов. Вместе с тем, можно считать, что эти меры растянули воздействие кризиса на корпоративный и банковский сектора вследствие очевидного отсутствия у банков стимулов к отделению жизнеспособных предприятий от нежизнеспособных, а также необходимости в неоднократной рекапитализации банков (что было обусловлено недостаточностью первой рекапитализации) и низких темпов совершенствования надзора и реструктуризации корпораций. Кроме того, в результате реализации этих программ центральный банк понес крупные операционные убытки.

Венгрия

В 1991–1995 годах в Венгрии применялось несколько подходов к реструктуризации корпоративного долга. В соответствии с жестким законом о «банкротстве» 1991 года компании, имеющие задолженность, просоченную на 90 или более дней, должны были подать заявление о реорганизации (которая называлась банкротством) или ликвидации. Затем должники представляли кредиторам планы реорганизации под надзором доверительного лица, выбранного из списка, который вело правительство. Если согласия достичь не удавалось, предприятие-должник ликвидировалось. В течение 1992–1993 годов было зарегистрировано 5000 дел о «банкротстве» и 17 000 дел о ликвидации. Несмотря на успехи, достигнутые в рамках этого подхода, представляющего собой один из вариантов государственного посредничества, одновременно с рекапитализацией банков в 1993 году была принята программа, аналогичная созданию корпорации по управлению активами (в 1991–1994 годах банки были рекапитализированы четыре раза на общую сумму, эквивалентную 9 процентам ВВП 1993 года). В рамках новой программы государством была проведена прямая реструктуризация 55 компаний, представители отраслевых министерств принимали участие в переговорах о реструктуризации, а если достижение соглашения оказывалось невозможным, Агентству по государственному имуществу (АГИ) предоставлялось право выкупить у банков безнадежные долги. В общей сложности под реорганизацию или ликвидацию подпала почти половина из 603 крупных убыточных компаний, однако во многих случаях их управление осталось в руках прежнего руководства.

Таким образом, конечные итоги реструктуризации корпораций в Венгрии были неоднозначными. Использованный на начальном этапе подход на базе посредничества дал некоторые положительные результаты, однако впоследствии высокая степень вмешательства государства в рамках АГИ привела к замедлению темпов реструктуризации и снижению ее эффективности. Неоднократные и дорогостоящие меры по рекапитализации банков были обусловлены задержками в улучшении надзора и регулирования, недостаточной сменяемостью руководства банков и отсутствием связей между рекапитализацией банков и реструктуризацией корпораций. Медленное улучшение показателей деятельности корпораций отражало неспособность государства провести реструктуризацию корпораций, перешедших под его контроль, или даже осуществлять мониторинг их функционирования. Однако в последние несколько лет коммерческие банки были приватизированы, а в области реструктуризации корпораций были достигнуты значительные успехи.

Польша

Польша успешно применяла отдельные элементы подходов, основанных на рекапитализации банков и государственном посредничестве. Программа реструктуризации предприятий и банков, принятая в 1993 году, предусматривала одновременную реструктуризацию банков и корпораций. Рекапитализация крупных коммерческих банков проводилась только в том случае, если они осуществляли план реструктуризации должников, приемлемый для Министерства финансов. В рамках этих планов банки должны были применить в отношении каждого должника процедуру ликвидации или реструктуризации («согласительную процедуру»). Мировые соглашения об урегулировании безнадежных ссуд предоставляли банкам право вести переговоры для достижения соглашения об урегулировании задолженности от имени всех кредиторов при условии согласия держателей 50 процентов долга. Банки оставляли у себя все средства, полученные в порядке взыскания ссуд, и были наделены большими полномочиями в случае проведения процедуры банкротства в судебном порядке, что давало им дополнительные стимулы к реструктуризации. Департаментам банков, занимающимся урегулированием долга, предоставлялись субсидии в рамках технической помощи, которые финансировались учреждениями-донорами.

Заемщики, на долю которых в конце 1991 года приходилось 57 процентов ссуд, классифицированных как необслуживаемые, к 1994 году полностью или частично выплатили свою задолженность. Кроме того, существенно улучшилось состояние капитала банков и расширились их возможности по оценке кредитов, отчасти благодаря мерам, которые привели к усилению конкуренции в финансовом секторе.

Представляется, что избранный Польшей подход позволил провести рациональную с экономической точки зрения реструктуризацию долга и создать здоровый банковский сектор при относительно низких бюджетных затратах, поэтому из опыта Польши можно извлечь ряд полезных уроков для экономической политики. Во-первых, реструктуризация корпоративного долга и банковская реформа были эффективными, так как они проводились одновременно и в соответствии с комплексным и прозрачным планом. Во-вторых, связка рекапитализации банков с реструктуризацией корпораций способствовала повышению надежности банков и жизнеспособности корпоративного сектора. В-третьих, представляется, что государственные субсидии банкам на цели развития навыков в области урегулирования долга повысили своевременность и качество реструктуризации долга.

Мексика, 1995–1997 годы

В 1995 году в Мексике была принята государственная программа и проведена рекапитализация банков для облегчения реструктуризации крупных внутренних синдицированных займов. Когда после кризиса 1994–1995 годов существующая правовая система и законодательство о банкротстве продемонстрировали свою неадекватность для реструктуризации внутреннего долга крупных корпораций, в январе 1995 года по инициативе президента Эрнесто Седильо была создана Координационная группа для достижения соглашения между банками и предприятиями для разработки руководящих принципов, посредничества на переговорах и создания финансовых стимулов к реструктуризации долга. Эта работа дополнялась рекапитализацией банков, в том числе путем покупки безнадежных долгов корпорацией по управлению активами, получившей название Банковского фонда защиты сбережений, дерегулированием рынка капитала и совершенствованием стандартов бухгалтерского учета и банковского надзора. В состав Координационной группы входили два представителя частного сектора, два представителя государственного сектора и небольшой штат сотрудников. Право на получение помощи от Координационной группы имели только те корпорации, которые банки считали жизнеспособными и для которых они запрашивали такую помочь. На время переговоров платежи приостанавливались, и ведущий банк заключал обязательные для выполнения соглашения с группой банков, на долю которых приходилось 60 процентов совокупных банковских кредитов. Должники были обязаны предоставлять кредиторам доступ ко всей финансовой информации, а кредиторы были обязаны обмениваться информацией друг с другом. Тот долг, который представлял собой непосильное бремя для корпораций, выплачивался посредством продажи активов, конверсии долга в акции или списаний. Финансовые стимулы, создаваемые Банком национального развития Мексики, включали вливание 9 миллионов долларов США в акционерный капитал отдельных реструктурируемых корпораций, межбанковские долговые свопы и ссуды на пополнение оборотного капитала. Координационная группа для достижения соглашения между банками и предприятиями для разработки руководящих принципов официально прекратила свою деятельность 1 мая 1997 года после реструктуризации 31 ссуды стоимостью примерно 2,6 миллиарда долларов, а Банковским фондом защиты сбережений были приобретены безнадежные ссуды на сумму, эквивалентную 15 процентам ВВП.

В условиях быстрого улучшения макроэкономической ситуации и внешней конъюнктуры и сравнительно небольшого числа должников финансовые стимулы, созданные Координационной группой, по-видимому, облегчили проведение реструктуризации. Ее опыт указывает на преимущества гибкого подхода, реализуемого при прямой поддержке государства, и централизации информации в рамках одного учреждения. Однако в то же время слабый надзор и отсутствие прозрачности привели к очень крупным и еще не в полной мере реализованным убыткам от безнадежных ссуд, приобретенных Банковским фондом защиты сбережений.

Таиланд

Во время азиатского кризиса 1997–1998 годов Таиланд использовал сочетание нескольких подходов к реструктуризации. Чтобы подтолкнуть банки к реструктуризации своих авуаров корпоративного долга, были установлены более мягкие правила классификации необслуживаемых ссуд после их реструктуризации. Были устранены налоговые препятствия реструктуризации долга, и государство ослабило ограничения на участие иностранцев в экономике.

Рекапитализация финансовых учреждений проводилась несколькими способами. Многие финансовые компании и ряд банков были закрыты; другие были санированы. Важно, что рекапитализация финансовых учреждений была увязана с подписанием обязательных для выполнения соглашений с должниками. Для урегулирования банковских ссуд была создана корпорация по управлению активами. Убытки Фонда развития финансовых учреждений, кредитора в последней инстанции для финансовой системы, были переоформлены в государственные долговые обязательства, а агентство по реструктуризации финансового сектора продавало с аукциона активы закрытых учреждений. Был создан Консультативный комитет по реструктуризации корпоративного долга, возглавляемый Банком Таиланда, с участием представителей финансового и корпоративного секторов. Консультативный комитет составил список финансовых консультантов, имеющих опыт реструктуризации корпоративного долга, утвердил добровольную систему реструктуризации долга, основанную на лондонском подходе, и четко сформулировал подход, который должен был использоваться при урегулировании долга корпораций с участием нескольких кредиторов. В 2001 году была создана Корпорация Таи-

ланда по управлению активами для управления проблемными корпоративными ссудами и урегулирования этих ссуд в соответствии со специальными юридическими полномочиями.

К середине 2001 года соотношение между заемными и собственными средствами корпораций не опустилось до уровня ниже предкризисного. Деятельность Консультативного комитета в области реструктуризации корпораций была в основном завершена, и предполагалось, что Корпорация Таиланда по управлению активами примет на себя ведущую роль, приобретя примерно половину (30 миллиардов долларов США) проблемных активов финансовой системы.



Выводы

Корпоративная реструктуризация в крупных масштабах потенциально является одной из наиболее сложных задач, стоящих перед органами экономической политики. Необходимость крупномасштабной реструктуризации возникает после финансового кризиса, когда финансовые трудности корпораций носят широко распространенный характер. Для успешного проведения реструктуризации необходимо, чтобы государство взяло на себя ведущую роль в определении приоритетов реструктуризации, преодолении неэффективности рыночного механизма, реформировании правовой и налоговой систем, а также (что, возможно, является самой важной задачей) в устранении препятствий, создаваемых влиятельными группами особых интересов.

Ниже перечислены некоторые общие уроки, касающиеся крупномасштабной реструктуризации корпораций, которые можно извлечь из опыта стран, рассмотренных в настоящей брошюре.

- Государство должно быть готово взять на себя значительную роль, как только будет признано, что кризис носит системный характер.

-
- Важнейшее значение имеет устойчивая макроэкономическая и правовая среда, способствующая реструктуризации.
 - Меры должны приниматься оперативно, чтобы компенсировать социальные издержки кризиса и реструктуризации.
 - Реструктуризация должна основываться на целостной и прозрачной стратегии, охватывающей корпоративную и финансовую реструктуризацию.
 - Цели реструктуризации должны быть сформулированы с самого начала, и положения, определяющие конкретный срок завершения деятельности новых учреждений по реструктуризации и содержащиеся в законодательстве, предоставляющем полномочия таким учреждениям, должны быть основаны на этих целях.
 - Важнейшее значение имеют решительные меры по установлению эффективных процедур банкротства в условиях давления со стороны групп особых интересов.
 - После достижения поставленных целей реструктуризации государство должно вновь сократить свою роль в экономике, с тем чтобы создать условия для более высоких темпов экономического роста в долгосрочной перспективе.
 - Для проведения крупномасштабной корпоративной реструктуризации в послекризисный период в среднем требуется как минимум пять лет.
 - Наконец, кризис в конечном счете может улучшить перспективы долгосрочного экономического роста как за счет ослабления влияния групп особых интересов, которые ранее препятствовали преобразованиям, так и благодаря успешному проведению реструктуризации корпораций.



Серия «Вопросы экономики»

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer.* Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits.* 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work.* C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets.* Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows.* Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Ziliu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits.* Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications.* Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth.* Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s.* Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring.* Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbaşioğlu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy.* Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues.* Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica

Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.

18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
20. «Создание рабочих мест: причины успеха некоторых стран». Пьетро Гарибальди и Паоло Мауро, 2000 год.
21. «Совершенствование управления и борьба с коррупцией в странах Балтии и СНГ: роль МВФ». Томас Вульф и Эмине Гюрген, 2000 год.
22. «Задача прогнозирования экономических кризисов». Эндрю Берг и Кэтрин Паттилло, 2000 год.
23. «Содействие экономическому росту в странах Африки к югу от Сахары: изучение действенных методов». Анупам Басу, Эвенд-желос А. Каламитсис и Данешвар Гура, 2000 год.
24. «Полная долларизация: преимущества и недостатки». Эндрю Берг и Эдуардо Боренштейн, 2000 год.
25. «Борьба с загрязнением окружающей среды: использование налогов и реализуемых квот». Джон Норрегаард и Валери Реппелен-Хилл, 2000 год.
26. «Бедность сельского населения в развивающихся странах: выводы для государственной политики». Махмуд Хасан Хан, 2001 год.
27. «Налоговая политика для развивающихся стран». Вито Танзи и Хауэлл Зи, 2001 год.
28. «Моральный риск. Способствует ли финансирование МВФ нео-смотрильности заемщиков и кредиторов?». Тимоти Лейн и Стивен Филлипс, 2002 год.
29. «Пенсионная головоломка. Предварительные условия и возможные варианты политики при разработке систем пенсационного обеспечения». Николас Барр, 2002 год.

-
30. «*Скрываясь в тени. Рост подпольной экономики*». Фридрих Шнейдер при участии Доминика Энста, 2002 год.
 31. «*Реструктуризация корпоративного сектора. Роль государства во времена кризиса*». Марк Р. Стоун, 2002 год.

Марк Стоун — старший экономист Департамента денежно-кредитных и финансовых систем МВФ и автор документов и статей по проблемам корпоративного сектора, финансовых кризисов и денежно-кредитной политики. Ранее он работал в банке «Fleet National Bank» и компании «Data Resources, Inc». Имеет ученые степени Лондонской школы экономики и Университета штата Висконсин.



**Corporate Sector Restructuring
The Role of Government in Times of Crisis
(Russian Edition)**

