

*Е. ЖУРАВСКАЯ,  
доктор экономики,  
директор по научной работе  
Центра экономических и финансовых  
исследований и разработок (ЦЭФИР),*

*К. СОНИН,  
кандидат физико-математических наук,  
профессор Российской экономической школы,  
ведущий экономист ЦЭФИР*

### **ЭКОНОМИКА И ПОЛИТИКА РОССИЙСКИХ БАНКРОТСТВ\***

Банкротство является одним из важнейших институтов любой рыночной экономики. Его механизм определяется законом о банкротстве. В течение четырех лет своего действия российский Закон о банкротстве 1998 г. был одним из наиболее широко обсуждаемых экономических документов в стране. Согласно распространенной точке зрения, он — “худший закон России”<sup>1</sup>. Однако с позиции современной экономической теории данный закон — один из лучших в мире. Его авторы пытались учесть следующие факторы: наличие огромного количества неплатежеспособных предприятий; необходимость защиты кредиторов как средство привлечения инвестиций; невозможность ликвидации социально значимых предприятий. Тем не менее результаты применения данного закона не слишком впечатляющи — по-прежнему отмечается очень мало случаев реструктуризации потенциально прибыльных и ликвидации (или смены собственника) неэффективных предприятий. Кроме того, Закон о банкротстве 1998 г. часто называют удобным инструментом для нечестного захвата собственности<sup>2</sup>.

---

\* Авторы выражают признательность своим ассистентам Ю. Андриенко, Е. Бессоновой и А. Суслиной за помощь в работе, А. Ламберт-Могиланской, Э. Берглофу, А. Шлейферу и Г. Юдашкиной — за полезные советы и поддержку, участникам семинаров в Гарвардском университете, Институте Уильяма Дэвидсона (Университет Мичигана), Колумбийском университете, Университете Мэриленда, Всемирном банке и Лондонском центре исследований экономической политики — за многочисленные комментарии.

<sup>1</sup> Эксперт, 2001, № 39.

<sup>2</sup> Здесь есть определенная тонкость: любой закон о банкротстве — это инструмент для захвата собственности. В то же время все известные нам примеры захвата собственности с помощью использования закона о банкротстве содержали нарушения его положений и/или норм других действующих законов.

Многие экономисты ожидали, что введение в действие Закона о банкротстве 1998 г. приведет к резкому увеличению количества банкротств, поскольку большинство российских фирм накопили значительную задолженность перед федеральным и региональными бюджетами и частными кредиторами<sup>3</sup>. Конечно, после принятия закона число банкротств существенно возросло<sup>4</sup>. Ряд экспертов интерпретировали это как свидетельство ужесточения бюджетных ограничений для российских предприятий.

Однако на основе статистики нельзя сделать вывод об эффективности закона. Например, согласно данным Госкомстата РФ, в 2000 г. более 50% российских предприятий оказались убыточными. В то же время дела о банкротстве были возбуждены менее чем на 2% предприятий. Для того чтобы прийти к заключению об эффективности закона, нужно знать, что произошло с фирмами, против которых было начато дело о банкротстве, и сколько таких дел было доведено до конца.

Результаты анализа данных на микроэкономическом уровне подтверждают гипотезу *“политического захвата банкротства”*: экономическая неэффективность Закона о банкротстве 1998 г. была обусловлена неэффективностью политических институтов федерализма. Действительно, вероятность введения внешнего управления (в отличие от ликвидации) находилась в прямой зависимости от “силы” губернатора в регионе, где действует фирма, от того, насколько плохи отношения губернатора с федеральным центром, от величины задолженности региона по налогам перед федеральным бюджетом и от степени закрытости системы сбора местных налогов, позволяющей собирать большую часть налогов в натуральной форме и в виде взаимозачетов. Кроме того, вероятность введения внешнего управления выше для очень крупных фирм, функционирующих в эффективных и прибыльных отраслях. И наоборот, вероятность возбуждения против компании дела о ликвидации (в противовес введению внешнего управления) обратно пропорциональна “силе” губернатора в регионе, где действует фирма, тому, насколько плохи отношения губернатора с федеральным центром, величине задолженности региона по налогам перед федеральным бюджетом.

Мы попытались проанализировать причины сложившейся ситуации, а также кратко рассмотреть наиболее структурированные теории о банкротстве в России. В работе приводятся результаты эмпирического анализа процесса российских банкротств в 1997–2001 гг. Поскольку новый Закон о банкротстве, введенный в действие в декабре 2002 г., сохранил многие недостатки прежнего закона, в то же время лишившись практически всех его достоинств, наш подход позволяет прогнозировать последствия его применения.

<sup>3</sup> До 1998 г. институт банкротства в России фактически отсутствовал. Например, закон 1992 г. содержал положения, которые в реальности обеспечивали полный контроль над данной процедурой со стороны руководителей предприятия.

<sup>4</sup> См. подробнее: Симачев Ю. Институт несостоятельности в России: спрос, основные тенденции и проблемы развития. — Вопросы экономики, 2003, № 4.

## Теоретические подходы

### *Идеальное банкротство*

В рыночной экономике закон о банкротстве обеспечивает *механизм ликвидации неэффективных предприятий*, позволяет акционерам с конфликтующими интересами (менеджерам, владельцам, работникам, кредиторам, государственным чиновникам и пр.) эффективно вести переговоры в рамках установленной процедуры. В частности, закон о банкротстве выступает *механизмом возвращения задолженности* кредиторам. Для фирм, испытывающих временные финансовые затруднения, но являющихся при этом потенциально прибыльными и состоятельными, закон о банкротстве служит *механизмом финансовой реструктуризации*. Кроме того, важные функции института банкротства — *поощрение инвестиций* за счет обеспечения защиты кредиторов и *создание правильных стимулов для менеджеров*.

О. Харт выделяет следующие задачи идеальной процедуры банкротства: 1) когда она начинается, закон должен определять процедуру, которая позволит максимизировать общую стоимость фирмы (для кредиторов, собственников и т.п.). В частности, в законе должно быть указано — кто (какой орган) принимает решение о ее ликвидации или реструктуризации; 2) закон призван создавать правильные стимулы для менеджеров и собственников, а неэффективных менеджеров нужно устранять; 3) при банкротстве необходимо соблюдать приоритет среди кредиторов; какое-то имущество должно оставаться собственникам<sup>5</sup>.

Многие эксперты считают, что российский Закон о банкротстве 1998 г. предоставлял слишком большие права кредиторам. Отметим, что разделение законов о банкротстве на “прокредиторские” и “продебиторские” теоретически очень рискованно. Если права кредитора защищены плохо, то любой кредит для него более рискован и соответственно ставка процента по нему будет для заемщика выше. Другими словами, легкое банкротство выгодно и всем заемщикам (особенно тем, кто в состоянии банкротства не попадает).

### *Российские законы о банкротстве*

История российского постсоветского законодательства о банкротстве насчитывает всего чуть больше 10 лет. С начала переходного периода было принято три закона о банкротстве: первый — в ноябре 1992 г., второй — в марте 1998 г., третий — в октябре 2002 г. С содержательной точки зрения первые два закона существенно различались и оказали неодинаковое воздействие на российскую экономику.

Первый закон о банкротстве слабо повлиял на состояние экономики. Банкротство не обеспечивало серьезных стимулов для руководителей российских предприятий и не улучшало защиты прав кредиторов. Назовем две причины подобной ситуации: во-первых, в законе

---

<sup>5</sup>Hart O. Different Approaches to Bankruptcy. NIER Discussion Paper No 1903, 2000.

были сформулированы условия, делающие банкротство практически невозможным без согласия действующих менеджеров предприятия; во-вторых, им предусматривалась весьма сложная процедура объявления компании банкротом. Неэффективность Закона о банкротстве 1992 г. обусловила необходимость разработки нового закона.

Закон о банкротстве, принятый в 1998 г., соответствовал самым современным стандартам экономической теории<sup>6</sup>. Согласно ему, любой кредитор компании, на долю которого приходится незначительный объем долга (в настоящее время — 5 тыс. долл.), просроченный на три месяца, имеет право возбудить дело о банкротстве. Это правило существенно лучше того, которое использовалось в законе 1992 г., поскольку стало возможным объявить банкротами неплатежеспособные компании, что, в свою очередь, обеспечивает их руководителям правильные стимулы. Далее, если кредитор возбуждает дело о банкротстве, оно осуществляется согласно следующей процедуре. *Сначала* временный управляющий, назначенный судьей арбитражного суда, собирает информацию относительно претензий к компании и проводит собрание кредиторов, на котором они решают, ликвидировать ее или реорганизовать. *Затем* судья с учетом решения, принятого на собрании кредиторов, принимает свое собственное решение о том, подлежит ли данная компания ликвидации или реорганизации, и назначает конкурсного управляющего в случае, если принято решение о ликвидации, или внешнего управляющего в случае, если принято решение о реорганизации (процедура реорганизации называется внешним управлением). Отметим, что судья не обязан следовать требованиям кредиторов о ликвидации или реорганизации компании или принимать их кандидатуры на должность конкурсного управляющего, осуществляющего процедуру банкротства.

В результате инициирования процесса либо ликвидации, либо реорганизации прежние руководители компании теряют контроль над ней за исключением ситуации, когда один из членов предыдущей команды назначается внешним управляющим. Законом специально предоставляются большие права судьям арбитражного суда, поскольку его разработчики хотели избежать необъективного отношения как к кредиторам, так и к должникам. Если судья действует беспристрастно, российский Закон о банкротстве 1998 г. вполне способен, с одной стороны, обеспечить защиту прав кредиторов, а с другой — не допустить неэффективной ликвидации компании.

### *Что такое “неэффективное банкротство”?*

Средства массовой информации на редкость суровы к Закону о банкротстве 1998 г.: “Того, что этот закон, дав неотразимый инструмент хамского передела собственности, развратил страну, не знает только тот, кто не хочет знать — и притом очень не хочет. Газеты

<sup>6</sup> Подробнее см.: La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. Law and Finance. — Journal of Political Economy, 1998, December; Georgakopoulos N. The Essential Function of Bankruptcy Law, 2001, mimeo; Hart O. Op. cit.

полны вопиющими примерами “банкротского” грабежа, а ведь в газеты не все попадает даже из крупных случаев: любому надоест писать каждый день одно и то же”<sup>7</sup>. Итак, основная претензия к закону сводится к тому, что он позволяет неэффективному собственнику захватить собственность эффективного.

*Формальный подход: экономика банкротства.* В нашей предельно стилизованной модели есть фирма и действуют следующие агенты: эффективный собственник этой фирмы и захватчик. Трансакционные издержки равны нулю. Обозначим (чистую) прибыль, которую может извлечь из фирмы нынешний (эффективный) собственник через  $V_I$ , а потенциальную прибыль захватчика —  $V_R$ . Мы рассматриваем случай<sup>8</sup>, когда банкротство, которое пытается осуществить захватчик, неэффективно, то есть  $V_I > V_R$ .

Существуют два основных способа захвата предприятия посредством его банкротства — с помощью перекупленного менеджера и коррумпированного судьи. В первом случае неэффективное банкротство выглядит так: захватчик дает продажному менеджеру взятку  $b < V_R$  и тот, например, вовремя не оплачивает долговое обязательство. Однако это не может быть равновесным исходом: поскольку  $V_I > V_R$ , эффективный собственник заплатит менеджеру зарплату, превышающую  $b$ , и никакого банкротства не будет. То же самое справедливо и в случае с коррумпированным арбитражным судьей: взятка, которую может дать эффективный собственник, выше той, которую может дать неэффективный захватчик. В конце концов эффективный собственник может просто заплатить захватчику  $V_R$ , сохранив за собой  $V_I - V_R > 0$ . Таким образом, *в состоянии равновесия, в котором все участники руководствуются только экономическими стимулами, неэффективного банкротства быть не может.*

Из теоремы Коуза следует, что наличие трансакционных издержек (предполагающихся у нас равными нулю) или неопределенности с правами собственности может приводить к неэффективному результату. Тем не менее, даже если оба эти фактора будут учтены, наш вывод остается справедливым, поскольку неэффективность будет обусловлена не тем, что объект достается не самому эффективно-му собственнику, а потерями наиболее эффективного собственника.

Вышеизложенная схема, казалось бы, исключая вероятность неэффективного банкротства, перестает работать в отсутствие совершенного рынка кредита. Действительно, прибыль, извлекаемая эффективным собственником, может быть представлена как:  $V_I = v_1 + \delta v_2$ , где  $v_1$  — прибыль, получаемая в текущем периоде, а  $v_2$  — в следующем. Теперь ситуация, в которой  $V_I > V_R$ , но  $V_R > v_1$ , способствует неэффективному захвату, поскольку эффективный собственник не имеет возможности занять деньги. Итак, *схема “заказного банкротства” становится реализуемой, если рынок капитала несовершенен.* Из этого вывода следует другой: успешность действия закона о банкротстве зависит от развитости рынка капитала.

<sup>7</sup> Эксперт, 2002, № 9, 4 марта.

<sup>8</sup> Мы рассматриваем случай с полной информацией, так как неполнота информации может сама по себе способствовать неэффективности.

*“Политический захват”*. Неэффективное банкротство оказывается возможным, если в игру вступает еще один участник — политик. Ключевым здесь является тот факт, что для политика соображения экономической эффективности могут играть второстепенную роль. Более того, зачастую он заинтересован именно в сохранении на неэффективном предприятии сложившегося положения в ущерб его потенциальной реструктуризации. Действительно, пусть  $L$  — число работников фирмы. Обозначим (чистую) прибыль, которую может извлечь из фирмы нынешний (эффективный) собственник, через  $V_I(L_I)$ , где  $L_I$  — оптимальная занятость для эффективного собственника, а потенциальную прибыль захватчика — через  $V_R(L_R)$ , где  $L_R$  — оптимальная занятость для захватчика. Проще всего предположить, что политик интересуется только величиной  $L$  — чем она больше, тем лучше. Несмотря на то что  $V_I > V_R$ ,  $L_I$  будет меньше  $L_R$ , и соответственно политик может быть заинтересован в том, чтобы предприятие досталось неэффективному захватчику. Например, если прибыль есть разность дохода  $R$  (доход в обоих случаях один и тот же) и затрат на заработную плату,  $V_I = R - \omega L_I$ ,  $V_R = R - \omega L_R$  и  $L_I < L_R$ ,<sup>9</sup> то политик будет заинтересован в неэффективном собственнике. Отсюда следует, что *политические интересы (в части ликвидации/реструктуризации предприятий) серьезно отличаются от требований экономической эффективности. Для того чтобы осуществлялись “заказные банкротства”, политик должен иметь возможность влиять на их процедуру.*

### Теория “регионального захвата”

Чтобы применить нашу абстрактную теорию к российской действительности, нужно специфицировать участников описанного механизма. Мы считаем, что в 1998–2002 гг. в роли политика выступали региональные администрации. Теория “регионального захвата” заключается в том, что региональные власти часто действовали в стоворе с менеджерами крупных предприятий, находящихся в их регионах, и использовали закон о банкротстве как средство экспроприации собственности у федерального правительства и внешних инвесторов. Механизм такой экспроприации основывается на двух особенностях российского законодательства. Во-первых, закон предоставляет довольно большую власть судье арбитражного суда в вопросе о принятии решения относительно назначения временного, внешнего и конкурсного управляющих (это — специфика российского Закона о банкротстве 1998 г.). Во-вторых, принимая решения, судьи арбитражного суда находятся под давлением региональных органов власти (это — специфика отношений российского федерализма в 1990-е годы). Какова же экономическая логика, лежащая в основе этой теории?

Губернаторы заинтересованы в удержании доходов в своих регионах так же, как и в сохранении высокого уровня занятости на предприятиях, расположенных на подведомственных территориях.

<sup>9</sup> Здесь собственник тем и эффективнее, что может добиться того же дохода с меньшими затратами рабочей силы.

В частности, они выступают противниками ликвидации крупных и политически значимых предприятий. Руководители же предприятий редко заинтересованы в проведении их реструктуризации, даже если в противном случае предприятие оказывается неплатежеспособным. Дело в том, что реструктуризация — весьма болезненный процесс, зачастую требующий значительных усилий со стороны руководства и использования дополнительного человеческого капитала. Перед лицом угрозы банкротства, осуществляемого внешним инвестором или федеральным органом власти, интересы руководителей крупных неплатежеспособных предприятий и губернаторов тех регионов, где эти предприятия находятся, нередко совпадают. Руководители предприятий могут предложить услуги (в форме уплаты региональных налогов, обеспечения избыточной занятости, предоставления общественных услуг на региональном уровне, дачи взяток и т.д.) губернаторам в обмен на помощь с их стороны в предотвращении утраты контроля над предприятием вследствие банкротства. В результате внешние инвесторы (например, московские банки) и федеральное правительство не в состоянии осуществлять реструктуризацию или ликвидацию региональных предприятий путем их банкротства. Губернатор может использовать свое влияние на судью арбитражного суда для того, чтобы сохранить контроль прежней администрации над предприятием. По указанию губернатора судья вводит внешнее управление, назначает самого руководителя или кого-нибудь из его команды внешним управляющим и откладывает исполнение требований всех кредиторов на тот период, когда фирма будет объявлена банкротом.

Важно, что данная логика развития событий отражает ситуацию на крупных региональных предприятиях независимо от того, являются они прибыльными или нет. С точки зрения губернатора, предприятия, заслуживающие поддержки, — те, которые имеют большую задолженность по налогам перед федеральным бюджетом (поскольку есть возможность требовать у них часть сэкономленной ренты в качестве платы за политическую защиту от федерального центра), располагают значительными денежными потоками или политическим влиянием<sup>10</sup>.

### *Альтернативные теории*

*Теория “заказных банкротств”.* Данная теория (гипотеза) сформулирована, по существу, средствами массовой информации — закон о банкротстве позволяет более сильному (но необязательно более эффективному) отнимать собственность у более слабого (хотя бы и более эффективного). Здесь “региональный захват” становится просто частным случаем, а логика сохраняется — менеджеры (или даже собственники), чиновники и просто посторонние создают коалиции, цель которых — не допуская реальной реструктуризации, извлекать ренту благодаря обладанию собственностью. Эмпирическим подтвер-

---

<sup>10</sup>Так, Е. Наздратенко, будучи губернатором Приморского края, заявил, что зачастую он просто пользуется бандитскими методами для защиты предприятий от банкротства (Итоги, 1999, 4 мая, с. 6). Он при этом имел в виду предприятия рыбной промышленности Приморского края.

ждением теории “заказных банкротств” могли бы служить результаты систематического анализа данных, свидетельствующие, что введение внешнего управления не приводит к улучшению показателей предприятия. С теоретической точки зрения проблема гипотезы “заказных банкротств” состоит в следующем: непонятно, почему самый эффективный собственник не является одновременно самым сильным. В этой связи возникает еще одна гипотеза — о том, что все к лучшему.

*Теория “эффективного банкротства”.* Эта теория (гипотеза) заключается в том, что банкротства российских предприятий в целом осуществляются эффективно, то есть в рамках процедур банкротства предприятия переходят от менее эффективных собственников и менеджеров к более эффективным. Согласно ей, банкротства (а точнее, введение внешнего управления) происходят в основном на предприятиях самых эффективных и прибыльных отраслей, потому что до остальных предприятий и отраслей у наиболее эффективных менеджеров и потенциальных собственников “не доходят руки”. Незначительность изменений к лучшему на многих крупных предприятиях, где было введено внешнее управление, оправдывается тем, что рассматриваемый временной промежуток слишком мал. Правильность этой теории мог бы подтвердить анализ результатов внешнего управления на достаточно большом (для статистических целей) числе предприятий. Его проведение затруднено из-за отсутствия данных за длительный промежуток времени (ведь закон действовал всего четыре с небольшим года).

### **Теория “регионального захвата”: первые доказательства**

#### *Эмпирический прогноз*

Кредиторами большинства российских предприятий выступают федеральное правительство, региональные власти, частные внешние кредиторы, частные внутренние кредиторы и собственные работники. Долги предприятий федеральным и региональным властям — главным образом задолженность по уплате налогов<sup>11</sup>. Долгами предприятий частным внешним (московским банкам, прямым поставщикам) и внутренним кредиторам (банкам и поставщикам, принадлежащим к той же региональной финансово-промышленной группе, что и само предприятие) являются ссуды и торговые кредиты. Претензии работников, как правило, — это требования о выплате задолженности по заработной плате.

Федеральное правительство часто играет роль внешнего инвестора. Именно в данном качестве оно не имеет возможности влиять на

---

<sup>11</sup> Губернаторы часто имеют возможность управлять величиной налоговой задолженности, которую эти предприятия имеют перед региональными энергетическими компаниями. Это обусловлено тем, что региональные власти, во-первых, устанавливают тарифы на электроэнергию и, во-вторых, могут согласиться или не согласиться принять в качестве уплаты налогов векселя энергетических компаний, в то время как они могут административно запретить отключение потребителей-неплательщиков.

судейские решения в случае, если суды оказываются “регионально захваченными”, что подтверждается множеством примеров.

На основе гипотезы “регионального захвата” можно сделать три основных вывода. Во-первых, менеджеры, управляющие высокоприбыльными предприятиями, действуют в сговоре с губернаторами с целью использования процедуры внешнего управления для ухода от уплаты федеральных налогов и невозвращения кредитов внешним инвесторам. Во-вторых, губернаторы могут угрожать предприятию банкротством, намереваясь получить политические выгоды от потенциально платежеспособных (в терминах реальных денежных потоков) фирм, которые хотели бы осуществить реструктуризацию и выйти из-под контроля губернатора. В-третьих, инициирование процедуры внешнего управления совсем не обязательно влечет за собой реструктуризацию, поскольку целью захватчиков является не она, а скорее, сохранение статус-кво. Исходя из этих выводов сформулируем конкретные гипотезы (прогнозы) для эмпирической проверки.

1. Губернаторы заинтересованы в сохранении под своим контролем крупных (по количеству занятых) фирм в эффективных отраслях с большими денежными потоками<sup>12</sup>. Следовательно, здесь возможны введение значительного количества процедур внешнего управления и отсутствие процедур ликвидации. Мелкие фирмы в менее эффективных отраслях, скорее всего, будут иметь дело с независимым судопроизводством и соответственно могут быть ликвидированы.

2. Процедуры внешнего управления будут особенно часто происходить в регионах, где губернаторы относительно “сильны”, поскольку они располагают большими возможностями влиять на арбитражный суд. По той же причине в регионах с “сильными” губернаторами будет меньше ликвидируемых предприятий.

3. Процедура внешнего управления служит индикатором конфликта между внешними инвесторами, с одной стороны, и управляющими и губернаторами — с другой. Одним из крупнейших внешних кредиторов российских предприятий является федеральное правительство. Таким образом, процедуры внешнего управления будут наблюдаться чаще, а процедуры ликвидации — реже в регионах, где складываются напряженные отношения между губернатором и федеральным центром. Кроме того, регионы с большим числом фирм, находящихся под внешним управлением, будут характеризоваться более высоким уровнем задолженности по уплате федеральных налогов.

4. Банкротство — только одна из возможных мер региональной защиты предприятий. Она подразумевает, что губернаторы получают блага от менеджеров. Существует множество различных способов, при

---

<sup>12</sup> Предприятия в эффективных отраслях характеризуется большей вероятностью использования высокооплачиваемых менеджеров. Кроме того, многие предприятия привлекательны для губернаторов не из-за больших денежных потоков или высокой доходности, а тем, что являются стратегически важными для отрасли или региона. Так, контроль над региональной энергетической компанией дает губернатору власть над многими крупными предприятиями региона. В качестве примера подобных компаний можно привести “Кузбассэнерго” (Кемеровская область, внешнее управление введено в сентябре 1998 г.) и “Дальэнерго” (Приморский край, внешнее управление введено в августе 1998 г.).

помощи которых менеджеры могут “ублажить” губернатора: денежные пожертвования, бартер, политическая поддержка и т.п. Непосредственно измерить масштабы такой деятельности весьма сложно. Предположим, что непрозрачность системы сбора налогов, включающей “натуральные” налоговые платежи, является индикатором “регионального захвата”<sup>13</sup>.

5. Если суды независимы, введение внешнего управления на неплатежеспособном предприятии будет иметь следствием его реструктуризацию, улучшение финансового управления и увеличение выпуска продукции, поскольку качество нового управления будет лучше старого. Наоборот, при “захвате” банкротства, как мы предполагаем, введение внешнего управления не приведет к улучшению состояния предприятия. Этого может не произойти даже в случае независимого банкротства, поскольку реструктуризация занимает длительное время. Значит, неизбежно сокращение числа занятых (защитная реструктуризация), что часто является первым этапом реструктуризации. Независимые банкротства нередко служат причиной остановки производства и соответственно массовых увольнений. И наоборот, “захват” банкротства может сохранить уровень занятости, поскольку остановка производства для губернатора политически невыгодна.

### *Эмпирический анализ*

В этом разделе мы подвергнем проверке эмпирические прогнозы, сделанные на основе нашей модели<sup>14</sup>.

Для эмпирического анализа мы составили собственную информационную базу, используя данные из следующих источников:

- список российских фирм, на которых было введено внешнее управление в период с 1997 г. по первое полугодие 1999 г. Соответствующие данные были получены путем изучения всех общедоступных источников на федеральном, региональном и местном уровнях<sup>15</sup>;
- полный список российских фирм, на которых началась процедура ликвидации в период с 1997 г. по первое полугодие 1999 г.<sup>16</sup>;
- финансовые и статистические показатели российских фирм в 1996–1998 гг. из Реестра промышленных предприятий России<sup>17</sup>;

<sup>13</sup> Примером хорошо работающего механизма денежных пожертвований может служить так называемый внебюджетный губернаторский фонд, созданный в 1997 г. в Кемеровской области. По инициативе губернатора каждое предприятие региона было обязано сделать пожертвование. Западносибирский металлургический комбинат (“Запсиб”), находившийся в очень тяжелом положении, регулярно “жертвовал” деньги в этот фонд, в то время как его задолженность по уплате налогов в федеральный бюджет росла (Известия, 1999, 16 сентября).

<sup>14</sup> Более подробное изложение методологии и результатов эмпирического анализа см. в: Lambert-Mogiliansky A., Sonin K., Zhuravskaya E. Capture of Bankruptcy: Theory and Evidence from Russia. CEPR Discussion Paper No 2488, 2000.

<sup>15</sup> Источниками являются газеты, пресс-релизы, сообщения информационных агентств и т.д. Доступ к этим ресурсам осуществлялся через электронные базы данных “Internet Securities” и “AK&M”.

<sup>16</sup> Этот список опубликован в журнале Высшего арбитражного суда.

<sup>17</sup> Эта база данных включает информацию, содержащуюся в ежегодно проводимых Госкомстатом РФ обследованиях промышленных предприятий, обеспечивающих 85% всего объема промышленного производства России.

— данные по регионам из статистических сводок “Регионы России, 1998”, официального сайта Министерства по налогам и сборам РФ и инвестиционной компании МФК “Ренессанс”.

С целью проверки нашей модели мы сформулируем два эмпирических вопроса.

1. При известных *ex ante* характеристиках фирмы какова вероятность того, что: а) на фирме будет введено внешнее управление; б) будет инициирована процедура банкротства; в) против фирмы вообще не будет возбуждено дело о банкротстве?

2. Заметны ли какие-нибудь признаки реструктуризации после того, как было введено внешнее управление?

Ответ на первый вопрос позволит нам проверить прогнозы 1–4 нашей модели, ответ на второй вопрос — прогноз 5.

Разделим фирмы на группы. Критерием деления будет статус предприятия в период 1997 — первое полугодие 1999 гг.<sup>18</sup> Таким образом, получаем: 1) предприятия, не находящиеся под процедурой банкротства в этот период; 2) предприятия, на которых было введено внешнее управление; 3) предприятия, начавшие процедуру ликвидации. Сравним финансовые характеристики и состояние фирм, промышленные и политические характеристики регионов с теми же показателями 1996 г.

Оценим множественную логарифмическую регрессионную модель вероятности того, что при заданных характеристиках предприятие впоследствии либо попадет под внешнее управление, либо будет ликвидировано. Мы используем выборку, состоящую из всех фирм, описанных в базе данных Госкомстата РФ, чтобы оценить следующую модель:

$$\text{вероятность } (Y_i = j) = F[\beta_1 \times (\text{характеристики фирмы})_i + \beta_2 \times (\text{характеристики отрасли})_i + \beta_3 \times (\text{характеристики региона})_i] + e_i,$$

где:  $F$  — логистическая функция,  $i$  — номер фирмы в выборке.

Зависимая переменная  $Y_i$  может быть равна любой из трех возможных величин  $j$ : 0 —  $i$ -предприятие не находится под процедурой банкротства; 1 — на  $i$ -предприятии введено внешнее управление; 2 — началась ликвидация  $i$ -предприятия.

Мы используем три группы объясняющих переменных: специфические характеристики предприятий, отрасли и региона. Все характеристики относятся к 1996 г., если нет дополнительных пояснений.

Характеристики *фирмы* (предприятия) включают следующие переменные:

— “денежный поток” =  $\text{Ln}(\text{затраты на единицу продукции})_i$ <sup>19</sup>;

— “производительность труда” =  $\text{Ln}(\text{выпуск на одного работника})_i$ ;

— “реструктуризация” =  $[\text{Ln}(\text{выпуск на одного работника в 1997 г.})_i - \text{Ln}(\text{выпуск на одного работника в 1996 г.})_i]$ ;

<sup>18</sup> Банкротства как важный феномен начались в России в 1998 г. Однако некоторое количество банкротств имело место и в 1997 г. Они также включены в нашу выборку.

<sup>19</sup> Большие издержки на единицу продукции означают меньшую прибыль.

– “размер” =  $\text{Ln}(\text{количество занятых})_i$ .

В качестве характеристик отрасли мы рассматриваем:

– “денежный поток отрасли” = медианное значение “денежно-го потока” фирм по отрасли;

– “производительность труда” = медианное значение “производительности труда” предприятий по отрасли;

– “реструктуризация” = медианное значение “реструктуризации” предприятий по отрасли.

Характеристики региона включают:

– “отношения губернатора с федеральным центром”, индекс, рассчитанный МФК “Ренессанс” и показывающий, насколько сложными были отношения губернатора с федеральным правительством в 1997 г. (чем больше значение, тем лучше отношения);

– “власть (“сила”) губернатора в регионе” — индекс, рассчитанный МФК “Ренессанс” и показывающий степень политического контроля губернатора над экономикой региона в 1997 г.;

– “задолженность по федеральным налогам” =  $\text{Ln}$ (задолженность по федеральным налогам на одного работника  $i$ -фирмы региона в 1996 г.);

– “реальные денежные налоговые поступления” =  $\text{Ln}$ (процент реальных денежных налоговых поступлений в общих налоговых поступлениях в 1997 г.);

– “валовой продукт региона” =  $\text{Ln}$ (валовой продукт региона на душу населения в 1996 г.)<sup>20</sup>.

Модель “эффективного банкротства” предполагает, что влияние характеристик предприятия, отрасли и региона имеет одинаковый знак для процедур ликвидации и реорганизации (внешнего управления)<sup>21</sup>. Напротив, модель “захвата” банкротств предсказывает, что каждая из региональных и отраслевых характеристик оказывает обратное воздействие на вероятность того, что предприятие в скором времени попадет под процедуру внешнего управления или будет ликвидировано<sup>22</sup>. Основания для этих прогнозов рассмотрены в следующем разделе<sup>23</sup>.

<sup>20</sup> Некоторые региональные характеристики были получены для 1997 г. из-за отсутствия данных за 1996 г. Однако мы воспринимаем их как внешние, поскольку, во-первых, эти характеристики почти не изменяются во времени и, во-вторых, очень мало предприятий в нашей выборке стали банкротами в 1997 г.

<sup>21</sup> Знак будет одинаковым для всех переменных, кроме, возможно, размера предприятия, по причине политических издержек ликвидации. Тем не менее ликвидация и внешнее управление предполагают различные величины эффектов.

<sup>22</sup> Мы не располагаем чистым прогнозом воздействия банкротства на валовой региональный продукт и используем его только в качестве контроля над добавленной стоимостью региона.

<sup>23</sup> Заметим, что даже если данные согласуются с прогнозами 1–4, этого недостаточно, чтобы считать модель полностью проверенной, поскольку нельзя с помощью только эмпирических наблюдений отличить нашу модель от следующей ситуации, когда банкротство не является “захваченным”. Предположим, что сильное региональное правительство, защищая крупные региональные предприятия, действует против федерального правительства и внешних кредиторов. Затем федеральные власти и внешние кредиторы объединяют свои требования и начинают дело о банкротстве этих “защищенных” предприятий. Чтобы полностью проверить нашу модель, мы должны проверить не только основные характеристики предприятий, против которых инициировано банкротство, но также и гипотезу 5.

Обратимся ко второму эмпирическому вопросу: приводит ли введение внешнего управления к реструктуризации предприятия? Имеются два варианта ее оценки:

– рост производительности труда, измеряемый  $\Delta_t[\text{Ln}(\text{выпуск на одного работника})]_i$ ;

– увеличение занятости, измеряемое  $\Delta_t[\text{Ln}(\text{количество занятых})]_i$ , где  $\Delta_t$  – разница между двумя последующими годами после введения внешнего управления. Первая переменная отражает изменение в состоянии предприятия, а вторая – защитную реструктуризацию<sup>24</sup>.

Сравним две следующие переменные с нулем:

$D_1 = \Delta_t[\text{Ln}(\text{выпуск на одного работника})]_i$  – медиана по отрасли ( $D_t[\text{Ln}(\text{выпуск на одного работника})]_i$ );

$D_2 = \Delta_t[\text{Ln}(\text{занятость})]_i$  – медиана по отрасли ( $\Delta_t[\text{Ln}(\text{занятость})]_i$ ).

Согласно предсказанию модели, нулевые гипотезы  $H_0/D_1 = 0$  ( $H_0/D_1 > 0$ ) и  $H_0/D_2 = 0$  ( $H_0/D_2 < 0$ ) не будут отклонены для предприятий с внешним управлением<sup>25</sup>. Для точной проверки этих гипотез для предприятий, внешнее управление на которых было введено в 1998 г., нужны данные за 1999 г., которыми мы не располагаем. Можно рассчитать  $D_1$  и  $D_2$ , используя только данные за 1997 и 1998 гг. Имеется 87 наблюдений для  $D_1$  и  $D_2$  для предприятий, попавших под внешнее управление в 1997 г., тогда проверим наши гипотезы на указанной подвыборке. Назовем это “точной проверкой”. Поскольку в нашей модели процедура внешнего управления сохраняет статус-кво предприятий,  $D_1$  и  $D_2$  будут заранее равны нулю для предприятий, попавших под внешнее управление в 1998 г. Таким образом, мы проверим гипотезы, используя выборку из 279 предприятий, на которых внешнее управление было введено в 1997–1998 гг. Подобную проверку назовем “грубой”.

### Эмпирические результаты

Результаты регрессионной проверки влияния *ex ante* характеристик предприятий подтверждают сделанные нами теоретические выводы – знаки коэффициентов совпадают с предсказанными нашей моделью, и величины этих эффектов статистически значимы.

Во-первых, при заданных характеристиках отрасли и региона относительно небольшие денежные потоки увеличивают вероятность того, что предприятие подвергнется банкротству в той или иной форме (внешнее управление или ликвидация). Техническая эффективность предприятия ее уменьшает. Кроме того, успешность усилий по реструктуризации снижает вероятность ликвидации предприятия, но слабо влияет на вероятность введения внешнего управления. Существенное значение имеет размер предприятия: те из них, кто находится под внешним управлением, в среднем намного крупнее остальных, в то время как предприятия, на которых началась процедура ликвида-

<sup>24</sup> Оба варианта измерения несовершенны, но только они являются доступными.

<sup>25</sup> Заметим, что, согласно альтернативной гипотезе, предприятия, находящиеся под внешним управлением, будут характеризоваться более высокими темпами роста производительности труда и меньшими темпами роста занятости по сравнению с другими предприятиями отрасли.

ции, не намного больше. В среднем размер предприятия не оказывает сильного негативного воздействия на количество ликвидаций, потому что в качестве сравниваемой группы в регрессии мы избрали все фирмы в Реестре, не ставшие банкротами. Таким образом, в выборке было большое количество очень маленьких фирм, у которых даже отсутствовали долги (и, следовательно, они не могли обанкротиться). Прогноз, сделанный на основе модели, оправдывается, так как ликвидированные предприятия почти не сравнимы с фирмами, достаточно крупными, чтобы иметь долги, и обладающими значительной ликвидационной стоимостью, что превращает их в более привлекательные объекты для инициирования банкротства.

Во-вторых, при заданных характеристиках предприятия и региона принадлежность к отрасли с большими денежными потоками положительно влияет на вероятность попадания под процедуру внешнего управления и отрицательно — на вероятность ликвидации. Техническая эффективность отрасли слабо сказывается на вероятности банкротства. Попытки реструктуризации, предпринятые большинством разорившихся предприятий отрасли до их банкротства, уменьшают вероятность их попадания под процедуры внешнего управления и ликвидации.

В-третьих, при известных характеристиках предприятия и отрасли и контролируемом региональном валовом продукте на душу населения вероятность введения внешнего управления выше и вероятность ликвидации ниже в регионах, губернаторы которых находятся в плохих отношениях с федеральным центром и являются политически относительно более сильными. Вероятность введения внешнего управления возрастает в зависимости от степени региональной политической защиты — величины налоговой задолженности перед федеральным бюджетом на душу населения. Вероятность ликвидации отрицательно связана с задолженностью по федеральным налогам. Доля налоговых поступлений (в денежном эквиваленте) значительно ниже в регионах, в которых много предприятий находится под процедурой внешнего управления.

Полученные результаты очень устойчивы независимо от того, рассматриваем ли мы двухмерные специфические отраслевые факторы с фиктивной переменной, или включаем все переменные, или рассчитываем регрессию для каждой переменной отдельно, или используем какую-нибудь комбинацию переменных. (В таблице 1 представлены результаты трех регрессий.) И качественные, и количественные результаты также не зависят от того, построим мы регрессию для всей выборки предприятий из Реестра или же для подвыборки, включающей только предприятия, имеющие не менее 100 занятых. (Причина, по которой целесообразно использовать такую подвыборку, заключается в том, что предприятия с числом работников меньше 100 не обязаны сообщать информацию о себе в Реестр, а значит, здесь будет присутствовать некоторый элемент необъективности.) В целом они не противоречат теории “захвата” банкротств.

В таблице 2 представлены результаты проверки наших гипотез о том, что внешнее управление не приводит к улучшению состояния предприятия и не связано с увольнениями работников. Они согласуются с

моделью при трех проверках из четырех. Конечно, гипотеза о том, что “нет разницы между ростом производительности труда на предприятиях, находящихся под процедурой внешнего управления, и на остальных предприятиях отрасли”, не может быть отвергнута в пользу альтернативной, согласно которой эта разница положительна. Статистически она не отличается от нуля. *P*-value равна 0,42 в случае “чистой проверки” и 0,78 — в случае “грубой проверки”.

Следующая гипотеза состоит в том, что не существует разницы между ростом занятости на предприятиях, находящихся под процедурой внешнего управления, и на остальных предприятиях отрасли. Согласно альтернативной гипотезе, разница отрицательна. Результаты проверки этой гипотезы являются неоднозначными. “Чистая проверка” подтверждает гипотезу, основанную на нашей модели, — разница незначительна (*P*-value равна 0,42). “Грубая проверка” дает отрицательную разницу со значением *t*-статистики -1,41 и *P*-value — 0,08<sup>26</sup>. Так как три проверки из четырех согласуются с прогнозом 5 нашей модели и только одна проверка относительно слабо отклоняет его, можно сделать вывод, что данные точно подтверждают модель “захвата” банкротств. Можно привести немало примеров, прямо подтверждающих гипотезу 5. В частности, прогубернаторская команда внешних управляющих на Кузнецком металлургическом комбинате (губернатор Кемеровской области — А. Тулеев) намного уступает их противникам из команды, поддерживающей МИКОМ — главного внешнего инвестора комбината. Другие аналогичные случаи: Ачинский глиноземный комбинат и “Красуголь” (Красноярский край), Западносибирский металлургический комбинат (Кемеровская область), Коршуновский ГОК (Иркутская область) и ГП “Русский дизель” (С.-Петербург).

### **Будущее института банкротства в России**

Из теории “регионального захвата” прямо следует вывод о ключевой роли федеральных отношений в функционировании института банкротства в России. При подготовке нового Закона о банкротстве 2002 г. не были учтены такие факторы, как сильная зависимость региональных арбитражных судов от губернаторов и значительная власть, которой наделены судьи арбитражного суда и внешние управляющие. Действительно, согласно российскому законодательству, все арбитражные суды находятся в федеральной юрисдикции и поэтому независимы от региональных органов власти. Однако российская практика заметно отличается от теории. Недостаточное федеральное финансирование арбитражных судов и их удаленность (как политическая, так и географическая) от федерального центра ставят арбитражные суды в большую зависимость от региональных властей.

Изменение структуры федеральных отношений в 2000 г., усиливающее федеральный центр относительно регионов, должно существенно снизить риск “регионального захвата” банкротств прежде всего потому,

---

<sup>26</sup> *P*-value указана для односторонней проверки.

что губернаторам все сложнее влиять на арбитражные суды. Более радикальным способом решения проблемы стал бы перенос слушаний всех дел о банкротстве крупных предприятий на федеральный уровень (за пределы региона, в котором расположено данное предприятие). Вместе с тем очевидно, что не все дела о банкротстве целесообразно рассматривать на федеральном уровне, поскольку их слишком много. Поэтому федеральному правительству необходимо создать специальные обучающие программы для судей, работающих в региональных арбитражных судах, и предоставить им определенные возможности в плане карьерного роста в зависимости от их профессиональных успехов. Эти меры наряду с уже реализуемыми способны уменьшить политическое влияние региональных органов власти на институт банкротства.

В принятом в 2002 г. Законе о банкротстве есть две принципиальные новации: а) ужесточение контроля над назначением и деятельностью арбитражных управляющих; б) предоставление государству права голосовать на собраниях кредиторов (с утратой привилегированного положения в их очереди). Первая из них представляется вполне оправданной, в то время как вторая серьезно нарушает экономическую логику закона. Основной контроль за деятельностью арбитражных управляющих, по мнению руководства бывшего ФСФО, должен осуществляться саморегулируемыми организациями. Эта позиция, на первый взгляд противоречащая ведомственным интересам, обусловлена именно тем, что государственный орган, голосуя на собрании кредиторов, сможет (за счет размеров обязательных платежей) назначить арбитражного управляющего без согласования с коммерческими кредиторами. ФСФО выступала также за ограничение перепродажи долгов предприятия. Но скупка (и соответственно продажа) долгов предприятия является важнейшей формой корпоративного контроля. Кроме того, возможность впоследствии продать долг (“стратегическому захватчику”) снижает изначальную ставку процента по кредиту.

\* \*  
\*

Закон о банкротстве призван решить несколько важных проблем: предотвратить неэффективное использование активов, обеспечить права кредиторов, вынудить руководителей предприятий избегать плохих займов и т.д. Однако, хотя российский Закон о банкротстве 1998 г. был принят именно для достижения указанных целей, в действительности он слабо способствовал процессу реструктуризации и не привел к ужесточению бюджетных ограничений для менеджеров предприятий.

Результаты наших исследований на основе данных за 1997–2001 гг. показывают, что крупные неэффективные предприятия не были ликвидированы. Зачастую процедуры банкротства использовались не в целях укрепления финансовой и налоговой дисциплины, проведения реструктуризации предприятия или передачи его активов более эффективным собственникам, а для перераспределения прав контроля над ним в пользу региональных администраций и даже для защиты менеджеров от претензий федерального бюджета и внешних кредиторов.

	Регрессия (1)				Регрессия (2)				Регрессия (3)			
	внешнее управление		ликвидация		внешнее управление		ликвидация		внешнее управление		ликвидация	
	коэффициенты	наклон, %	коэффициенты	наклон, %	коэффициенты	наклон, %	коэффициенты	наклон, %	коэффициенты	наклон, %	коэффициенты	наклон, %
<i>Характеристики предприятия</i>												
Соотношение собственных и заемных средств, на конец 1997 г.	–		–		–		–		0,123 (0,109)	0,36	0,200 (0,161)	0,14
Текущая ликвидность, на конец 1997 г.	–		–		-1,845*** (0,212)	-5,33	-2,932*** (0,512)	-1,96	-1,836*** (0,213)	-5,35	-2,940*** (0,513)	-1,98
Затраты на рубль выпуска, 1997 г.	1,205*** (0,148)	2,30	1,167*** (0,151)	1,31	0,843*** (0,223)	2,45	0,575* (0,316)	0,37	0,849*** (0,223)	2,49	0,579* (0,316)	0,38
Производительность труда, 1997 г.	-0,399*** (0,071)	-0,76	-0,554*** (0,088)	-0,62	-0,203** (0,095)	-0,58	-0,471*** (0,167)	-0,32	-0,214** (0,096)	-0,62	-0,493*** (0,168)	-0,33
Реструктуризация, 1996–1997 гг.	0,211* (0,127)	0,40	0,219 (0,139)	0,25	-0,102 (0,165)	-0,30	-0,032 (0,256)	-0,02	-0,094 (0,165)	-0,28	-0,021 (0,257)	-0,01
Занятость, 1997 г.	1,232*** (0,055)	2,37	0,489*** (0,067)	0,53	1,214*** (0,073)	3,53	0,746*** (0,119)	0,48	1,222*** (0,073)	3,58	0,761*** (0,120)	0,50
<i>Характеристики отрасли</i>												
Затраты на рубль выпуска, 1997 г.	-4,541*** (0,861)	-8,85	3,578*** (1,034)	4,19	-6,323*** (1,116)	-18,40	-3,764* (2,265)	-2,44	-6,360*** (1,117)	-18,66	-3,880* (2,267)	-2,53
Реструктуризация, 1996–1997 гг.	-0,379 (0,500)	-0,71	-0,731 (0,821)	-0,83	0,088 (0,683)	0,23	1,153 (1,328)	0,78	-0,006 (0,682)	-0,04	0,918 (1,317)	0,63
<i>Характеристики региона</i>												
Отношения губернатора с федеральным центром, 1997 г.	-0,198*** (0,065)	-0,39	0,301*** (0,089)	0,35	-0,243*** (0,085)	-0,71	0,252 (0,176)	0,18	-0,243*** (0,085)	-0,72	0,248 (0,176)	0,18
Поддержка на выборах, 1997 г.	0,161*** (0,050)	0,31	-0,089 (0,069)	-0,11	0,142** (0,064)	0,42	-0,175 (0,130)	-0,12	0,142** (0,064)	0,42	-0,175 (0,131)	-0,12
Задолженность по федеральным налогам, на конец 1997 г.	0,164** (0,082)	0,32	-0,132 (0,082)	-0,15	0,116 (0,102)	0,34	-0,104 (0,152)	-0,07	0,116 (0,102)	0,35	-0,107 (0,152)	-0,08
Доля региональных налоговых сборов в денежных потоках, 1997 г., %	-0,827*** (0,221)	-1,59	-0,488* (0,268)	-0,54	-0,918*** (0,293)	-2,69	0,166 (0,532)	0,13	-0,916*** (0,294)	-2,70	0,175	0,14

Т а б л и ц а 2

	Логарифм изменения занятости за один год (1998–1999 гг.)		Логарифм изменения производительности труда за один год (1998–1999 гг.)		Количество новых видов продукции, появившихся в 1998–1999 гг.		Логарифм изменения занятости за два года (1997–1999 гг.)		Логарифм изменения производительности труда за два года (1997–1999 гг.)		Количество новых видов продукции, появившихся в 1997–1999 гг.	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Внешнее управление (1998–1999 гг.)	0,00 (0,02)	0,00 (0,03)	0,01 (0,05)	0,02 (0,04)	-0,05 (0,08)	0,08 (0,09)						
Внешнее управление (1997–1999 гг.)							-0,06 (0,07)	0,03 (0,12)	0,11 (0,12)	0,16 (0,15)	-0,13 (0,55)	-0,40 (0,59)
Лагированный логарифм изменения производительности труда за один год (1996–1997 гг.)	0,05** (0,02)	0,06* (0,03)	-0,10* (0,05)	-0,02 (0,06)	0,14 (0,13)	0,24 (0,19)	0,09 (0,15)	0,13 (0,20)	-0,05 (0,10)	-0,09 (0,13)	-0,06 (0,45)	0,30 (0,34)
Логарифм внешнего финансирования (1998–1999 гг.)		0,03* (0,02)		0,03 (0,06)		-0,29 (0,35)						
Логарифм внешнего финансирования (1997–1999 гг.)							0,00 (0,03)			0,09* (0,06)		0,23 (0,19)
Константа	-0,11*** (0,01)	0,00 (0,02)	0,01 (0,03)	0,13*** (0,04)	1,01*** (0,04)	0,97*** (0,18)	-0,20*** (0,04)	-0,19*** (0,07)	-0,07 (0,06)	0,00 (0,07)	2,43*** (0,26)	2,87*** (0,37)
Количество наблюдений	514	274	498	274	496	283	176	123	170	120	170	119
R <sup>2</sup>	0,15	0,45	0,19	0,35	0,23	0,28	0,31	0,35	0,07	0,23	0,30	0,34
Доля процедур внешнего управления в выборке, %	36,6	33,9	36,3	33,9	35,9	33,6	37,5	39,0	37,1	39,2	35,8	38,7

*Примечание:* устойчивые стандартные ошибки в скобках скорректированы в связи с тем, что наблюдения в случаях с внешним управлением могут быть коррелированы; фиктивные переменные для трехмерной отрасли включали:

\* уровень значимости 10%;

\*\* уровень значимости 5%;

\*\*\* уровень значимости 1%.